

Carta K10 – Junho 2023

O fundo K10 terminou o primeiro semestre do ano com rentabilidade de 3,91%, contra 6,50% do seu *benchmark*.

Nossas maiores alocações de capital ao longo do semestre foram nos mercados de juros e commodities. Nos mercados de bolsa local e internacional atuamos de forma tática. Mantivemos exposições menores no mercado de moedas.

As posições aplicadas em juros de países desenvolvidos foram as principais detratoras de resultado no semestre. No mercado de commodities o fundo teve resultados positivos em metais básicos, metais preciosos, grãos e *softs*, contudo, nossa posição comprada em energia não teve bons resultados.

Abaixo faremos uma revisão dos principais temas de investimento do fundo no semestre.

Petróleo, reabertura da economia chinesa, OPEP/Rússia

O preço do petróleo caiu aproximadamente 12% no primeiro semestre do ano. Não foi um movimento atípico.

A reabertura da economia chinesa somada (i) ao fim das vendas de reservas estratégicas pelos governos do ocidente; (ii) o início das sanções e do embargo de compras impostas pelo ocidente à Rússia; (iii) uma postura mais ativa da OPEC na defesa do preço da *commodity*; e (iv) o crescimento subpar da produção americana de xisto, traçavam um cenário altista, com boa margem de segurança, para o preço do petróleo em 2023.

A frustração da expectativa de alta nos preços é normalmente atribuída a uma suposta fraqueza da demanda. Entretanto, apesar da fraqueza do setor industrial global e do sentimento negativo com a recuperação chinesa, acreditamos que a demanda agregada esteja crescendo em linha com o esperado. Os dados oficiais de diversos países e das agências internacionais mostram que a demanda global cresceu aproximadamente entre 2.1 e 2.5mbd sobre o ano anterior no primeiro semestre, tendo a China como responsável por 2/3 desse crescimento.

Contudo, nos últimos 6 meses 2 vetores têm sido importantes: (i) as exportações da Rússia voltaram ao mesmo patamar vigente antes do início da guerra com a Ucrânia, apesar das restrições das nações desenvolvidas e contra as expectativas do mercado; e (ii) houve desestocagem na cadeia de produção da *commodity*, provavelmente induzida pelo aumento do custo de capital das empresas, que eleva a oferta no curto prazo e faz com que o mercado pareça menos apertado do que o sugerido pelo balanço de oferta e demanda.

O primeiro vetor já foi incorporado nos preços e o segundo processo está dando sinais de estar próximo do fim. Isso está ocorrendo em um ambiente em que os estoques comerciais na OECD continuam historicamente baixos, deixando o mercado mais vulnerável à choques de oferta, e a coordenação do cartel parece sólida no objetivo de manter o balanço de oferta e demanda deficitário nos próximos trimestres.

Por outro lado, sabemos que os riscos aumentaram. Uma eventual recessão global e suas consequências na demanda pode mudar a disposição dos Sauditas de arcar com grande parte dos cortes de produção, o que teria um impacto importante no preço *spot*. Dito isso, mantemos uma posição comprada, porém, de tamanho menor do que no começo do ano.

