



Carta Mensal

Outubro 2023

Prezados investidores,

Em outubro, o fundo apresentou resultado negativo. No mês a rentabilidade foi de -17.30%. Em 2023, acumulamos uma rentabilidade de -28.56%, enquanto nos últimos 12 meses -27.78%. Contribuíram positivamente para o resultado do mês as posições vendidas em Ibovespa, em S&P e em dólar. A posição comprada em ações, aplicadas em juros pré-fixado e tomada na inclinação da estrutura a termo da curva de renda fixa local foram os detratores.

O mercado internacional, especialmente o americano, apresentou grande volatilidade no mês. Na bolsa americana, vimos um movimento de rápida deterioração que levou o S&P a tocar níveis que não eram vistos desde maio desse ano. O Vix, índice que mede a volatilidade das opções de S&P quase que disparou ao longo do mês, saindo de menos de 15% para mais de 23%. No mercado de *treasuries*, por exemplo, o deslocamento foi o mais intenso registrado desde 2006. A posição especulativa vendida foi praticamente revertida num espaço de menos de uma semana. As *treasuries* de 30 anos chegaram a ter uma queda nas suas taxas de quase 50 *basis points* desde sua máxima a 5.14%. Obviamente, isso foi acompanhado numa recuperação dos ativos de renda variável de suas mínimas. No entanto, ainda assim tanto S&P como Ibovespa terminaram o mês caindo 2,20% e 2,94%, respectivamente.

O movimento que vimos nas *treasuries* assustou muito o mercado pela estranha natureza técnica e falta de correlação com o comportamento de outras classes de ativos. Não vamos tentar explicar aqui o porquê desse movimento, mas vamos focar no efeito. Chegamos a ver mudanças de correlação com a renda variável, com as commodities e com as moedas. Isso torna o risco do ativo muito maior porque o único *hedge* torna-se vender o próprio ativo. Ao mesmo tempo, causa a elevação do prêmio de risco no mercado como um todo, e conseqüentemente, da volatilidade histórica. A conseqüente alta dos prêmios de risco de forma global pegou em cheio principalmente os trades mais consensuais e com fundamentos fortes mas com posições técnicas frágeis como, por exemplo, a posição comprada em peso mexicano e a posição aplicada em juros local no Brasil.

De uma hora para outra, um movimento generalizado de *stop loss*, de liquidação compulsória de posição (em alguns casos) foi iniciado. Um mercado que já vinha fragilizado de um ano muito ruim de performance e incomparável em termos de

fluxos negativos acabou sendo forçado a endossar esses novos níveis de prêmio, mesmo sabendo o quanto de dinheiro estava sendo largado na mesa.

Já no mercado local, fomos arrastados pelos ventos que vieram do exterior. Num mês em que havia muita expectativa de votações ou de andamento de agenda estruturantes em Brasília, foi marcado por um braço de ferro entre Lira e Lula que basicamente esvaziou a agenda do planalto. A maioria dos dados econômicos vieram, ou dentro das expectativas ou um pouco mais fracos. Mas essa calma no campo macro não impediu que a curva de juros local entrasse em *stop loss*, fazendo com que a curva de juros chegasse a precificar um patamar de juros para final de ciclo acima de 11,25%, algo totalmente fora das expectativas, sinal de um mercado pouco funcional. Esse tipo de movimento é um pouco incomum no mercado de pré, ocorrendo uma vez a cada 3-5 anos, mas nos últimos 12 meses, é a terceira vez que vemos o mercado precificar algo que nenhum participante do mercado tem como cenário. As outras duas vezes foram altas precificadas na curva, logo após o resultado da eleição e depois, quando o Ex-Ministro Henrique Meirelles negou que teria sido sondado ou que iria para o Ministério da Economia (“boa sorte!”). Em ambas as ocasiões, a curva chegou a tais níveis por liquidações de posições e com o passar do tempo, voltou a precificar o cenário real que as pessoas esperavam para a trajetória de juros. Não obstante, vale frisar que os movimentos extremos vistos nos mercados globais e locais tem ocorrido com muito mais frequência nos últimos 24 meses do que nos últimos 15 anos anteriores.

