# Carta K10 – Julho 2019

*Terminamos julho construtivos com ativos de risco. Seguimos com posições compradas em algumas moedas de países exportadores de commodities e em renda variável global. Fechamos as alocações compradas em metais preciosos.*

## Posições

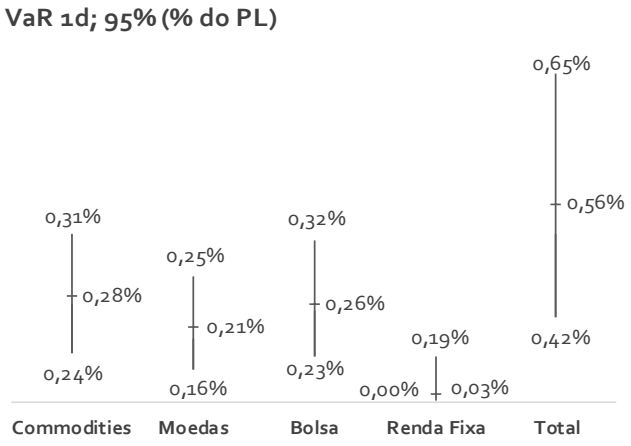
**Moedas**: reduzimos nossas alocações na coroa norueguesa contra o euro, no rublo russo contra o rand sul-africano e no real contra o dólar americano. Mantivemos nossa posição vendida em libra esterlina e nossa posição comprada em iene, ambos contra o dólar.

**Commodities**: zeramos nossa posição comprada em metais preciosos. Mantivemos as posições compradas em petróleo e diesel e as de valor relativo entre milho da bolsa de Chicago e da BM&F e de cobre contra níquel.

**Bolsa**: mantivemos nossa alocação comprada em ações no Brasil e no Japão.

**Juros:** não temos alocações no mercado de juros.

## Alocação por Fator de Risco*




*Mínimo, Médio e Máximo ao longo do mês (fonte: Kapitalo Investimentos)

## Atribuição de Performance

| Estratégias | jul/19 | 2019 | 12M | Desde o início |
|---|---|---|---|---|
| Juros | -0,08% | 1,57% | 4,68% | 4,18% |
| Moedas | -0,22% | 1,08% | -1,47% | -2,43% |
| Bolsa | -0,06% | 1,85% | 0,79% | 1,71% |
| Commodities | 0,18% | 4,52% | 6,62% | 3,10% |
| Caixa e Custos | -0,26% | -2,37% | -3,44% | -3,56% |
| **CDI** | **0,57%** | **3,66%** | **6,35%** | **7,74%** |
| **Performance do Fundo** | **0,12%** | **10,51%** | **13,78%** | **10,70%** |
| **% CDI** | **21,45%** | **287,30%** | **217,12%** | **138,21%** |

Fonte: Kapitalo Investimentos

kapitalo

investimentos

Caro Investidor,

Esta é a primeira carta do time de gestão do fundo K10. Vamos aproveitar esse espaço para dividir nossas discussões e visões, inclusive apresentando alguns casos de investimento. Ela foi dividida em duas partes, que podem ser lidas separadamente. Na primeira, descrevemos de forma simples o estilo de investimento conhecido como trend-following e como ele é executado no K10. Em seguida, apresentamos a análise econômica que fundamentou nossa alocação comprada na coroa norueguesa contra o euro.

## *Trend Following: "Cut short your losses… let your profits run on"*[1]

David Ricardo (1772-1823), famoso economista clássico, usou a frase acima para resumir uma de suas regras de ouro para investimentos – seguir tendências de mercado. Jesse Livermore (talvez o mais famoso operador de mercado do inicio do século passado), depois de uma longa carreira, concluiu que "*big money was not in the individual fluctuations but in… sizing up the entire market and its trend*"[1]. Os grandes operadores de mercado da década de 80 e 90, como Tudor Jones, Soros, Drunckemuller e Kovner, tiveram retornos expressivos utilizando esse estilo de investimento conhecido como *trend following* (TF) ou *macro momentum*.

