



## QUANDO OS ASTROS DESALINHAM

Iniciamos o 2º semestre de 2024 com um tom mais cauteloso em relação à precificação de risco nos mais diversos segmentos dos mercados globais. Queremos deixar bem claro que não estamos sugerindo um posicionamento de *risk-off* nos ativos por causa do atual *valuation* dos mesmos, apenas acreditamos que o nível atual de prêmios é incompatível com a quantidade de eventos não só macroeconômicos, mas também geopolíticos que vivenciaremos nos próximos meses.

A seguir, elencamos alguns desses eventos.

A questão francesa, que consideramos não resolvida nas recentes eleições, afastou o risco da extrema direita colocando a esquerda com a maioria na composição do Parlamento Francês. Acreditamos, porém, que o grande embate se dará em setembro, quando o Governo Macron apresentará para a União Europeia sua proposta de orçamento. Nesse momento ocorrerá o ponto decisivo: para representar seu eleitorado, o governo francês precisará manter os atuais níveis de déficit fiscal, o que mantém a trajetória do mesmo insustentável. Se, por acaso, for obrigado pelo Parlamento Europeu a cumprir as metas pré-estabelecidas, assim tendo que adotar uma política de austeridade fiscal visando a convergir para o que havia sido combinado, novas revoltas populares serão prováveis, a exemplo do que ocorreu com os “Coletes Amarelos”.

Na Inglaterra, o *Labour Party* recuperou o poder após 14 anos, tomando 411 dos 650 assentos no parlamento, pouco menos do que o resultado obtido por Tony Blair em 1997. Keir Starmer, líder do partido e novo primeiro-ministro, conseguiu imputar a maior derrota aos conservadores na sua história.

A mensagem que se obteve nas urnas nas eleições de duas importantes economias do continente é, claramente, a insatisfação em relação aos incumbentes, apesar da reviravolta na recente eleição francesa da última semana. Porém, o aumento da popularidade da extrema direita verificada na primeira rodada das urnas é um aviso de pressões à frente.

Nos EUA, a eleição toma contornos dramáticos. O atual presidente, Joe Biden, teve um desempenho lamentável no primeiro debate realizado no fim de junho, podendo inclusive ser

obrigado a abandonar sua candidatura alegando falta de condições para permanecer no certame. A eleição desse ano pode ser uma das que gere maiores consequências em termos políticos nos EUA. Biden e os democratas representam a continuidade da atual política fiscal. Do outro lado, Trump significaria algo mais inflacionário em função de suas propostas de aumento de tarifas de importação, corte de impostos e menor imigração.

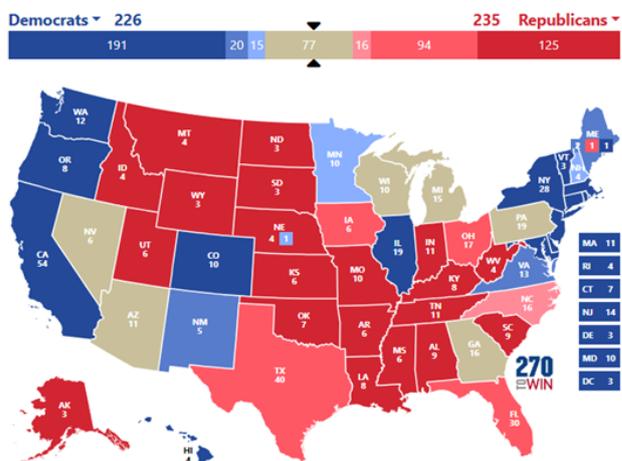
A eleição presidencial provavelmente será decidida em 6 estados chamados de “*Swing States*”. Três do norte, Michigan, Pensilvânia e Wisconsin, um no sudeste, a Geórgia, e dois no Oeste, com Arizona e Nevada.

Por enquanto, Trump mantém vantagem nas pesquisas em todos os *Swing States*. Nos estados de cima do meio oeste americano, sua vantagem é pequena, dois pontos em cada um deles. Nos demais, ele tem vantagem maior, entre quatro e cinco pontos.