No campo fiscal, vimos algumas surpresas negativas, ficando claro ao chegar próximo ao final do mês que a meta para 2024 não seria cumprida. Esse sempre foi nosso cenário principal, mas fomos surpreendidos com a fala de Lula desautorizando Haddad e anunciando o desejo de não cumprimento da meta. Imaginamos que isso ficaria mais para o final do ano quando todas as outras possíveis avenidas tivessem sido esgotadas, mas no final, fazia parte da nossa expectativa. Esse movimento veio justamente num dia que o mercado melhorava e pegou os participantes quase que em um contrapé, o que mais uma vez exagerou os efeitos do movimento, trazendo uma nova rodada de *stop* e zeragens de portfólio. De forma quase que contrária ao que seria esperado, mesmo com a deterioração das expectativas com relação ao fiscal, os juros mais longos sofreram menos que os mais curtos, sendo que o Di Janeiro 29 caiu 11,4 *basis points* no mês contra o Di July 2025, algo que não faz muito sentido, ainda mais quando na média a inclinação equivalente no resto do mundo subiu quase 30 *basis points* no período.

Depois do fato apareceram explicações. Foram diversas, e algumas baseadas em possíveis mudanças no fundamento. O juro americano mais alto não permitiria o corte de juros, e se o Banco Central não mudasse sua postura para algo mais conservador, a consequência seria uma alta do dólar que iniciaria um movimento retroalimentado de alta de preços. Outra narrativa interessante é que a deterioração fiscal deveria fazer com que o COPOM cortasse menos os juros. Essa argumentação faz sentido caso a piora do arcabouço se manifeste pelos canais que o BC sempre aponta como termômetros, a ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo que são monitoradas pelo Relatório Focus e pelos preços de mercado. Em outras palavras, para aquilo que o Banco Central teme ocorra, a curva longa de juros tem que começar a desancorar as inflações implícitas de maior prazo o que depois bateria na parte mais curta da curva e no atual movimento de queda nos juros. No caso das duas narrativas, o contrário tem acontecido. O Real tem sido uma das moedas de melhor desempenho global e a nossa curva longa também tem se comportado melhor que seus *peers* emergentes e desenvolvidos. Ou seja, não existem sinais de que nenhum desses dois fenômenos esteja ocorrendo, justamente, o contrário. Naquilo que o mercado controla, como a curva de juros e o câmbio, se as coisas continuarem indo na direção atual, passa a se criar mais espaço para corte de juros.

Entrando nas posições, no mercado de pré, nossa posição tomada na inclinação performou mal ao longo do mês e a diferença entre o Di Janeiro 2029 e do DI Julho 2025, que bateu a máxima de 87 pontos em setembro e que iniciou o mês a cerca de 64 pontos, fechou em 55 pontos. Isso causou uma contribuição negativa de 3,10%. Acreditamos que essa posição ainda tenha muito espaço para performar, mas devemos manter seu tamanho constante ao longo do mês. Não apenas o cenário fiscal se deteriorou, o que deveria ter impacto direto nos preços, como o atual patamar se encontra bem abaixo dos nossos padrões históricos. Essa é uma posição de mais longo prazo e acreditamos que o cenário onde ela começa a performar melhor se inicia por um patamar de juros mais baixos, o que vai ocorrer na nossa opinião. Nesse sentido, o grande detrator da nossa performance foi nossa posição aplicada principalmente no DI Julho 2025, que mantivemos inalterada ao longo do mês. Dado o tamanho da posição, e considerando a alta de 40 bps no ativo, o resultado negativo da posição foi de 15,88%.

Hoje nossa posição aplicada se beneficia caso o mercado venha a acreditar ao longo do tempo que o Banco Central irá cortar mais os juros do que a curva precifica hoje em dia, uma taxa final em torno de 10,50% com algum prêmio de risco altista na

curva depois que os juros pararem de cair. Acreditamos que não apenas os juros serão mais baixos, como esse prêmio de risco de alta não faz sentido, ainda mais quando levamos em conta que estamos indo aos poucos para um novo Banco Central, formado por pessoas que tem todo o incentivo para serem mais *dovish*, ou seja, a serem mais agressivas nos cortes de juros, dado que as indicações para a diretoria do Banco Central e COPOM esta vindo do poder executivo, que tem uma clara ideia de política monetária como foi expressamente comentado e visto em governos anteriores. Isso é normal, vimos acontecer nos últimos 20 anos nos Estados Unidos quando o presidente do FED sempre foi o diretor mais *dovish* dos governadores regionais, passando por Bem Bernanke, Janet Yellen e Jeremy Powell. A diferença é que lá a indicação veio da própria autarquia, mas no final, mesmo assim, estavam alinhados com os objetivos mais monetariamente expansionistas que marcaram não apenas a política monetária como a fiscal americana nas últimas décadas.