E do que se trata esse estilo de investimento? De forma simples: montar posições compradas ou vendidas em mercados que estão subindo ou caindo e apostar que estas condições continuarão. A grosso modo existem duas formas de *trend following*: a primeira, conhecida como *time-series momentum*, é puramente estatística e quantitativa. Vários estudos testaram e confirmaram que tendência é uma característica disseminada nos mercados financeiros e de commodities há várias décadas[2]. Mas por que tais tendências ocorrem? Não há resposta completa, mas uma boa massa de pesquisa sugere que vieses comportamentais (comportamento de manada, ancoragem, etc) e a presença de participantes não focados em resultado, como Bancos Centrais ou programas de *hedge* de empresários, ajudam a explicar o fenômeno.

A outra forma de atuação, que faz parte do estilo de investimento do Fundo K10, é discricionária e baseada em pesquisa econômica fundamental. Por meio dela busca-se identificar situações onde exista um potencial para que o preço mude de forma relevante. E, se de fato isso acontecer, deverá ser um movimento de preço que ocorra ao longo do tempo e não apenas um movimento discreto, resultado de em um evento específico. Mais abaixo descrevemos o caso da Coroa Norueguesa, que acreditamos exemplificar essa nossa linha de análise.

**Foco na Implementação:** apesar de nossas posições estarem baseadas em análises econômicas, acreditamos que a implementação seja a parte mais importante do processo de investimento. Nossa geração de idéias é vasta. No entanto, nem todas as potenciais oportunidades que identificamos se confirmam em tendências de preços. Fatores relevantes não-previstos e/ou aleatórios se materializam de forma mais frequente do que gostamos de acreditar. Por isso, entendemos que a melhor forma de mitigar riscos seja buscar oportunidades com assimetria positiva de resultados. Para cada tese de investimento, temos um roteiro que busca otimizar a relação de retorno-risco do fundo: (i) traçamos um plano detalhado de execução, com tamanho de posição, escolha do instrumento mais apropriado para cada caso e definição do orçamento de perda máxima; e (ii) fazemos uma gestão ativa das alocações, ou seja, ajustes dinâmicos que buscam mitigar riscos conhecidos ou maximizar ganhos em situações favoráveis.

---

[1] As regras de investimento de Ricardo são discutidas por Grant (1838) e as cotações atribuídas a Livermore estão em Lefevre (1923).
[2] *Time* Series M*omentum;* Moskowitz, Ooi, Pedersen (2011)

kapitalo
investimentos

## Estudo de Caso

***Coroa Norueguesa: Armadilha ou Oportunidade?***

O fundo K10 tem uma alocação comprada na coroa norueguesa (NOK). Utilizamos futuros e estruturas de opções para comprar o NOK contra o euro. Essa alocação inicial pode aumentar se a tendência de apreciação começar a se materializar.

Abaixo descreveremos, de forma resumida, os diagnósticos econômicos de curto e longo prazos que fundamentaram essa alocação. Em seguida elencamos algumas hipóteses que podem catalisar uma tendência.

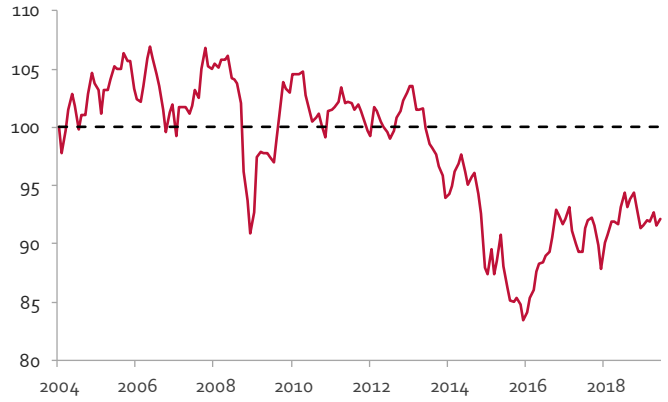
***Alguns Vetores e Indicadores Econômicos para Câmbio de Moedas:***

| | | Altista | Neutro | Baixista |
|---|---|---|---|---|
| Longo - Prazo | Paridade do Poder de Compra (PPP) | ✓ | | |
| | Produtividade Relativa | | ✓ | |
| | Custo Unitário do Trabalho Relativo | | | ✓ |
| Médio - Prazo | Divergência de Politica Monetária | ✓ | | |
| | Diferencial de Crescimento | ✓ | | |
| | Contas externas | ✓ | | |
| Curto - Prazo | Apetite ao Risco | | ✓ | |
| | Posicionamento Técnico | | ✓ | |
| | Dinâmica de Preço | | ✓ | |