Os republicanos devem retomar o controle do Senado com oito corridas acirradas por cadeiras e os democratas precisam da vitória em todas elas para trazer o equilíbrio de 50-50 mas, mesmo assim, precisariam do voto da atual vice-presidente, Kamala Harris, para desempatar.

Na Câmara de deputados, o controle da casa verá uma disputa mais apertada. Quem quer que ganhe terá o controle por uma margem muito pequena.

A eleição no Congresso é essencial para qualquer um dos partidos, no sentido de garantir a aprovação da agenda de reformas dos dois candidatos.



Fonte: 270 to win

## QUANDO OS ASTROS DESALINHAM

Em relação ao grande tema atual, o abandono, ou não, do presidente Biden de sua candidatura, em favor de outro candidato democrata, os mercados de aposta apresentaram forte virada após o desastre democrata no debate presidencial. Antes vista como 85% de chances da candidatura Biden representar o partido na eleição de novembro, essa estatística hoje roda ao redor de 50%.

Há apenas um episódio de alteração na chapa presidencial tão perto das eleições. Isso ocorreu em 1972, quando duas semanas após a convenção democrata, o Senador McGovern trocou seu companheiro de chapa, Senador Eagleton, pelo Sargento Schriver e seguiu na disputa para perder em todos os estados, com exceção de Massachusetts e Washington DC, para Richard Nixon. No entanto, não há precedente de como o processo de trocar um candidato à presidência num estágio tão avançado da campanha deveria ser feito. Imagina-se que uma situação como essa ocorreria da seguinte forma: primeiro, o estatuto do partido democrata não prevê a troca de um candidato escolhido nas primárias por outro postulante; segundo: Biden poderia manter o controle sobre a campanha. Ele pode instruir os delegados a escolherem na convenção de agosto seu provável sucessor(a), mas não teriam obrigação quanto a isso. Biden liberaria seus delegados na abertura da convenção e, com isso, eles elegeriam uma nova candidatura.

E quais seriam as implicações para os ativos?

Como mencionado no início desse texto, vivemos um momento curioso entre os riscos e os preços. Essa dicotomia pode estar sofrendo influência da oferta abundante de liquidez monetária, bem como de pacotes de auxílio pós-pandemia, principalmente nos Estados Unidos, onde se verificou um crescimento forte do consumo ao longo dos últimos anos, gerando um ganho de riqueza e sensação de manutenção desse cenário por um prazo mais prolongado. Tal percepção pode ser demonstrada nas respostas de uma recente pesquisa com agentes financeiros, que sugeriam uma probabilidade de recessão da economia americana nos próximos 12 meses em apenas 5%, contra 40% apenas um ano atrás. Além disso, a concentração de performance dos índices em apenas um setor, impulsionado pela ideia de que uma nova revolução tecnológica possa trazer um ganho espetacular

de produtividade para as economias globais, embuta naturalmente um risco, uma vez que ainda estamos em um período de ganho de maturidade sobre essa tecnologia. O nível de retorno futuro gerado pelo montante de capital investido, atualmente, por essas “*big techs*” em infraestruturas de inteligência artificial que, por sua vez, vem alimentando o valor de mercado de empresas como a Nvidia e correlatas, ainda não estão assegurados. Sobre esse ponto, as lições do passado nos trazem exemplos positivos (ciclo de computação em nuvem), mas também negativos (bolha da internet).

Por fim, ainda é válido ressaltar o certo ar de leniência quanto a questão fiscal mundial, ao nosso ver, bem mais importante nesse momento.

Verificamos na margem alguns indícios de que alguma desaceleração já vem ocorrendo em alguns setores, como o segmento de consumo, em que algumas empresas já avisaram que seus resultados para o trimestre, que se encerrou, devem surpreender negativamente. Algumas companhias apresentam desvalorização entre 20 e 30% no valor das suas ações nos últimos dois meses. Além disso, dados de cartão de crédito apontam para uma elevação no nível de inadimplência nas categorias de indivíduos de renda mais baixa, em função do esgotamento da poupança oriunda dos auxílios governamentais pós-pandemia.