Aumentamos nossa carteira de ações ao longo do mês, incluindo nomes novos como Renner, Vivara, Cosan e Arezzo, empresas que já tivemos anteriormente e que gostamos, mas que estávamos esperando um certo patamar de preço para adicionar ao portfólio. No entanto, as posições principais continuam as mesmas, Vale, Suzano, Gerdau e Porto. Perto do final do mês, encerramos nossas posições vendidas em META e NVIDIA. O resultado da posição de ações como um todo foi negativa em -1,74%.

Variamos o tamanho de nossa posição vendida em índice ao longo do mês, reduzindo-a substancialmente próximo dos 112 mil pontos do Ibovespa, para depois voltar a aumentar de novo conforme o mercado melhorou. Hoje o tamanho dela é quase equivalente ao tamanho da posição de ações. O resultado da posição vendida no índice futuro foi de 1,46%.

No mercado de câmbio, rolamos nossa put spread 5,00 com 4,80 para o próximo mês. Encerramos nossa posição vendida em dólar-yen e ao longo do mês ficamos taticamente vendidos no dólar acima de 5,00 e zerando nesse patamar para aproveitar a posição em opções. O resultado da carteira de moedas foi positivo em 1,05%. Para o mês, nossa ideia é reduzir metade da posição vendida em opções próxima a 4,90 e deixar o resto sem ser alterado.

E por fim, nossa posição vendida em S&P trouxe uma contribuição positiva de 0,88% para o fundo. Nós reduzimos essa posição conforme o mercado foi se deteriorando e entramos no mês de novembro com uma posição reduzida.

O mês foi muito difícil para o fundo porque vimos o que acreditamos ser um movimento irracional causado por um raro movimento global de pânico no mercado de *treasuries*. Com o tempo, os fundamentos falam mais alto e esses tem ido na direção das nossas principais posições. Acreditamos que seja nosso papel buscar as melhores oportunidades e quanto melhor, maior deve ser a posição. Isso parece óbvio, mas não é o que a maior parte da indústria está fazendo. Diversos fundos e gestoras tem zerados suas posições acreditando que o ano acabou e que agora o que importa é o ano que vem. Acham que esse ano não tem espaço para os ativos performarem e acreditam ser a decisão mais racional zerar o risco para que seus fundos possam sobreviver até janeiro, quando haveria uma janela de oportunidade para investir, quem sabe, com os fluxos de saída da indústria se revertendo a ajudando. Eu acredito que essa visão é duplamente equivocada. Primeiro, como prestador de serviços, ela é completamente egoísta, uma vez que é motivada pela sobrevivência do negócio e não porque é melhor para o cliente, um tema que eu vejo se repetindo a décadas no mercado financeiro. O compromisso do gestor é buscar o melhor investimento para os seus clientes, seja o timing conveniente ou seja o momento difícil, tudo que não toma como norte essa única lógica fere o acordo silencioso entre cliente e gestora. E outro erro é achar que o mercado vai esperar até janeiro para andar. Se existe uma lição que podemos tirar esse ano é o que os preços vão normalmente na direção oposta daquilo que o mercado espera. Seja na melhora de abril, na piora pós corte nos juros, na piora e melhora recentes. Nós estamos ouvindo diversos gestores dizendo que existem excelentes oportunidades, mas que estão nesse momento fora do mercado esperando a coisa clarear mais para poderem investir. O dia que isso acontecer, esses prêmios não existirão mais, e por conta dessa grande redução de risco a posição técnica melhorou substancialmente. Essa mesma, que foi a causa de toda a deterioração no preço dos ativos parece ter melhorado substancialmente porque as pessoas ficaram tão traumatizadas com as perdas recentes que optaram agir de forma irracional e desistir por algum tempo.

Por todos esses motivos temos grande confiança nas nossas posições, no timing e nas nossas perspectivas.

Acompanharemos de perto o desenvolvimento e possíveis oportunidades em outros mercados.

Agradecemos a confiança.

Equipe Capablanca.