## *Big Picture: os vetores econômicos de longo-prazo*

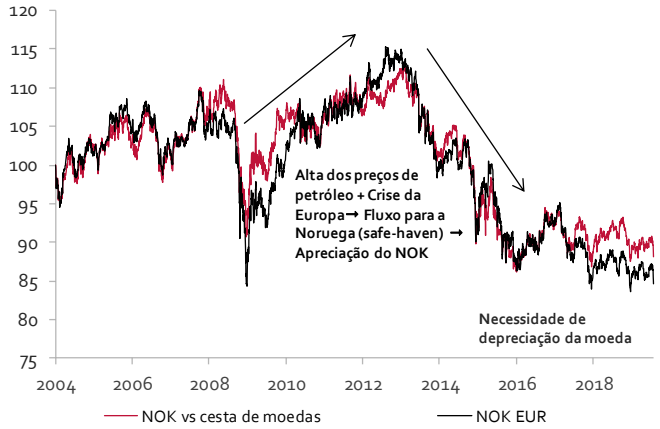
**Ponto de largada:** Contra uma cesta de moedas e ajustando para a inflação, a Coroa Norueguesa está '*barata*' em aproximadamente 10% (gráficos 1 e 2). Um realinhamento com um modelo de PPP de longo-prazo poderia levar o EUR/NOK para aproximadamente 8,85[3].

**Gráfico 1 – NOK REER (CPI) em relação a média de 10 anos**




Fonte: BIS, Bloomberg e Kapitalo Investimentos

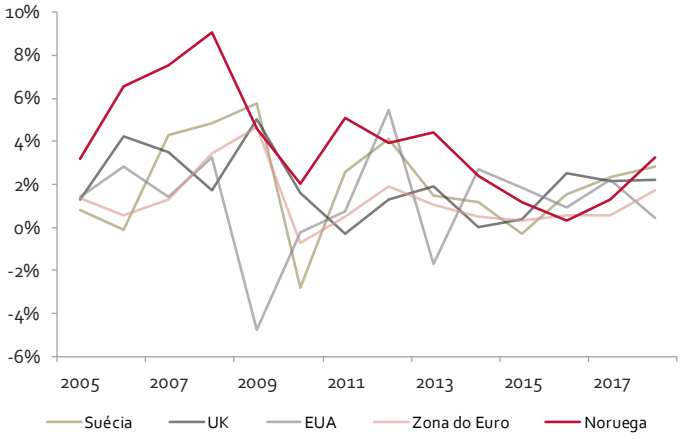
**Gráfico 2 – NOK versus cesta de moedas e EUR**




Fonte: Bloomberg e Kapitalo Investimentos

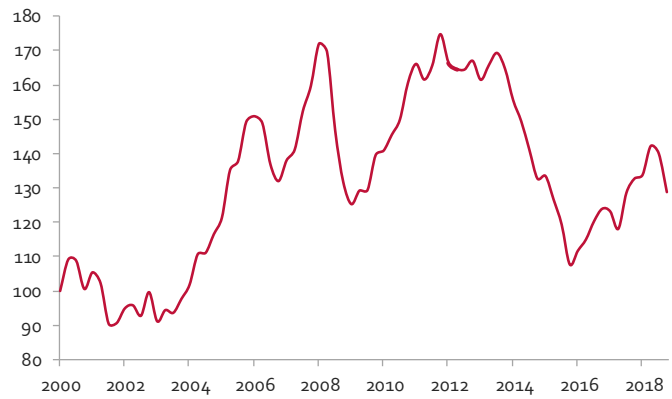
**Como chegamos aqui? A correção de preços de 2013-2015**: a bonança dos altos preços de petróleo do período entrre 2004 e 2012 gerou uma alta generalizada de salários. Esse movimento foi incompatível com o crescimento de produtividade – efeito Balassa-Samuelson (gráfico 3). O impacto no câmbio foi acentuado durante a crise europeia, que acelerou o fluxo de capitais para a Noruega e gerou um problema considerável de competitividade para o país. Por conseguinte, a queda dos preços do petróleo a partir de 2014 foi um choque para uma economia já pouco competitiva. Houve, assim, um processo de ajuste que durou até o fim de 2015.

