



Carta Mensal

Fevereiro 2024

Prezados investidores,

Em fevereiro, o fundo apresentou resultado positivo de +0.47%. 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 detractoras. Nesse sentido, coincidentemente, o resultado veio das mesmas fontes que no mês de janeiro.

O mercado internacional teve um desempenho excelente nas bolsas, 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. Nesse sentido, fevereiro, também foi bastante parecido com janeiro. Com a ajuda de resultados melhores que o esperado das empresas de tecnologia, em especial as focadas em inteligência artificial, essa classe de ativos voltou a ser o principal motor das bolsas mundiais.

No mercado de renda fixa, o dólar não apresentou grandes movimentos contra a maioria das moedas de países desenvolvidos e emergentes, como Brasil e México, onde ficaram basicamente estáveis. O destaque foi o desempenho fraco do Yen, que voltou a operar acima da cotação de 150. Aproveitamos essa retração de quase 2.60% para abrirmos uma posição vendida no dólar- yen, depois de esperar pacientemente que o par atingisse esse nível de preço. Acreditamos que qualquer alteração na política monetária japonesa poderia ter grande efeito na moeda, e já vemos sinais econômicos que justificariam essa mudança. Diferente do movimento visto no final de 2023, dessa vez o mercado não está sendo empurrado por boatos e isso ocorre depois de uma alta generalizada das taxas de juros no mundo desenvolvido, o que faz com que uma reversão à media nos juros ou mesmo a estabilidade desse movimento tenha o potencial de mudar essa dinâmica de depreciação que fez com que o Yen

perdesse quase 10% de valor esse ano, enquanto a maioria das moedas estão estáveis e muitas delas experimentando patamares históricos de baixa em suas volatilidades.

Nos juros, houve uma elevação de cerca de 35 bps nas curvas de países desenvolvidos, mas que também, lembrando, não foi suficiente conter as altas das bolsas. Além desse movimento de nível, a maioria das curvas de juros inclinaram positivamente em cerca de mais 10 bps na maioria dos vértices longos e na maior dos países. O mesmo fenômeno foi visto em mercados desenvolvidos, emergentes e no Brasil. A performance pobre dos mercados de juros soberanos chama mais a atenção quando vemos recordes nas bolsas e moedas comportadas. Uma vez que teremos emissões recordes de dívida, patamares recordes de custo financeiro para os países por causa do patamar do juros e do endividamento, cria-se a hipótese que esse ativo possa ser um dos mais pressionados em 2024.

Por causa de dados mais fortes que o esperado nos Estados Unidos, principalmente no mercado de emprego e em alguns setores da economia, bem como uma inflação mais resiliente e sem apresentar a tão esperada queda advinda do setor de aluguéis na economia americana, ao longo do mês o início do processo de queda de juros esperado pelo mercado se deslocou de maio para junho. Esse movimento não surtiu nenhum impacto mais importante em outros mercados, algo que voltou a nos surpreender.

Repetindo um pouco o mês passado, o fraco desempenho da China fez com que o governo tomasse novas atitudes para tentar acelerar a economia, incluindo a redução do compulsório, liberando cerca de 1,2 trilhão de yuans em liquidez no sistema bancário, aumento do teto do gasto fiscal, medidas de suportes à pequenas e médias empresas, dentre outras. Por isso, a performance da renda variável chinesa melhorou, com alguns índices como Hang Seng subindo quase 7% no mês, depois de termos visto níveis mínimos em janeiro. No entanto, vale comentar que esse efeito não foi transmitido diretamente para o Ibovespa, que subiu apenas cerca de 1% em fevereiro.

Nossa bolsa continuou performando mal, sendo puxada para baixo principalmente por grandes empresas como Vale e Bradesco. A exceção era a Petrobrás que teve um mês positivo até as declarações do presidente da empresa Jean Paul Prates dando a entender que a distribuição de dividendos extraordinários deveria ser vista de maneira mais cautelosa, impactando negativamente o preço das ações, dado que boa parte do mercado vinha nutrindo esperanças de tal distribuição. Isso fez com que o papel zerasse seu desempenho no mês, chegando a perder mais de 6% no dia das

declarações num dado momento. O fluxo de saída de estrangeiro continuou em fevereiro, mas num ritmo menor que janeiro.

No campo político, apesar de algumas notícias que chamaram a atenção das pessoas, como a manifestação em São Paulo a favor de Bolsonaro, e novos ataques a Lava Jato, podemos dizer que foi um mês tranquilo com relação a impactos diretos no mercado. Mais ao final do mês, começou uma discussão se seria apropriado retirar o forward guidance na reunião desse mês do Copom, o que foi visto como *hawkish* e acabou tendo algum impacto na curva de juros.

Entrando nas posições, no mercado de pré, nossa posição consolidada gerou uma contribuição positiva de +3.20%. Nossa posição tomada na inclinação contribuiu positivamente devido à elevação de 52 para 59 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. A inclinação chegou a operar a 67 pontos, mas caiu um pouco no final do mês com a discussão de retirada do *forward guidance* para as próximas reuniões do COPOM sendo isso interpretado pelas pessoas como algo *hawkish*, apesar de não ser na nossa opinião. Além disso, esse tipo de movimento de inclinação está ocorrendo na maioria dos países do mundo, o que torna a posição ainda mais interessante. A taxa Selic de final de ciclo na curva de juros futuros hoje se encontra em cerca de 9,5%, patamar que consideramos bastante alto e muito acima do que ouvimos em reuniões fechadas com outros *peers* de mercado. A postura pública das pessoas em geral tem sido mais *hawkish* do que a privada, algo que sempre ocorre.

Trocamos nossa posição vendida em Petrobras por opções de venda no dinheiro para o mesmo ativo, de forma a minimizar as perdas caso o papel continuasse subindo. No final, com o movimento de queda no final do mês, essa posição trouxe um leve impacto positivo. Adicionamos à carteira uma posição comprada em Vale, por acreditar que existe um pessimismo exagerado em relação a economia chinesa, bem como a venda de Vale, que parece ter se tornado uma posição um tanto

consensual, com uma posição técnica frágil para o vendedor. Esse par de ações, que não é um trade *long & short* e sim duas posições diferentes trouxe uma contribuição negativa de -1.29%.

No mês fizemos algumas operações compradas e vendidas em índice Bovespa de curto prazo, sempre que víamos o mercado local se distanciando muito do externo. Terminamos o mês como começamos, sem posicionamento, e o resultado das operações foi positivo em +0.16%.

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 +0.73% 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 -2.26%. 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.

