



“THERE ARE UNKNOWN
UNKNOWNNS”

ESTUDO ESPECIAL
FEVEREIRO 2023

Kinitro
CAPITAL



THERE ARE UNKNOWN UNKNOWNNS

Existem os “desconhecidos desconhecidos”. Essa frase foi cunhada pelo ex-secretário de defesa dos EUA, Donald Rumsfeld, em Fevereiro de 2002. Durante uma conferência de imprensa no Departamento de Defesa, Rumsfeld se referia a ausência de evidências entre uma real conexão entre o governo iraquiano no fornecimento de armas de destruição em massa a grupos terroristas.

“Reports that say that something hasn’t happened are always interesting to me, because as we know, there are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns - the ones we don’t know we don’t know. And if one looks throughout the history of our country and other free countries, it is the latter category that tends to be the difficult ones”.

O trabalho de um gestor foca muito nesse ponto. A tentativa de monitorar e quantificar riscos. No entanto, muitas vezes, eventos importantes, sejam eles econômicos ou geopolíticos, ocorrem, surpreendendo os agentes financeiros que simplesmente não os tinham dentro do seu espectro de análise. Recentemente, a invasão russa na Ucrânia pode ser considerada como um evento conhecido e desconhecido ao mesmo tempo. O mundo percebia a movimentação de tropas na fronteira entre os dois países, porém subestimava as reais intenções de Vladimir Putin e os reflexos econômicos que tal conflito poderiam gerar em âmbito global. Os impactos rapidamente foram sendo precificados e, a partir da eclosão da crise, o mundo começou a se preparar para um evento conhecido, conhecido.

Recentemente, começamos a verificar a ocorrência de um fenômeno que poucos analistas têm dado atenção. O incremento significativo do volume de opções nos mercados acionários americanos.

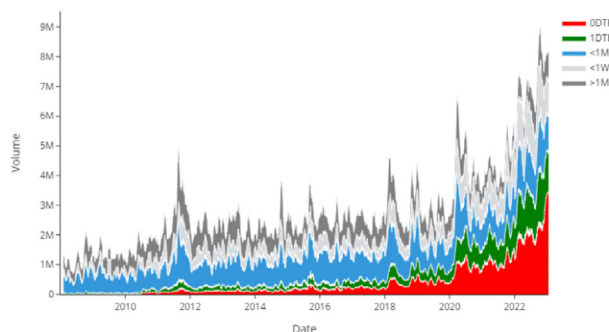
Desde a pandemia, a participação do investidor individual no mercado acionário teve um aumento representativo, atingindo o percentual de 22% em 2021. Sinais de especulação desenfreada, originadas por comunidades em redes sociais como *Reddit*, que impulsionaram empresas sem qualquer fundamento para níveis recordes de capitalização, tornaram-se situações frequentes ao longo de 2021. *YOLO (you only live once)* e *Meme stocks* (empresas com fundamentos frágeis), tornaram-se temas frequentes na imprensa especializada, trazendo mais uma horda de investidores pessoas físicas que queriam participar da “festa”. O surto inflacionário antevisto por boa parte do mercado no início de 2022, fez com que a concretização de um risco conhecido, conhecido viesse a interromper essa bolha, tendo como origem uma postura mais restritiva por parte dos Bancos Centrais em relação as condições de liquidez vigentes pós covid. Ao longo do ano passado, com a piora do fundamento econômico, ocorreu uma forte retração por parte dessa classe, muito em função dos prejuízos recorrentes de uma estratégia sem qualquer fundamento.

E O DESCONHECIDO, DESCONHECIDO?

Desde a virada deste ano, no entanto, alguns sinais de que o pico inflacionário pode já ter ficado para trás, começaram a despertar novamente o “espírito animal” do pequeno investidor. O fluxo do “*retail investor*” bateu o antigo recorde de 21% de todo o volume negociado mencionado anteriormente, atingindo 23% em Janeiro de 2023. No entanto, desta vez, o veículo escolhido por essa massa adiciona ainda mais um componente especulativo. Os investidores têm concentrado suas apostas no mercado de opções. E pior, com prazo de vencimento bastante curto, invariavelmente de apenas um dia de duração. Esse tipo de contrato que há três anos atrás concentrava entre 5 a 10% do total de volume, hoje já representa mais de 50% do universo negociado diariamente.