**Gráfico 3 – Custo Unitário do Trabalho (Moeda do país; Variação anual)**




Fonte: Eurostat, BEA, Statistics Norway e Kapitalo Investimentos

**Gráfico 4 – Termos de troca**

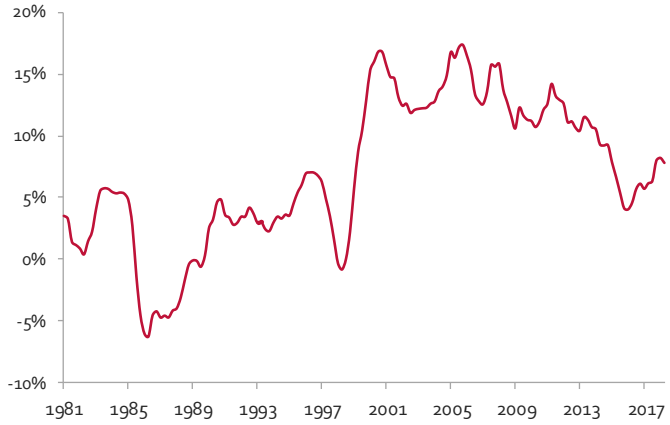



Fonte: Statistics Norway e Kapitalo Investimentos

[3] Relatório do Danske Bank, FX Strategy – Why is the NOK so Weak (maio/2019)

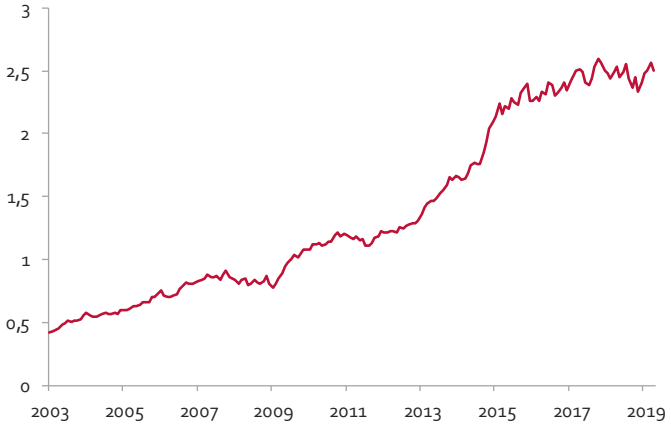
**Foto atual:** A competitividade da economia norueguesa melhorou nos últimos anos, tanto devido à depreciação da moeda, quanto ao menor crescimento dos salários. A recuperação dos preços do petróleo também levou à melhora dos termos de troca desde 2016, gerando um aumento do superávit da conta-corrente (gráficos 4 e 5). No entanto, as regras fiscais vigentes limitam o impacto da melhora do superávit na moeda, uma vez que o governo transfere parte dessas receitas para o fundo soberano (gráfico 6). Por outro lado, isso leva a uma melhora da posição internacional de investimento, que já soma 220% do PIB.

