

Carta ao Investidor (Fevereiro 2020)

Aos nossos investidores e parceiros,

A nossa gestora foi constituída em maio de 2018, construída do zero, do contrapiso. Nosso propósito desde o início, depois de mais de duas décadas no mercado financeiro, era construir algo que de fato representasse a essência daquilo que acreditamos.

Sabíamos que a construção orgânica, passo a passo, seria um processo mais longo, e que poderia trazer mais custos, inclusive de oportunidade, mas acreditamos que a beleza e a harmonia estão em grande parte no processo, e não somente no resultado final. Temos convicção de que a atenção a cada parte do processo é que define o resultado final.

Sobre a nossa filosofia

Nossa forma de investir é baseada em três pilares fundamentais: Método, Processo e Disciplina.

Método

Nosso método é o quantitativo, acreditamos que essa forma de gerir recursos gerará a melhor relação risco/retorno de médio/longo prazo nas décadas que virão.

Com ele, somos capazes de reduzir significativamente a interferência humana no processo decisório, eliminando diversos vieses comportamentais que tanto impactaram negativamente os retornos de investimentos até aqui.

Somos capazes de observar múltiplos ativos em diversas regiões e países de forma sistemática, tanto na geração de sinais quanto na execução e alocação de riscos dentro do portfólio, deste modo a nossa operação torna-se mais eficiente e mais diversificada.

Processo

É aqui que o trabalho de verdade acontece, e ele tem começo, meio e fim:

- Identificação do conceito/ideia/estratégia a serem estudados
- Seleção das ferramentas matemática/estatística/linguagem computacional a serem utilizadas no processo
- Obtenção e preparação da base de dados adequada aos testes
- Desenvolvimento da ferramenta de *backtesting* específica e todas as suas funcionalidades
- Validação dos resultados encontrados
- Análise do comportamento da estratégia no portfólio de estratégias existentes
- Análise de impacto de mercado
- Implementação/execução
- Monitoramento de riscos

Disciplina

Aqui fica a encruzilhada que separa o sucesso do fracasso:

- Disciplina para seguir o processo de criação, por mais longo e custoso que este seja, o mercado remunera trabalho, portanto não há atalhos.
- Disciplina para acreditar na metodologia, porque, como em qualquer outro método de investimentos, haverá momentos de *underperformance* e também situações de *drawdown*. Estes momentos testam a nossa convicção, portanto disciplina e paciência são fundamentais.*
- Disciplina para executar a estratégia, tanto no ganho quanto na perda.

*Este ponto da nossa Filosofia ilustra bem a recomendação que sempre fazemos a todos os investidores do fundo de que o horizonte de investimentos tem que ser ao menos 18 a 24 meses.

Finalmente, nas palavras de Ben Graham, escritas há setenta anos:

“Have the courage of your knowledge and experience. If you have formed a conclusion from the facts and if you know your judgement is sound, act on it – even though others may hesitate or differ”.

Tradução livre:

“Tenha a coragem proveniente de seu conhecimento e experiência. Se você chegou a uma conclusão baseada em fatos, e se você sabe que o seu julgamento é robusto, atue neste sentido – ainda que outros hesitem ou divirjam”.

Os três primeiros meses do nosso fundo

Abrimos em 22/10/2019 nosso fundo ao público-investidor, o EnterCapital Turing FIC FIM.

Uma parte importante do nosso processo é monitorar o fundo de forma sintética, como se ele fosse lançado em diferentes momentos do tempo (análogo a um *back test* com janelas móveis) e, ao fazê-lo, identificamos que aquele momento de mercado, quando do lançamento, era desafiador, mas tínhamos que seguir em frente.

Com todo o trabalho de desenvolvimento das estratégias, construção de *portfolio* e monitoramento de risco feito, a grande questão era: como implementar as diferentes estratégias naquele momento zero, tendo em vista que muitos sinais (que determinam a entrada em posições) eram antigos, e os ativos já haviam se deslocado significativamente dos preços no momento original em que os sinais ocorreram. Ou seja, havia boa probabilidade de que alguns ativos já estariam em fase avançada ou final do ciclo de deslocamento.