THERE ARE UNKNOWN UNKNOWNNS

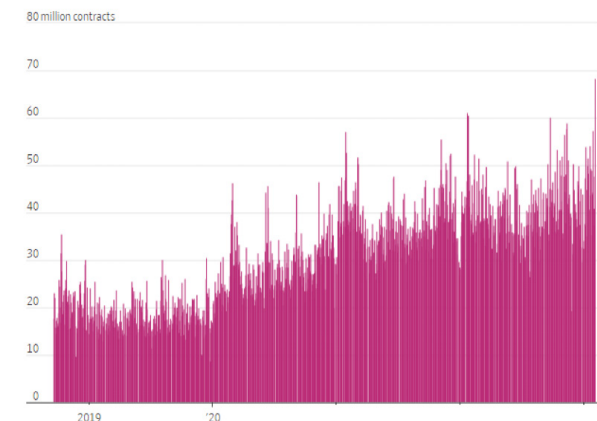
SPY Daily Avg Options Volume by Expiries-Rolling 1 month



Fonte: Kínitro Capital

Na quinta-feira da semana passada, dia 02/02/23, tivemos o maior volume de opções negociados na história. Para se ter uma dimensão do que foi verificado, nesse dia, o volume foi 70% maior do que a média de negociação em 2022.

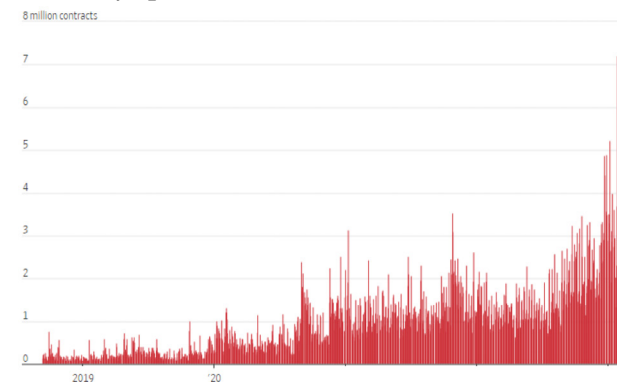
Daily options volume



Fonte: Cboe Global Markets

A ação da *Tesla*, empresa considerada por muitos como “*posterchild*” desse ciclo, negociou 13% do total verificado, só não batendo o montante de opções vinculadas ao S&P 500, mas batendo ações com capitalização muito maior do que a dela, como *Apple* por exemplo.

Tesla daily options volume



Fonte: Cboe Global Markets

Outro dado interessante é o volume financeiro de negociação em opções de *Tesla* ao longo de 2022: simplesmente U\$ 700 bi, maior do que o valor de mercado da empresa atualmente, que se situa ao redor de U\$ 600 bi. Presenciamos, sim, um efeito de “Cassinização” do mercado acionário e os efeitos disso, em nossa visão, constituem um risco real de um evento de cauda ao longo desse ano. E pior, um desconhecido, desconhecido.

Independente do objetivo desse contrato, a memória nos remete a estratégia de *portfolio insurance*, um dos catalizadores do *crash* de 1987.

É curioso, que o maior risco não está na mão do pequeno investidor. Ele, basicamente, perderá apenas o prêmio que colocou em risco. A exemplo do que correu em 1987, o risco é repassado ao “*dealer*”, ou seja, aquele que vende a opção ao investidor final e tem a necessidade de executar o ajuste de sua posição a vista, o *delta hedge*. No evento do preço de exercício da opção não ser atingido, esse mesmo *dealer*, se desfaz da posição na ação da empresa. Uma onda de vendas causada pela liquidação de posições de *delta hedge*, que venha a atingir preços de exercício inferiores, podem gerar uma nova onda de vendas com o efeito de potencializar ainda mais esse movimento.

Em um ambiente de mudança de regime de volatilidade, com a retirada de estímulos monetários por parte dos bancos centrais e condições de liquidez mais restritivas, um episódio como esse não pode ser descartado.

A nossos parceiros e clientes, estamos à disposição para debater o assunto em destaque ou qualquer outra dúvida de cenário que tiverem.

Carlos Carvalho,
CIO da Kínitro Capital

Kínitro

CAPITAL



KINITRO.COM.BR