**Gráfico 5 – Conta – Corrente (% do PIB)**




Fonte: Norges Bank e Kapitalo Investimentos

**Gráfico 6 – Fundo Soberano (% do PIB)**

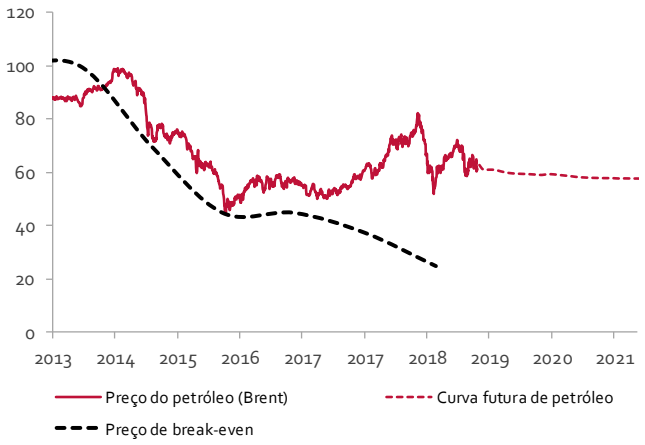



Fonte: Norges Bank e Kapitalo Investimentos

***A dinâmica atual: vetores de médio prazo***

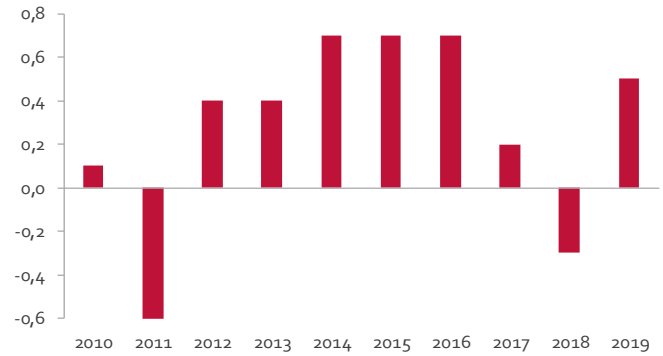
**Suportes fundamentais:** o custo de *break-even* de exploração de petróleo na Noruega vêm caindo nos últimos anos e já está bem abaixo dos preços do petróleo de longo-prazo (gráfico 7), suportando o crescimento do investimento. Outro fator que suportará a atividade é o maior estímulo fiscal em 2019 (gráfico 8) , o que ajuda a proteger a economia doméstica dos choques externos.

**Gráfico 7 –Preço do Petróleo e estimativa de *break-even* dos projetos**




Fonte: Norges Bank, Bloomberg e Kapitalo Investimentos

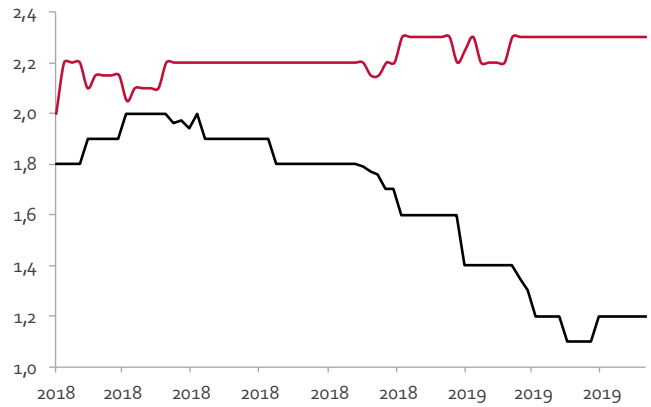
**Gráfico 8 – Estimulo Fiscal em 2019**




Fonte: Norges Bank e Kapitalo Investimentos

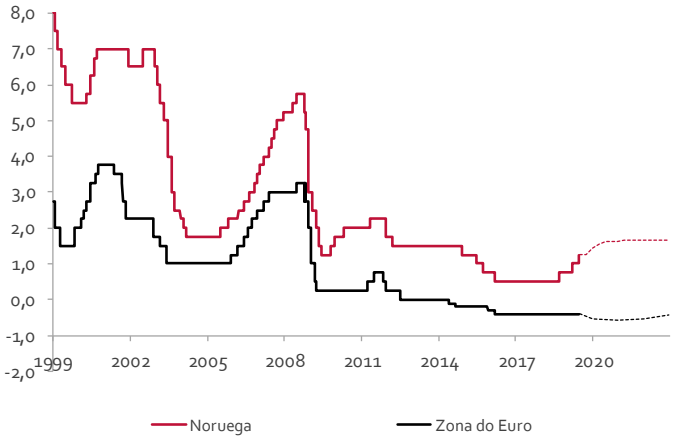
**Diferenciais de crescimento e de política econômica:** a Noruega chama a atenção pelo sólido desempenho econômico, com crescimento próximo de 2.5% (gráfico 9). Até o momento, a atividade do país não foi muito afetada pela desaceleração da Zona do Euro. Por conta disso, a inflação tem se mantido em torno da meta. Esse cenário destoa da maioria dos países desenvolvidos, geralmente caracterizados por atividade em desaceleração e inflação muito baixa. Desta forma, também é distinto o comportamento do Banco Central do país que, ao contrário dos outros BCs do G10, continua no processo de normalização da taxa de juros para conter a inflação (gráfico 10).