Aperto monetário, desaceleração e desinflação

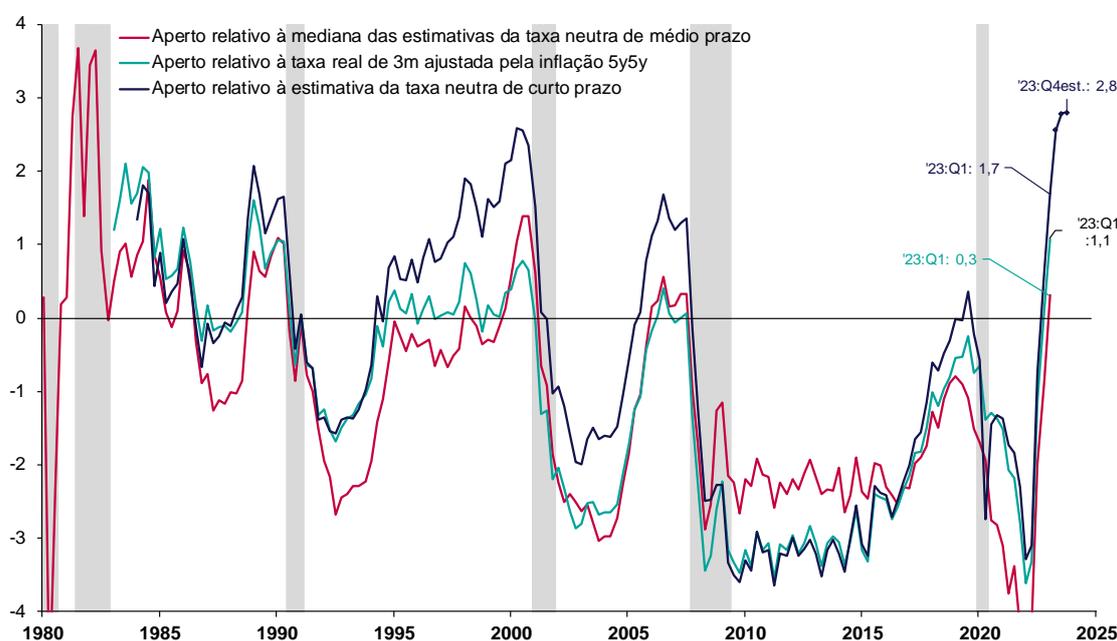
Um dos principais temas de investimento do fundo ao longo deste semestre foi a alocação aplicada em juros de países emergentes e desenvolvidos em estágio avançado do ciclo econômico. O forte aperto das condições monetárias pelos

Bancos Centrais nos últimos 18 meses, a normalização das cadeias globais de produção e o arrefecimento dos choques negativos gerados pela guerra entre a Rússia e Ucrânia embasavam essa tese de investimento.

As estimativas do Federal Reserve e os nossos modelos indicam que os juros reais estão em território bastante restritivo (ver gráfico abaixo). Há também sinais de impacto na atividade econômica, como a queda das vendas do varejo, a desaceleração no setor de construção e a queda da produção manufatureira. Além disso, em países com elevado endividamento das famílias e com taxas de empréstimos pós-fixadas, como é o caso de Canadá, Reino Unido, Nova Zelândia e Suécia, a transmissão de política monetária para a economia real tende a ser ainda mais célere e potente. Contudo, a resiliência do setor de serviços e a forte dinâmica do mercado de trabalho têm surpreendido. As alocações aplicadas em juros sofreram neste primeiro semestre. Ainda que tenhamos feito reduções táticas no livro, acreditamos no tema e mantivemos o viés aplicador.

Apesar da resiliência da atividade econômica, os dados de inflação vêm surpreendendo os mercados de forma benigna. Isso tem sido incorporado nos preços dos ativos de risco, inclusive nas bolsas. O fundo optou por uma atuação mais tática nos mercados de bolsa, com posições de valor relativo. Ainda acreditamos que o mercado de ações em diversos países está caro, ajustado ao risco, quando comparado com renda fixa e crédito.

Gráfico 1 – Política Monetária se tornou Restritiva a partir do primeiro trimestre de 2023;
Se espera pico no quarto trimestre (Porcentagem, anual).



Fonte: Federal Reserve Bank of Dallas

NOTAS: A série trimestral é a diferença entre a taxa real e a respectiva estimativa da taxa natural de médio prazo. A taxa real é a diferença entre a taxa anualizada de 3 meses dos EUA e a respectiva estimativa da taxa natural dos EUA. Os dados são até o primeiro trimestre de 2023. A taxa natural de curto prazo é projetada para o quarto trimestre de 2023. Barras sombreadas indicam recessões-designadas pelo National Bureau of Economic Research.