Ademais, entramos em mais uma temporada de resultados das empresas e, dessa vez, com uma componente diferente nas expectativas. Elas preveem um crescimento dos resultados na ordem de +9%, trimestre vs trimestre, contra 0% dos números projetados para os mesmos períodos no passado recente.

E o que pode ser o evento catalisador imediato de uma correção nos preços dos ativos?

Quaisquer dos eventos políticos mencionados acima, atrelados a riscos geopolíticos no Oriente Médio, Rússia-Ucrânia, China-Taiwan, Israel-Irã, poderiam de certa forma quebrar o ambiente de complacência que presenciamos atualmente. Ou seja, o que não falta são nuvens no horizonte.

Em 2014, realizamos diversos estudos no sentido de tentar quantificar o padrão de volatilidade nos mercados, as vésperas da eleição no Brasil. Nossa conclusão na época era de que ao longo do processo eleitoral, normalmente iniciado no 2º

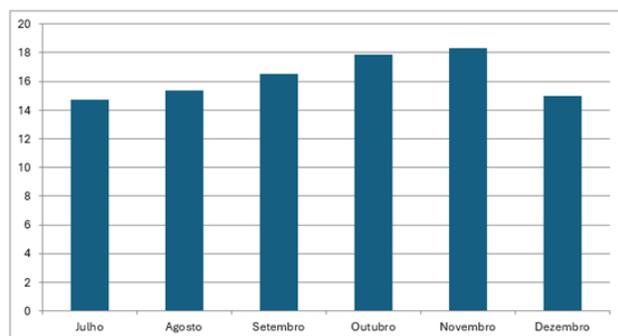
## QUANDO OS ASTROS DESALINHAM

semestre da eleição majoritária, os preços dos ativos apresentavam a característica de um aumento na dispersão dos mesmos.

Dada a nossa recente preocupação com o ambiente nos EUA, decidimos analisar os efeitos causados pelo calendário eleitoral frente a observações de eleições passadas. Entrando no 2º semestre de 2024, com os índices de ações perto de suas máximas e o índice de volatilidade, VIX, em níveis não verificados há muito tempo, seria importante o exame de precedentes históricos que nos auxiliariam a desenvolver um cenário para o restante de 2024.

Nossa análise conclui que na 2ª parte de anos eleitorais, a volatilidade dos mercados acionários, a exemplo do Brasil, também apresenta um incremento da ordem de 25%, como pode ser verificado no gráfico abaixo (VIX em anos de eleição). O padrão de sazonalidade do S&P500 é influenciado se o incumbente tenta ou não a reeleição. Como ainda não temos candidato definido, é de se esperar então que esse padrão possa, inclusive, potencializar os efeitos desse incremento já esperado.

### Índice Vix CBOE

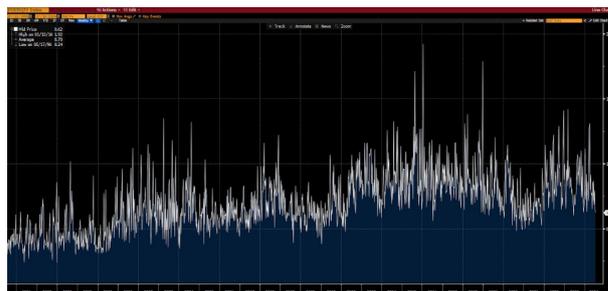


Fonte: Kínitro Capital

Em fevereiro do ano passado, escrevemos um estudo sobre o crescimento exponencial do volume de opções de ações com vencimentos no mesmo dia (ODte's). Nossa teoria é de que o incremento da utilização de derivativos com essa característica traz componentes de especulação que se assemelham mais a um Cassino, do que de um investimento em renda variável. De lá para cá, acompanhamos com certa perplexidade o aumento ainda maior de volume desse tipo de contrato aliados a mais um componente perigoso, a queda da volatilidade implícita dos mesmos. Ou seja,

usando a analogia de um Cassino em si, a “banca” hoje aceita receber menos para correr o risco das apostas contra ela. Tal dinâmica causou episódios perigosos no passado que se assemelham aos tempos atuais. Nos gráficos abaixo seguem alguns exemplos do nível de precificação de risco atual.