**Gráfico 9 – Expectativa de Crescimento do PIB para 2019**




Fonte: Bloomberg e kapitalo Investimentos

**Gráfico 10 – Política Monetária**




Fonte: Norges Bank, ECB, Bloomberg e kapitalo Investimentos

**O que diz Banco Central:** o Norges Bank, depois de subir a taxa de juros na última reunião para 1.25%, indicou que ainda deve puxar uma terceira vez esse ano ao longo do segundo semestre, provavelmente em setembro. Apesar de ser uma pequena economia aberta, a Noruega já divergiu dos ciclos do Fed e do ECB, principalmente em períodos nos quais a economia doméstica continuou resiliente, mesmo diante da incerteza no cenário internacional. Adicionalmente, o BC também considera uma apreciação do câmbio nas suas projeções.

## *Análise técnica e possíveis catalisadores*

O ambiente global dos últimos anos não foi favorável para moedas de países exportadores de petróleo. A desaceleração do crescimento global desde meados de 2018 e a guerra tarifária entre EUA e China reduziram o apetite ao risco dos investidores. Ademais, nossas análises técnica e de posicionamento confirmam o baixo interesse por parte dos investidores. Contudo, entendemos que os principais BCs começaram um novo processo de tentativa de reinflacionar suas economias, o que historicamente se mostrou favorável pra moedas com o perfil de risco do NOK.

Por mais que o preço do NOK contra o EUR pareça estar 10% deslocado de nosso preço-alvo, os sinais de início de uma tendência de preços ainda são fracos. A reação de preço a eventos positivos tem sido relativamente frustrante. Como sabemos de nossa incapacidade de imaginar todos os cenários possíveis, mantemos uma alocação inicial de tamanho 4 em uma escala de 0 a 10.

## Conclusão

***"Fundamentals are not about forecasting the weather for tomorrow,***

***but rather noticing that is raining today "***[4]

No negócio de gestão de recursos, existe a tentação de se acreditar que uma boa análise econômica vai se transformar em bom investimento. Não é assim que fazemos gestão. Apesar do diagnóstico apresentado acima mostrar uma foto bastante favorável, sabemos que as "condições gerais"[5] (ainda) não aparentam ser construtivas para moedas de países exportadores de petróleo. Ademais, o futuro por definição é incerto e sempre existirão riscos desconhecidos e difíceis de ponderar. Dessa forma, concluimos que precisamos de sinais técnicos mais fortes para aumentar nossa alocação.

Aqui na K10 não acreditamos possuir vantagem competitiva, seja informacional ou tecnológica, nos mercados de moedas ou de commodities. Atribuimos parte relevante dos bons resultados do nosso histórico ao nosso empenho em manter uma estratégia operacional efetiva (foco na implementação). Assim como à experiência e paciência, que nos guiam e ajudam a evitar erros. A pergunta inicial do estudo de caso, "Armadilha ou Oportunidade?", é fiel à nossa forma de fazer gestão: somos sempre céticos em relação ao cenário, focados em mitigar riscos e disciplinados na implementação das idéias.

[4] Hedge Fund Market Wizards; Jack D.Schwager
[5] Expressão utilizada no livro Reminiscences of a Stock Operator (Edwin LeFevre, 1923) para definir Bull and Bear Markets

A Kapitalo Ciclo não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E DA TAXA DE SAÍDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DOS GESTORES, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido.Este Fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este Fundo realizará investimentos em fundos que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas nos fundos, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido negativo no Fundo e na conseqüente obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo. O fundos investidos pode investir em ativos no exterior. Administradora: BEM DTVM Ltda., CNPJ: 00.066.670/0001-00, Cidade de Deus, Prédio Prata, 4º andar, Vila Yara, Osasco-SP, CEP 06029-900, Tel: (11) 3684-9432, www.bradescobemdtvm.com.br, SAC: centralbemdtvm@bradesco.com.br ou 0800 704 8383, Ouvidoria: 0800 727 9933.