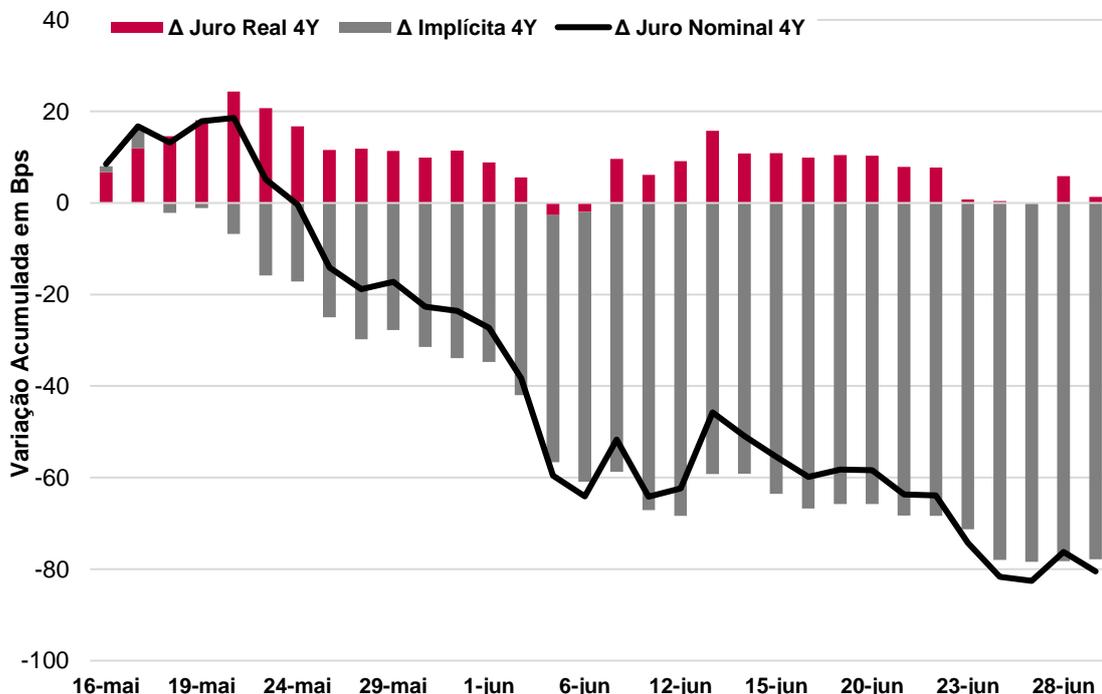
FONTES: "Get the lowdown: The international side of the fall in the U.S. natural rate of interest," Enrique Martínez-García, *Economic Modelling*, vol. 100, April 2021; Federal Reserve Board of Governors; Federal Reserve Bank of New York; Federal Reserve Bank of Richmond; Haver Analytics; Blue Chip Economic Indicators; Congressional Budget Office; Consensus Economics; Cálculos do autor.

Brasil: desconto em um ambiente de incerteza

Começamos o ano com baixa convicção e poucas alocações em ativos locais. Víamos de forma bastante negativa os sinais da política econômica do novo governo, principalmente na dimensão fiscal. Por outro lado, nossos modelos mostravam que os ativos locais – juros, bolsa e moeda – apresentavam preços bastante descontados e uma posição técnica atrativa. O desenrolar do arcabouço fiscal, um Congresso resistente em desfazer as reformas dos governos anteriores e, posteriormente, o cenário mais benigno do que o esperado para a inflação foram os gatilhos para montarmos posições compradas em ativos locais, principalmente na bolsa.

Nos últimos 2 meses, vivemos uma desaceleração muito forte da inflação, gerada principalmente por itens voláteis ou administrados: queda no preço de alimentos por conta da safra recorde do país e pelo câmbio apreciado; cortes nos preços de combustíveis pela Petrobrás; incentivos fiscais para reduções dos preços de automóveis; e redução das tarifas de energia elétrica. Todos esses eventos somados a uma melhora dos componentes mais inerciais e a manutenção da meta de inflação em 3% ao ano, levaram a uma revisão relevante para baixo das projeções de inflação de 2023 e 2024. Essas revisões nas projeções, além do atual carregamento bastante negativo das NTN-Bs, tiveram forte impacto sobre as inflações implícitas, mesmo em prazos mais longos. Como ilustração, segue abaixo um gráfico com a alta contribuição da queda da inflação implícita sobre o título prefixado de 4 anos nos últimos 45 dias.

