



S K O P O S
CAPABLANCA

Carta Mensal

Março 2024

Prezados investidores,

Em março, o fundo apresentou resultado positivo de +7.28%. Contribuíram positivamente para o resultado do mês as posições tomadas na inclinação de juros pré-fixados, vendidas em ações da Petrobras e em índice Bovespa futuro. Os detratores foram as posições em câmbio e vendida em S&P.

O mercado internacional continuou a ter desempenho excelente nas bolsas, resultando em uma sequência de máximas históricas, como no mês anterior. 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, como no mês anterior. Uma das surpresas desse trimestre foi justamente isso, existia ao final do ano passado uma crença de que se o FED não cortasse os juros no ritmo que estava precificado na curva curta de fed funds, a bolsa iria sofrer, mas vimos isso ocorrer neste primeiro trimestre sem que a bolsa sentisse. No entanto, alguns sinais parecem indicar uma certa exuberância no sentido técnico, como por exemplo a maior posição da história de contratos em aberto de futuro de S&P, a maior posição comprada de fundos mútuos e CTAs e uma volatilidade implícita que chegou próxima a 12%.

Esse mês tivemos a decisão do FOMC e observamos uma mudança de tom no discurso do presidente, Jerome Powell, sendo mais *dovish* do que o esperado. Na sua comunicação em dezembro, o presidente do FED dizia que qualquer surpresa inflacionária poderia trazer de volta uma discussão de alta de juros, algo que acreditamos ser mais discurso do que convicção. Já no discurso pós reunião deste mês, quando de fato dados de inflação e emprego vieram consistentemente mais fortes, o líder do FOMC praticamente ignorou esse movimento, não apenas no comunicado da decisão do colegiado, como na entrevista pós decisão.

Na direção oposta 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. Note que pela primeira vez desde o final de 2022, o presidente do FED fez menção ao que estava precificado na curva de juros, algo no mínimo incomum.

Isso fez com que a curva de juros americana imediatamente inclinasse positivamente, com a diferença entre a treasuries de 30 anos e 2 anos subindo quase 11 basis points na logo após a decisão. Isso vai de acordo com nossas expectativas para o ano: uma postura mais *dovish* em ano eleitoral nos Estados Unidos, questionamentos quanto à trajetória fiscal e uma pressão na curva de juros por uma

quantidade recorde de emissão de títulos públicos, com uma demanda, principalmente por parte de outros bancos centrais, mais imprevisível, podendo pressionar os prêmios de risco, o que pode ser um problema mais para frente no ano.

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, mesmo com a primeira mudança de política monetária em 17 anos. Depois de termos encerrado nossa posição, voltamos a abrir posição comprada em yen contra dólar, quando consideramos um preço mais alto e com um fundamento importante, que finalmente mudou. Nesse sentido, achamos que caso a moeda continue a se depreciar, existe uma possibilidade considerável de uma intervenção pelo por parte do Banco Central Japônes.

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 corte de juros e medidas de suportes à pequenas e médias empresas, dentre outras. Apesar de não termos visto um movimento ainda consistente de alta, as bolsas chinesas parecem ter se estabilizado, não mais causando uma pressão negativa na região e aqui no Brasil.

Nossa bolsa continuou performando mal, mas dessa vez os principais drivers foram notícias locais, diferente de Janeiro e Fevereiro. Uma deterioração da percepção fiscal, o intervencionismo do poder público nas empresas privadas, o não pagamento de dividendos extraordinários pela Petrobras, e uma certa instabilidade nos quadros de comando de algumas empresas trouxe uma sensação de insegurança que não víamos a algum tempo internamente. Quando adicionamos que o fluxo de saída de estrangeiro e de saques da indústria de fundos continuou a ser negativo em março, temos um quadro bem diferente do esperado no final do 2023.

Quanto ao COPOM, ele foi na direção do que imaginávamos alterando o forward guidance de duas reuniões para uma, o que poderia ter sido visto como um sinal de menos cortes pelo mercado. Na verdade, esse movimento existiu, mas antes da reunião. O mercado subiu sua taxa terminal para algo como 9.75%, o que consideramos um teto, e não um piso. Ao longo do mês, pelos mesmos motivos que atrapalharam a bolsa, a curva longa de pré foi se deteriorando, fazendo com que chegássemos aos níveis mais altos do ano de inclinação, nossa maior posição.

Entrando nas posições, no mercado de pré, nossa posição consolidada gerou uma contribuição positiva de +5.84%. Nossa posição tomada na inclinação contribuiu positivamente devido à elevação de 59 para 82 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. 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 postura pública das pessoas em geral tem sido mais *hawkish* do que a privada, algo que sempre ocorre. Ao longo do mês, continuamos a deslocar parte da posição tomada do Di Janeiro 29 para o DI Janeiro 31.

No final do mês passado montamos uma grande posição vendida em Petrobrás via opções de venda no dinheiro. O principal motivo foi o discurso do presidente da estatal, dizendo que poderia mudar a política de distribuição de dividendos e que era sabido que isso não iria agradar aos acionistas. Depois disso, o sell side em geral ignorou o fato e em alguns casos até subiu o *target* de preço para a ação ou aumentou a expectativa de dividendos a serem pagos. Acreditávamos que a distribuição de dividendos seria quase metade do que o mercado precificava e depois dessa reação acreditamos termos encontrado uma oportunidade rara: se posicionar vendido em um ativo num preço alto, com um *insight* crível do que viria, com o mercado em geral negando aquilo que saiu além de um custo muito baixo em termos de volatilidade. Por isso, montamos uma posição em opções que nos deixou 60% vendidos na véspera do número. Como resultado, a Petrobras decidiu não distribuir dividendos extraordinários e sua ação caiu 9% no dia seguinte, quando encerramos a posição.

Ao longo do mês compramos Vale, Gerdau e Klabin. No final do mês, voltamos a vender Petrobras, mas num volume bem reduzido, por nível de preço e por entendermos que o risco de intervenção estatal aumentou. O resultado das posições em ações gerou uma contribuição de +4.37%.

No mês fizemos algumas operações de curto prazo compradas e vendidas em índice Bovespa, além de uma pequena posição comprada em opção de venda de Ibovespa. O resultado dessa estratégia rendeu +0.28%.

No mercado de câmbio, realizamos trades táticos ao longo do mês, tanto na ponta comprada quanto na ponta vendida. Compramos uma opção de compra de dólar quando vimos a volatilidade implícita bater o nível mais baixo em 5 anos. Em geral, o mercado ficou parado ao longo do mês. Além disso, montamos uma posição vendida em dólar-yen num tamanho relevante que também sofreu um pouco ao longo do mês. O resultado dessas posições foi -2.04%.

Por fim, nossa posição comprada em *puts* e vendida em S&P futuro contribuiu negativamente em -1.62%. Acreditamos que o FED está sendo *dovish* e ignorando o que não necessariamente é apenas um *blip* inflacionário. Existe um risco de que o mercado e o FED comemoraram muito cedo a vitória contra a inflação. Esse cenário, onde os dados de inflação do segundo semestre do ano passado foram a exceção e não os do começo deste ano, nos parece ser um cenário de cauda, e não é nosso cenário base. Apesar disso, acreditamos que deveria existir por isso algum prêmio de risco nos ativos, que não conseguimos enxergar atualmente. Logo, vemos alguma assimetria para baixo. Hoje estamos posicionados via futuros e com uma posição comprada em opções de venda de S&P.

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 Skopos

Atribuição de Performance