### CBOE Put/Call ratio – Mede o volume de contratos em aberto de opções de venda, normalmente utilizados para proteção pelos investidores, contra opções de compra



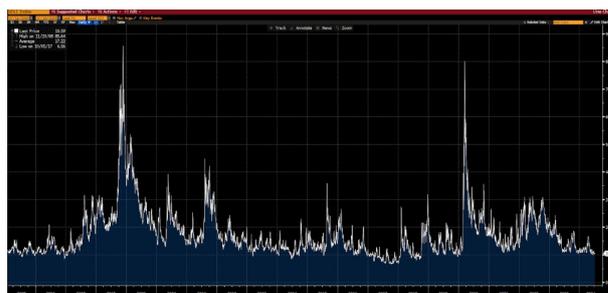
Fonte: Bloomberg- Kínitro Capital

### Volatilidade implícita utilizando o modelo Black & Scholes para uma opção de três meses de vencimento com delta de 0,25 (considerada uma proxy para risco)



Fonte: Bloomberg- Kínitro Capital

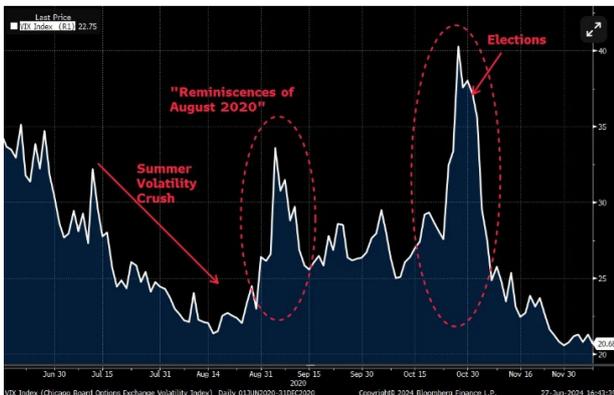
### VOLI Index – Mensura o nível real da volatilidade implícita das opções de S&P interpolando os preços de uma put sintética ATM para 30 dias



Fonte: Bloomberg- Kínitro Capital

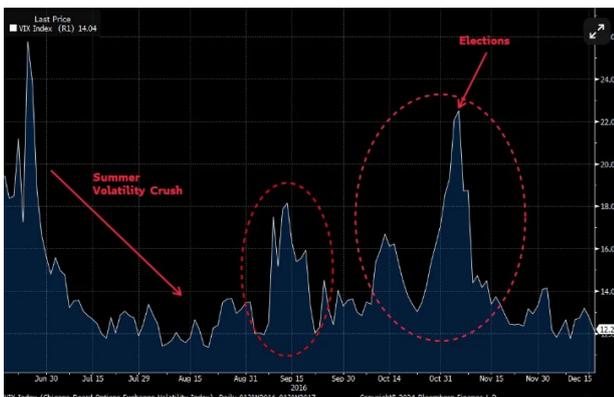
## QUANDO OS ASTROS DESALINHAM

### Índice Vix 2020



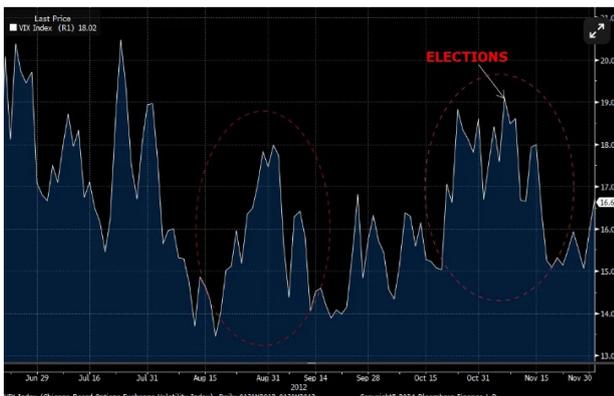
Fonte: Bloomberg- Shrubstack /Kínitro Capital