ANBIMA — A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

# Material Informativo

# Kapitalo K10 FI em Quotas de FI Multimercado

**Julho 2019**

## Objetivo do Fundo

O objetivo do Fundo é buscar a valorização de suas cotas no longo prazo, por meio da realização de investimentos em ativos e valores mobiliários disponíveis nos mercados financeiro e de capitais.

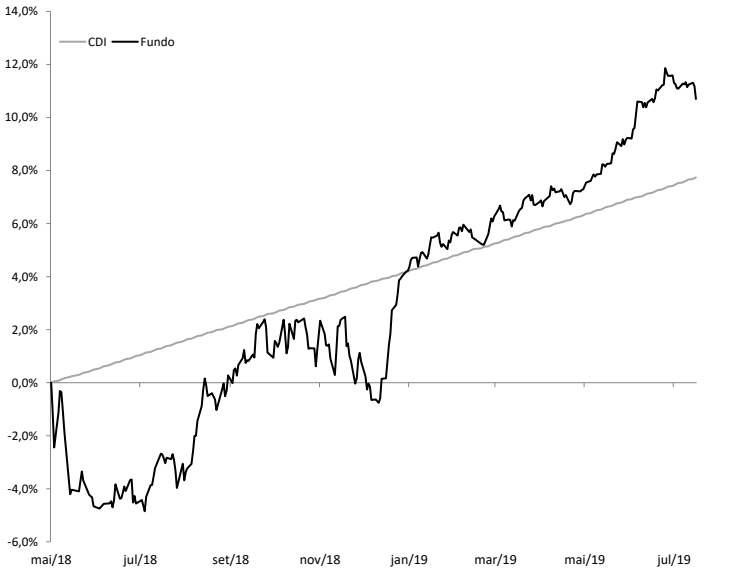
## Política de Investimentos

Investir em ativos e derivativos financeiros nos mercados de valores mobiliários brasileiro e internacional, buscando oportunidades nos mercados de ações, juros, câmbio, títulos da dívida externa, índices de preços e derivativos referenciados em qualquer fator de risco. O Fundo poderá se utilizar, entre outros, de mecanismos de hedge, operações de arbitragem e estratégias ativas com derivativos para alcançar seu objetivo. Os investimentos do Fundo serão realizados com base numa criteriosa análise fundamentalista associada à rigorosa monitoração e gestão de risco. Este fundo aplica no mínimo 95% de seu patrimônio em cotas de fundos.

## Retornos Líquidos - Livres de Taxa de Administração e Performance

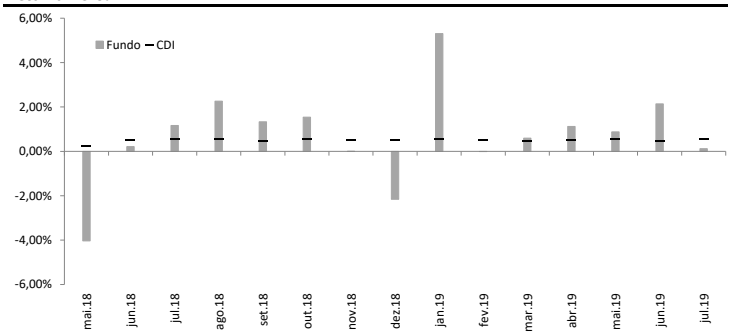
| | Jan | Fev | Mar | Abr | Mai | Jun | Jul | Ago | Set | Out | Nov | Dez | Ano | Início |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **2018** | | | | | -4,04% | 0,21% | 1,17% | 2,26% | 1,33% | 1,54% | 0,00% | -2,16% | 0,17% | 0,17% |
| **CDI** | | | | | 0,25% | 0,52% | 0,54% | 0,57% | 0,47% | 0,54% | 0,49% | 0,49% | 3,94% | 3,94% |
| **% CDI** | | | | | - | 41,32% | 215,59% | 399,12% | 285,00% | 283,61% | 0,35% | - | 4,24% | 4,24% |
| **2019** | 5,31% | -0,01% | 0,60% | 1,13% | 0,88% | 2,14% | 0,12% | | | | | | 10,51% | 10,70% |
| **CDI** | 0,54% | 0,49% | 0,47% | 0,52% | 0,54% | 0,47% | 0,57% | | | | | | 3,66% | 7,74% |
| **% CDI** | 977,55% | - | 127,02% | 217,22% | 162,00% | 456,99% | 21,45% | | | | | | 287,30% | 138,21% |