Gráfico 2 – Nos últimos 45 dias, toda a queda do Pré foi explicada pela queda da implícita

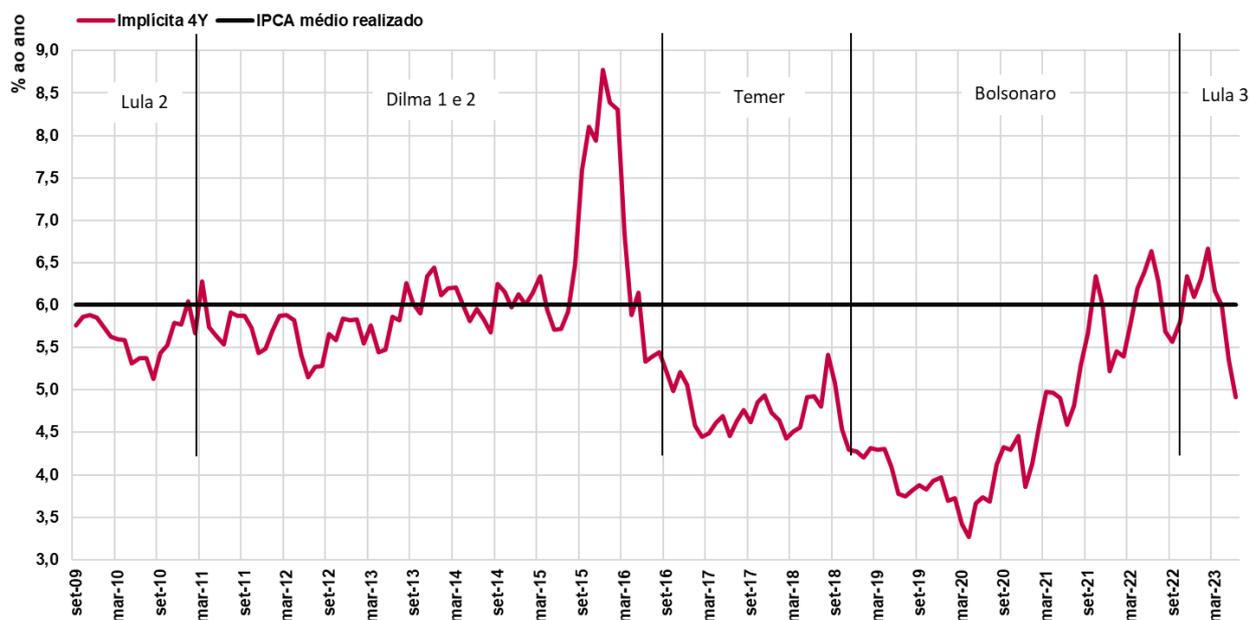


Fonte: Anbima

Nesse contexto, ponderando preços e cenários, iniciamos posições aplicadas em juro real combinadas com menores posições compradas em inflação implícita na parte intermediária da curva. Esse tipo de estratégia tende a se beneficiar do início do ciclo de corte de juros, da melhora do carregamento das NTN-Bs e de um cenário de menor confiança na

convergência completa e duradoura da inflação. Entendemos que o arcabouço fiscal diminuiu a percepção dos agentes sobre o risco de cauda, mas este não deve reduzir a alta propensão à maiores gastos deste governo. As inflações implícitas de médio prazo já estão entrando em níveis de preço interessante (gráfico 3), oferecendo boa assimetria ao nosso livro.

Gráfico 3 – Inflação implícita de 4 anos vs IPCA médio realizado no período



Fonte: Anbima e IBGE

Outros temas de investimento

Nossas posições vendidas em café, paládio, milho, e de valor relativo nos metais preciosos trouxeram bons retornos para o fundo. Iniciamos posições vendidas em minério de ferro e compradas em açúcar. Nos mercados de juros mudamos parcialmente o perfil das alocações, trocando algumas posições direcionais por posições em inclinação de curva. Os prêmios de risco nas bolsas de países desenvolvidos estão muito baixos. A foto atual dos dados econômicos aponta a favor dos que acreditam no *soft landing*, mas esta história está longe do fim.

Posições

Moedas: Seguimos vendidos no dólar neozelandês, no yuan chinês e no peso colombiano contra o dólar, e comprados no dólar australiano e no real contra o dólar. Zeramos as posições vendidas na libra esterlina e na lira turca contra o dólar, além das compradas no iene japonês e no peso mexicano contra o dólar. Adicionamos uma posição vendida no euro contra o dólar, e uma posição comprada na corôa norueguesa contra o dólar.