Esta preocupação se deu especialmente no que se referia a posições de *Momentum* em renda variável e *Tendência* no mercado de juros. Com isso, decidimos iniciar o Fundo com riscos reduzidos e alocar capital gradativamente ao longo dos primeiros meses. Olhando no retrovisor, esta foi uma decisão acertada. Este tipo de desafio é comum a qualquer novo fundo sistemático; lidar com sinais antigos no momento inicial é sempre complexo. A boa notícia é que passamos por este primeiro teste.

Sobre o comportamento das estratégias

Temos consciência de que para grande parte dos investidores a metodologia quantitativa / sistemática ainda é pouco conhecida e muitos acreditam que os fundos quantitativos sejam instrumentos de pouca transparência (*black box*). Um dos nossos objetivos é ajudar a desmistificar o tema, e tentar dar o máximo de transparência possível aos tipos de estratégias e aos resultados.

Com esta finalidade, apresentaremos uma tabela com a classificação das nossas estratégias. Futuramente, nossa atribuição de *performance* será exposta nas cartas de acordo com este padrão.

TIPO	DESCRIÇÃO	MERCADOS
Relative Value Estatístico	Identificação de distorções estatísticas entre pares de ativos; reincidência de comportamento; retorno esperado positivo com significância estatística	Ações
Relative Value Fundamentalista	Varredura sistemática de indicadores fundamentalistas	Ações
Momentum Based Trend Following	Persistência de <i>momentum</i>	Juros, Câmbios e Ações
Time Series Based Trend Following	Persistência de tendência	Juros, Câmbios e Ações
Price Action Patterns	Identificação de padrões recorrentes, com retorno esperado positivo, <i>flow driven</i>	Juros, Câmbios e Ações
Condition Variable	Varredura sistemática de indicadores econômicos, fundamentalistas e de mercado que impactam o retorno e comportamento dos ativos sob análise	Ações e Volatilidade

É importante lembrar que durante os primeiros seis meses do Turing, por uma questão regulatória, não podemos expor retornos associados ao fundo. Deste modo, decidimos comentar sobre a contribuição relativa de cada grupo de estratégias para que o investidor comece a se familiarizar com as definições e com os conceitos.

Tentar explicar resultados de modelos matemáticos e estatísticos *ex-post* é prática questionável, porém acreditamos que possa ser útil para alguns investidores tornar mais tangíveis os possíveis catalisadores da nossa *performance*. Com esta ressalva, vamos lá!

Racionalizando os resultados

Um dos nossos principais *drivers* nestes primeiros três meses foram as estratégias de *Price Action Patterns* em renda variável. Estas capturaram movimentos de mercado importantes, beneficiando-se da realocação estrutural de *portfolios* (saída de renda fixa em direção à renda variável) por conta da queda expressiva e estrutural, na nossa opinião, da taxa básica de juros no Brasil. Estas estratégias também se beneficiaram do movimento de expansão de múltiplos (aumento de preços das ações desproporcional ao crescimento de lucros) que veio acontecendo até o fim de janeiro, tanto no mercado local como nos internacionais. As principais beneficiárias desta dinâmica foram ações com características de crescimento e *high beta*.

Outro fator relevante para a nossa *performance* no período foi uma exposição, no agregado das estratégias de *Trend Following* (*Momentum* e *Time Series*), vendida no setor de *Financials* e comprada no de *Consumers*, também em renda variável, que apresentou excelente desempenho nos últimos meses.

