



S K O P O S  
**CAPABLANCA**

Carta Mensal

Janeiro 2024

## Prezados investidores,

Em janeiro, o fundo apresentou resultado positivo de +6.37%. Contribuíram positivamente para o resultado do mês as posições tomadas na inclinação de juros pré-fixados, vendida no índice Ibovespa e taticamente comprada e vendida em dólar contra real. A carteira de ações e a posição comprada em opções de vendas de longa duração em índice S&P 500 foram as detratoras.

O mercado internacional teve um desempenho bem diferente a depender da geografia. No caso dos Estados Unidos, entramos no ano com uma breve queda do S&P, que logo foi revertida, mesmo depois de dados mais fortes de inflação e atividade, resultando em uma sequência de máximas históricas. Isso ocorreu apesar de parte das quedas esperadas pelo mercado na curva curta de juros americano ter se dissipado, algo normalmente ruim para o desempenho de ações.

Na mesma direção foi o tom do mês inteiro de presidentes regionais do FED, que indicaram que a taxa básica americana deveria demorar mais para cair do que o precificado pelos mercados. No final, mais uma vez, a alta foi concentrada em torno do tema inovador de inteligência artificial, que beneficia diretamente as grandes empresas de tecnologia e que já tiveram papel importante na alta da bolsa americana no ano passado. Europa e Japão foram a reboque, sem apresentarem notícias ou dados muito destoantes do esperado e, também, apresentaram máximas de 20 anos no caso do *Euro Stoxx* e de mais de 30 anos no caso do índice Nikkei.

No mercado de renda fixa, o dólar apreciou, em geral, cerca de 5% contra a maioria das moedas de países desenvolvidos, mas apesar desse deslocamento relevante, o movimento não parece ter causado aversão a risco nas moedas dos países de emergentes, como Brasil e México, onde ficaram basicamente estáveis.

Nos juros, houve uma elevação de cerca de 25 bps nas curvas de países desenvolvidos, lembrando, mas que também não foi suficiente conter as altas das bolsas. Além desse movimento de nível, a maioria das curvas de juros inclinaram positivamente em cerca de 30 pontos quando observados os juros de 2 anos contra o de 30 anos, por exemplo. Fenômeno parecido ocorreu também na Europa, Japão e até no Brasil.

Apesar de termos tido reuniões dos principais bancos centrais mundiais, como americano, europeu e japonês, as decisões e discursos, em geral, vieram dentro do

esperado. A única exceção foi a reunião do FOMC no último dia do mês, que teve seu comunicado bastante alterado, além de, em nossa opinião, uma entrevista com tom mais *hawkish* por parte de Powell, dando a entender que os cortes devem demorar um pouco mais do que o mercado estava projetando. Isso teve um impacto especialmente relevante nas expectativas de queda de juro de curto prazo, que migraram o corte da reunião de março para a maio, uma vez que a comunicação foi quase que contrária ao apontado no final do ano passado.

O mercado chinês destoou completamente do resto do mundo. Janeiro foi marcado pela elevação das preocupações e dúvidas com relação ao futuro da economia chinesa, o que fez que as ações de suas empresas fossem na direção oposta do mundo, antigindo os níveis mais baixos em 5 anos e quase 50% abaixo dos níveis máximos vistos em 2021. Isso chama a atenção de forma especial nesse ambiente onde diversas bolsas fazem suas máximas históricas. O fraco desempenho da China fez com que o governo tomasse atitudes para tentar acelerar a economia, divulgando uma série de medidas que pareciam não fazer efeito nos mercados, até o anúncio do corte de compulsório que foi suficiente para causar um *rebound* nos preços e estancar a queda continua vista até então. Essa preocupação com a principal economia do mundo teve impacto relevante em países que são seus importantes parceiros comerciais, como o Brasil.

O efeito nas commodities foi até que reduzido, mas como as pessoas veem nosso país parcialmente como um *play* de China, nosso desempenho deixou muito a desejar, com nossa bolsa caindo 4.79% no mês, de forma abrangente, destruída pela maioria dos setores, incluindo *small caps* e *materials*.