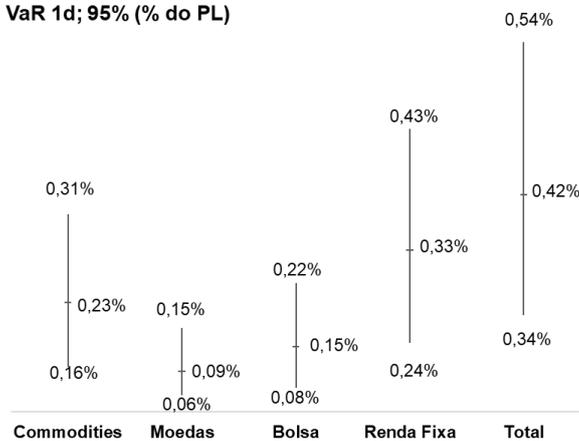
Commodities: Mantivemos a posição vendida na prata, além das posições compradas em petróleo e no ouro. Zeramos as posições vendidas no milho, em PGMs e no café. Adicionamos uma posição vendida na soja, além de posições compradas no açúcar e no farelo de soja.

Bolsa: Mantivemos a posição comprada na bolsa brasileira e a vendida na bolsa alemã. Adicionamos posição vendida no índice de *small caps* americano.

Juros: Seguimos com as posições tomadas em inflação de Brasil, nas inclinações do Chile, do Canadá e dos EUA, e aplicadas em Reino Unido, juros real do Brasil e na inflação da Europa. Zeramos a posição aplicada em Suécia e adicionamos posições aplicadas em Nova Zelândia e Canadá.

Alocação por Fator de Risco*

VaR 1d; 95% (% do PL)



Atribuição de Performance

Estratégias	jun/23	2023	12M	24M	Desde Início
Juros	-2,19%	-3,09%	-0,45%	7,52%	20,85%
Moedas	0,26%	0,11%	-0,18%	1,32%	0,58%
Bolsa	0,53%	2,26%	3,22%	8,56%	25,45%
Commodities	-0,03%	-0,69%	-1,55%	2,35%	31,93%
Caixa e Custos	-0,17%	-1,18%	-2,81%	-9,13%	-32,76%
CDI	1,07%	6,50%	13,54%	23,41%	41,45%
Performance do Fundo	-0,52%	3,91%	11,78%	34,04%	87,49%
% CDI	-	60,24%	87,00%	145,41%	211,08%

*Mínimo, Médio e Máximo ao longo do mês

Este conteúdo foi preparado pela e Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda ("Kapitalo"), tem caráter meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos destinatários. A Kapitalo não se responsabiliza por erros, omissões ou pelo uso destas informações. As informações referem-se às datas e condições mencionadas. Os cenários apresentados podem não se refletir nas estratégias dos diversos fundos geridos pela Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda.. AS ESTIMATIVAS, CONCLUSÕES, OPINIÕES, PROJEÇÕES E HIPÓTESES APRESENTADAS NÃO CONSTITUEM GARANTIA OU PROMESSA DE RENTABILIDADE OU DE ISENÇÃO DE RISCO. AOS INVESTIDORES, É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DE LÂMINAS, PROSPECTOS E/OU REGULAMENTOS ANTES DE INVESTIR SEUS RECURSOS. As análises aqui apresentadas não pretendem conter todas as informações relevantes que um investidor deve considerar e, dessa forma, representam apenas uma visão limitada do mercado. Este conteúdo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da Kapitalo..



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.