### Índice Vix 2016



Fonte: Bloomberg- Shrubstack /Kínitro Capital

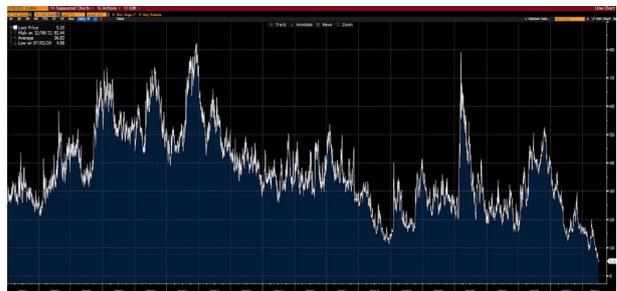
### Índice Vix 2012



Fonte: Bloomberg- Shrubstack /Kínitro Capital

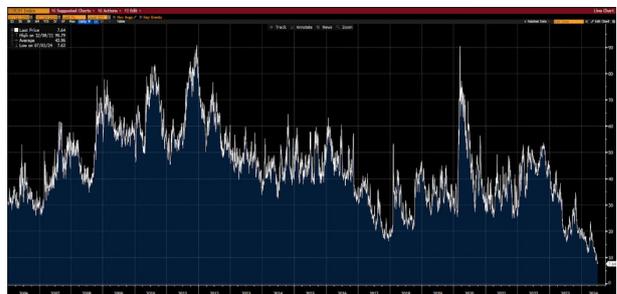
implícita de um índice e a realizada de um mesmo ativo. Os arbitadores vêm tentando capturar a diferença de uma cesta de ações em relação ao índice, utilizando-se de opções para capturar essa suposta ineficiência. O que nos preocupa é que essa estratégia tende a gerar performance positiva em momentos em que a correlação entre essa cesta e o índice em questão se apresenta em níveis baixos. No entanto, a medida que a correlação se aproxima de níveis históricos muito baixos, ou sem precedentes, o normal seria verificar a redução de exposição a tais apostas. O que temos observado tem sido exatamente o contrário. Nos atuais patamares, a proliferação de novos participantes dentro dessa estratégia tem sido de tal magnitude que um evento em que ocorra um incremento de correlação, ou seja, normalmente um episódio de *risk off*, a desalavancagem dessas posições pode causar efeitos similares aos das ODe's comentados anteriormente.

### Correlação S&P 30 dias



Fonte: Bloomberg- Kínitro Capital

### Correlação S&P 3 meses



Fonte: Bloomberg- Kínitro Capital

E, mais recentemente, começamos a perceber um outro instrumento com potencial para gerar deslocamentos ainda mais intensos nos preços, com impactos relevantes na precificação de risco.

Uma arbitragem, chamada *Trade* de Dispersão, que consiste na convergência entre a volatilidade

## QUANDO OS ASTROS DESALINHAM

### CONCLUSÃO

No início deste material, comentamos que nosso intuito não era estimular a montagem de posições com viés negativo, em função do patamar de preços que presenciamos nos mercados nos dias de hoje. A experiência nos ensinou que usar *valuation* como instrumento de *market timing* é uma estratégia perigosa. A ideia deste estudo é demonstrar o quão mal precificados alguns seguros se encontram e, com eles, proteger a exposição ativa de um portfólio ou, até mesmo se beneficiar da captura de uma boa relação de retorno vs. risco em uma aposta de *risk-off* com assimetria extremamente favorável ao nosso portfólio.

Aos nossos parceiros e cotistas, estamos à disposição para debater o assunto aqui abordado e compartilhado ou, qualquer outra dúvida que tiverem a respeito da nossa gestão e cenário.

*Carlos Carvalho*  
*CIO da Kínitro Capital*

#### *Post Scriptum:*

*Entre o término desse estudo e a publicação do mesmo, o mundo se surpreendeu com a tentativa de assassinato do líder nas pesquisas nos EUA, o ex presidente Donald Trump. Com isso, mais uma variável foi inserida no contexto já tumultuado que prevemos para os próximos meses: O extremismo na polarização do espectro político mundial nos dias de hoje.*

# Kínitro

CAPITAL



[KINITRO.COM.BR](http://KINITRO.COM.BR)