Direcionando nossa atenção para o Brasil, passamos por um mês marcado por várias decepções em relação às expectativas que existiam no início do ano. Sem entrar em detalhes, o anúncio da nova política industrial causou ruídos desnecessários, mais uma vez, algo que deve ser esperado que volte a ocorrer no futuro. Além disso, preocupações com relação ao fiscal permearam o tom das notícias do mês, com algumas vozes importantes demonstrando uma preocupação mais urgente com o tema.

Além disso, o mercado que vinha de um fluxo recorde de investimentos de estrangeiros e que esperava continuidade em 2024 viu uma mudança de rumo de 180 graus, fechando o mês com uma saída de R\$7,9 bilhões.

Por fim, tivemos decisão do COPOM que, sem surpresas, seguiu o ritmo de queda de 50bps e reiterou a sequência de cortes da mesma magnitude nas próximas reuniões.

Entrando nas posições, no mercado de pré, nossa posição consolidada gerou uma contribuição positiva de 4.48%. Nossa posição tomada na inclinação contribuiu positivamente devido à elevação de 36 para 52 pontos base de diferencial do vencimento em torno de julho de 2025 para o vencimento de janeiro de 2029 observados no mês. Acreditamos que essa posição ainda tenha muito espaço para performar, visto seu patamar historicamente baixo e dado o movimento dos *peers* internacionais, além do movimento de deterioração fiscal, tendo em vista as discussões em Brasília. Se o mercado, com o tempo, começar a considerar a hipótese que a composição da futura diretoria do Banco Central pode vir a ser mais *dovish* que a atual, também poderíamos esperar um impacto bastante positivo.

Logo no início do mês zeramos nossa carteira de ações, dada sua exposição a China, uma vez que era majoritariamente composta por exportadoras, em um momento em que o mercado se encontrava num tom otimista. Além disso, mantivemos a posição vendida em Petrobras. O resultado da carteira de ações no mês foi de -1.22%.

Já nossa posição comprada em *puts* e vendida em índice Bovespa futuro teve contribuição positiva de +2.26%. Seguimos acreditando que, apesar de parte da bolsa brasileira permanecer razoavelmente atrativa quando comparada às bolsas internacionais, grande parte do movimento positivo dos últimos meses tinha sido causado por fluxo estrangeiro, que neste mês teve saída relevante. Ainda não esperamos um aumento significativo no interesse local por essa classe de ativos, pelo menos até o final do primeiro trimestre deste ano. Logo, por um lado, existe espaço para melhoras, mas, por outro, não existem ainda as condições clássicas para um movimento mais longo e amplo.

No mercado de câmbio, realizamos trades táticos ao longo do mês, tanto na ponta comprada quanto na ponta vendida. Estes trades tiveram contribuição positiva de +1.98% para o patrimônio do fundo. Continuamos acreditando que o dólar também tenha espaço para cair, dado a melhora nos termos de troca, balança e fluxo financeiro, mas o nível e nossa visão de que os juros podem cair mais que o mercado precifica podem fazer pressão no sentido contrário. Acreditamos que seja uma boa estratégia esperar momentos de exageros de curto prazo para entrar com posições contrárias, mas temos mais apetite a venda de dólar nos momentos de *stress*.

Por fim, nossa posição comprada em *puts* e vendida em S&P futuro contribuiu negativamente em -1.02%. Acreditamos que o mercado tem exagerado em sua expectativa quanto ao ciclo de corte de juros do FED, levando os ativos americanos a precificarem perfeitamente um cenário de *soft landing* e corte de juros antecipado, o que entendemos ser demasiadamente otimista. Diferente do mercado local, nos parece que o otimismo com os ativos americanos os levou a serem precificados para um cenário de perfeição. Dessa forma, acreditamos que o movimento de retirada de prêmio dos ativos americanos deve esvaziar, e esperamos capturar este movimento com nossa posição.

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.