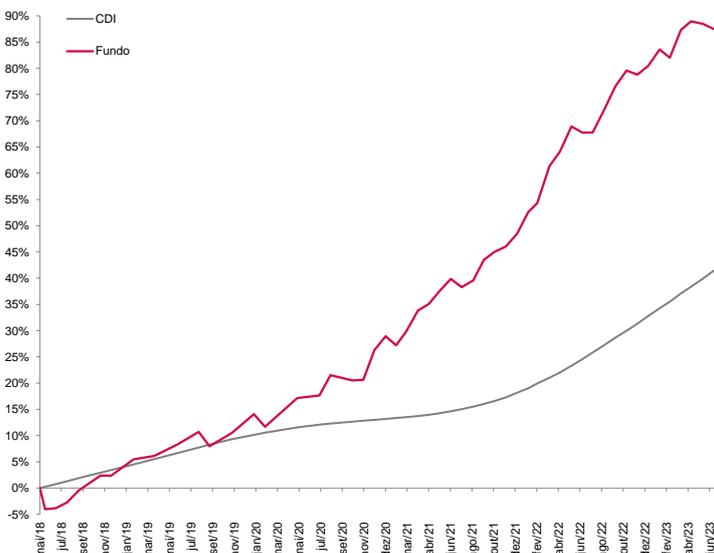
Política de Investimentos

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%	-2,47%	1,09%	1,24%	0,55%	2,68%	13,90%	14,09%
CDI	0,54%	0,49%	0,47%	0,52%	0,54%	0,47%	0,57%	0,50%	0,47%	0,48%	0,38%	0,38%	5,97%	10,14%
% CDI	977,55%	-	127,02%	217,22%	162,00%	456,99%	21,45%	-	234,45%	258,39%	145,49%	711,96%	232,92%	138,97%
2020	-2,11%	-1,65%	0,61%	6,03%	1,85%	-1,41%	3,28%	-0,04%	-0,79%	0,11%	4,68%	2,10%	13,01%	28,93%
CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	0,19%	0,16%	0,16%	0,16%	0,15%	0,16%	2,77%	13,19%
% CDI	-	-	178,67%	2114,62%	775,59%	-	1685,68%	-	-	71,32%	3128,73%	1275,29%	470,10%	219,40%
2021	-1,34%	2,03%	3,12%	0,94%	1,87%	1,63%	-1,14%	0,93%	2,83%	1,04%	0,72%	1,68%	15,16%	48,48%
CDI	0,15%	0,13%	0,20%	0,21%	0,27%	0,30%	0,36%	0,42%	0,44%	0,48%	0,59%	0,76%	4,40%	18,16%
% CDI	-	1512,63%	1573,19%	450,10%	701,04%	534,67%	-	218,49%	644,90%	215,98%	121,99%	219,46%	344,82%	266,89%
2022	2,76%	1,13%	4,56%	1,73%	2,93%	-0,71%	0,02%	2,69%	2,49%	1,71%	-0,45%	0,92%	21,52%	80,43%
CDI	0,73%	0,75%	0,92%	0,83%	1,03%	1,01%	1,03%	1,17%	1,07%	1,02%	1,02%	1,12%	12,37%	32,78%
% CDI	377,04%	150,94%	493,51%	207,07%	284,36%	-	1,96%	230,35%	232,26%	167,45%	-	82,29%	173,94%	245,34%
2023	1,76%	-0,87%	2,90%	0,88%	-0,25%	-0,52%							3,91%	87,49%
CDI	1,12%	0,92%	1,17%	0,92%	1,12%	1,07%							6,50%	41,41%
% CDI	156,89%	-	247,27%	95,83%	-	-							60,24%	211,27%

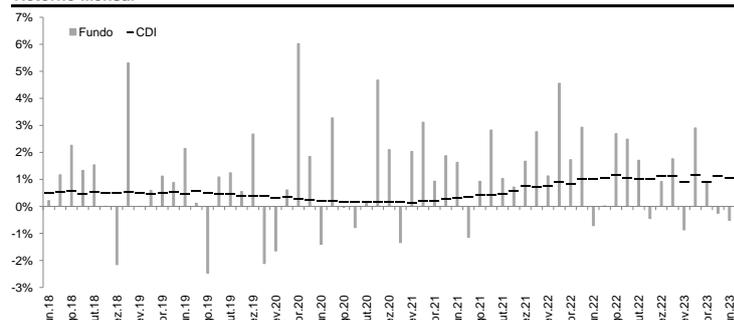
Retorno Acumulado



Estatísticas

	Últimos 12M	Início(62M)
Meses Positivos	8	46
Meses Negativos	4	16
Meses acima do CDI	5	39
Meses abaixo do CDI	7	23
Retorno Mensal Máximo	2,90%	6,03%
Retorno Mensal Médio	0,93%	1,00%
Retorno Mensal Mínimo	-0,87%	-4,04%
Volatilidade Anualizada	4,09%	5,61%
Retorno Acumulado	11,78%	87,49%
Patrimônio Líquido Médio do Fundo	2.985.959.393,28	1.015.728.418,92
Patrimônio Líquido Médio do Master	7.656.299.259,33	2.126.447.623,97