## Retorno Acumulado




| Estatísticas | Início(15M) |
|---|---|
| Meses Positivos | 12 |
| Meses Negativos | 3 |
| Meses acima do CDI | 9 |
| Meses abaixo do CDI | 7 |
| Retorno Mensal Máximo | 5,31% |
| Retorno Mensal Médio | 0,64% |
| Retorno Mensal Mínimo | -4,04% |
| Volatilidade Anualizada | 4,69% |
| Retorno Acumulado | 10,70% |
| Patrimônio Líquido Médio do Fundo | 22.753.223,28 |
| Patrimônio Líquido Médio do Master | 107.270.124,15 |

## Retorno Mensal




## Informações

| | |
|---|---|
| Data de Início | 16/05/2018 |
| Patrimônio Líquido Atual do Fundo | R$ 31.591.909,40 |
| Patrimônio Líquido Atual do Master | R$ 125.753.019,30 |
| Investimento Inicial | R$50.000,00 (Para Conta e Ordem - R$ 25.000,00) |
| Movimentação Mínima | R$ 10.000,00 |
| Saldo Mínimo | R$ 20.000,00 (Para Conta e Ordem - R$ 10.000,00) |
| Conta Corrente para Aplicação | KAPITALO K10 FIQ DE FIM - CNPJ: 29.726.133/0001-21 - Banco Bradesco - Ag.2856 - CC:22147-3 |
| Cota de Aplicação | Cota do dia da efetiva disponibilidade dos recursos - até as 14:00h |
| Carência de Resgate | Não Há |
| Cota de Resgate | Cota D+30 dias corridos (após o pedido de resgate) |
| Pagamento do Resgate | 1º dia útil subsequente a data de conversão de cotas |
| Taxa de Antecipação de Resgate | 5% sobre o valor total resgatado (Cotização em D+1 - dia seguinte ao pedido) |
| Taxa de Administração | 2,0% a.a. |
| Taxa de Performance | 20% do que exceder CDI |
| Público Alvo | Investidores Qualificados |
| Classificação ANBIMA | Multimercados Macro |
| Administrador | BEM DTVM. |
| Gestores | Kapitalo Ciclo Gestora de Recursos Financeiros Ltda. |


**Kapitalo Ciclo Gestora de Recursos Financeiros Ltda.**
Av. Ataulfo de Paiva, 482 - Sala 402
Leblon - CEP: 22.440-033 - Rio de Janeiro - RJ - Tel: (21) 3577-7020
www.kapitalo.com.br

**BEM DTVM.**
Núcleo Cidade de Deus, s/nº, Prédio Prata, 4º andar
Vila Yara - Osasco - SP - CEP: 22250-040
Tel: (11) 3684-4522 / SAC: 0800 704 8383
Ouvidoria: 0800 727 9933
www.bradescobemdtvm.com.br



ANBIMA — A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.



A Kapitalo Ciclo não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E DA TAXA DE SAÍDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DOS GESTORES, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido.Este Fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este Fundo realizará investimentos em fundos que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas nos fundos, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido negativo no Fundo e na conseqüente obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo. O fundos investidos pode investir em ativos no exterior. O Imposto de Renda é retido na fonte, semestralmente, no último dia útil dos meses de maio e novembro, aplicando-se a alíquota de 15%. No resgate é aplicada a alíquota complementar, em função do prazo da aplicação, conforme descrito abaixo:

I - 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias;

II - 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;

III - 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;

IV - 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.