Acreditamos que este desempenho seja resultado de uma mudança estrutural no ambiente econômico doméstico, em que *valuations* de bancos e outras empresas do setor de *Financials* vêm e devem seguir sendo pressionados por conta de maior competição, queda estrutural nos juros, surgimento de *fintechs* e regulamentações abrindo o mercado para novos competidores, ou seja, três frentes principais – Tecnologia, Regulamentação e Juros – operando contra as margens tradicionalmente altas do setor. No lado do setor de *Consumers*, os mercados parecem refletir um cenário de crescimento mais sustentável em ambiente de juros mais baixos, diminuição do desemprego e aumento tanto de poder aquisitivo quanto de confiança da enorme classe média brasileira.

Nos mercados de câmbio e juros, tivemos diferentes dinâmicas no período.

No câmbio, as estratégias de *Momentum* compensaram o período difícil para estratégias de *Trend Following*, decorrente da lateralidade do mercado nos últimos meses.

A nossa visão é que faria sentido um movimento de depreciação do real contra o dólar, especialmente por conta da queda do diferencial de juros entre o BRL e o USD. Vale ressaltar que a volatilidade do BRL não caiu proporcionalmente à queda do diferencial de juros, tornando o *carry trade* ainda menos óbvio. Neste contexto, as intervenções do BC contribuíram para a manutenção da banda quase horizontal em que o BRL negociou nos últimos meses, até o fim de janeiro.

Já no mercado de juros, tivemos continuidade de longa tendência de queda, sustentada por uma dinâmica benigna de inflação por conta, entre outros fatores, da taxa de ociosidade da economia (alta taxa de desemprego e hiato do produto). A captura desta tendência, de diferentes maneiras, contribuiu com resultados relevantes para o Fundo.

Este movimento da taxa de juros parece ser estrutural, por conta de avanços institucionais tais como a TLP, o teto dos gastos, a Reforma da Previdência e a um posicionamento mais assertivo por parte do Executivo a favor da redução do tamanho do Estado de modo geral, incluindo privatizações. A perspectiva da situação fiscal brasileira é incomparavelmente melhor do que no período pré-reformas que se iniciou no governo Temer e se consolidou no governo Bolsonaro.

É interessante como os modelos podem capturar movimentos importantes que somente depois de alguns meses viram temas de discussão no mercado... faz pensar.

Novos desenvolvimentos; um breve *update*

Enxergamos nosso conjunto de estratégias como um organismo vivo, em constante evolução e que necessita de oxigênio, o que resulta na incessante busca de novas ideias, novas tecnologias que eventualmente se converterão em desenvolvimentos práticos (construção de infraestrutura de banco de dados, ferramentas de análise matemática e estatística, automação de execução com minimização de impacto de mercado, construção de *portfolio*, monitoramento de risco).

Principais implementações neste trimestre:

- Nova estratégia de *Relative Value Fundamentalista, market neutral*, focada em empresas com características de crescimento e alavancagem e com filtros de volatilidade

- Nova estratégia na classe *Condition Variable*, também *market neutral* no mercado de ações, porém com um período de maturação mais curto e alimentada por dados de preço no tempo
- Aprimoramento em uma das estratégias de *Trend Following* no mercado de juros, que deve melhorar a consistência e o desempenho da estratégia
- Novo módulo no nosso sistema operacional que nos permite visualizar os resultados do fundo por estratégia *real time* e de forma remota

Vale mencionar ainda que, neste trimestre, após um longo período de trabalho em uma estratégia que buscava explorar similaridades de tendências em diferentes escalas de tempos (fractalidade), decidimos não ir adiante. Apesar de meses de esforços dedicados e muitos avanços neste tema, a estratégia não passou pelo nosso processo de validação de resultados.

Independentemente de eventual frustração, também pelo tempo e energia dedicados ao desenvolvimento de novas estratégias, consideramos fundamental manter a disciplina e não nos desviar do rigor que a nossa metodologia impõe.

Sabemos que estamos somente no começo, muitas novas estratégias serão desenvolvidas, outras descartadas e outras, ainda, aprimoradas ao longo do caminho.

Esta é para nós a beleza da nossa filosofia de investimentos, e queremos agradecer a você, investidor e parceiro, que confiou no nosso trabalho, e decidiu nos acompanhar nesta jornada.