Retorno Mensal



Informações

Data de Início	16/05/2018
Patrimônio Líquido Atual do Fundo	R\$ 3.174.324.345,59
Patrimônio Líquido Atual da Estratégia	R\$ 10.029.761.013,69
Investimento Inicial	R\$ 50.000,00 (Para Conta e Ordem - R\$ 500,00)
Movimentação Mínima	R\$ 10.000,00 (Para Conta e Ordem - R\$ 100,00)
Saldo Mínimo	R\$ 20.000,00 (Para Conta e Ordem - R\$ 100,00)
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 ¹	5% sobre o valor total resgatado (Cotização em D+1 - dia seguinte ao pedido)
Txa de Adm / Txa de Adm Máxima ²	2,0% a.a. / 2,20% a.a
Taxa de Performance	20% do que exceder CDI
Público Alvo	Investidores em Geral
Classificação ANBIMA	Multimercados Macro
Administrador	BEM DTVM.
Gestores	Kapitalo Ciclo Gestora de Recursos Financeiros Ltda.
Status	Fechado para aplicações

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



(1) A taxa de saída será descontada do valor total do resgate no dia da efetivação deste, sendo cobrada somente na hipótese de resgates antecipados, que não observem os prazos de resgate padrão. (2) Considera a taxa de administração do fundo e as máximas dos fundos investido, excluindo fundos com exceção da taxa de administração dos fundos de índice e fundos de investimento imobiliário cujas cotas sejam admitidas à negociação em mercados organizados e da taxa de administração dos fundos geridos por partes não relacionadas às gestoras do fundo. Este material de divulgação foi elaborado conjuntamente pela Kapitalo Investimentos Ltda., CNPJ/MF nº 11.180.009/0001-48 (Kapitalo Investimentos), Kapitalo Ciclo Gestora de Recursos Financeiros Ltda., CNPJ/MF nº 20.429.285/0001-98 (Kapitalo Ciclo) e Kapitalo Novo Gestora de Recursos Ltda., CNPJ/MF nº 40.113.818/0001-46 (Kapitalo Novo) e, quando referida em conjunto com Kapitalo Investimentos e Kapitalo Ciclo, "Gestoras Kapitalo". As Gestoras Kapitalo não desenvolvem quaisquer atividades de comercialização nem distribuição de cotas de fundos de investimentos. As informações constantes deste material são meramente informativas, não constituindo qualquer forma de aconselhamento de investimentos, solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de valores mobiliários. As Gestoras Kapitalo não se responsabilizam por quaisquer prejuízos resultantes de decisões tomadas direta ou indiretamente com base nas informações aqui veiculadas, inclusive por erros de avaliação e omissões. O investidor deve tomar sua própria decisão de investimento, sendo recomendada a prévia consulta a assessores de investimentos e a profissionais especializados. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS, PROMESSA DE RENTABILIDADE OU ISENÇÃO DE RISCOS. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE APRESENTADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Para mais informações acerca das taxas de administração e performance, valores mínimos de aplicação, movimentação e permanência, prazos de aplicação e resgate, público-alvo, bem como para obtenção de cópia do regulamento, da lâmina de informações essenciais e da lista de distribuidores e demais documentos do Fundo, consulte o endereço eletrônico da administradora fiduciária BEM DTVM LTDA, instituição financeira com sede no Município de Osasco, Estado de São Paulo, no Núcleo Cidade de Deus, S/N, Prédio Prata, 4º andar, Vila Yara, CEP 06.129-900, inscrita no CNPJ/MF nº 00.066.670/0001-00, com endereço eletrônico em <https://bemdtvm.bradesco.com.br> ou 0800 704 8383, Ouvidoria: 0800 727 9933. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão: "www.cvm.gov.br". 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 (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).