

K10



K10

REVISÃO DO CENÁRIO DE GRÃOS E PETRÓLEO

MILHO E SOJA

Ao longo dos últimos anos, ficamos cada vez mais convictos de que o balanço de riscos para os preços relativos da soja estava com viés baixista. A desaceleração do crescimento da demanda chinesa, o aumento de área plantada no Brasil e o aumento de produtividade agrícola no mundo resultam em um excedente de capacidade produtiva para os próximos anos (considerando os preços atuais).

Em 2024, geramos retorno positivo para o fundo com posições vendidas em soja e seus derivados. Já nos casos do milho e do trigo, os preços não vêm apresentando nenhum “prêmio de risco” claro, deixando assim as oportunidades (de compra ou de venda) geradas apenas pelos desequilíbrios de curto prazo.

Para o ano-safra 24/25, projetávamos um superávit de oferta de soja de 20 milhões de toneladas, o que implicaria preços por volta de 8.5 a 9 dólares por *bushel*. Essas projeções consideravam que o fator clima não teria efeitos (positivos ou negativos) sobre as diversas safras.

E como está sendo o realizado?

Para as regiões brasileiras que plantam soja em outubro e novembro, o clima foi muito próximo do ideal para o desenvolvimento do grão, o que nos fez aumentar nossa estimativa de produção no final de dezembro de 2024. Contudo, as estimativas de safra da Argentina foram revisadas gradualmente para baixo, dada a falta de chuvas a partir do meio de dezembro, e o USDA reduziu o tamanho final da colheita de soja americana. O mesmo relatório também diminuiu a produção estimada de milho nos Estados Unidos em 7 milhões de toneladas. Com isso, o balanço do milho ficou sem margem para novas quebras de safra, mas ainda não julgávamos as perdas de produção como suficientes para alterar nossa visão sobre a soja.

Portanto, construímos um livro de grãos formado por posições compradas em milho e trigo, em que os preços deveriam ser mais sensíveis a novos problemas de produção, e posições de maior tamanho vendidas na soja e no farelo de soja.

No entanto, as condições aquém das ideais observadas na Argentina e no Rio Grande do Sul na segunda quinzena de janeiro (e as projetadas para fevereiro) nos levaram a novos cortes nas estimativas de produção global – hoje, quase 12 milhões de toneladas abaixo da projeção de dezembro. Com isso, decidimos reduzir significativamente o livro, sem resultados expressivos para o fundo.

	SAFRA 22/23	SAFRA 23/24	SAFRA 24/25			
	Final	Final	15/dez	1º/jan	15/jan	Hoje
Brasil	161.0	155.0	173.0	175.0	175.0	171.0
<i>Delta</i>				2.0	0.0	-4.0
Argentina	25.0	49.5	52.0	52.0	49.0	45.0
<i>Delta</i>				0.0	-3.0	-4.0
Estados Unidos	116.0	113.3	121.4	121.4	118.8	118.8
<i>Delta</i>				0.0	-2.6	0.0
Outros exportadores*	24.5	29.9	30.4	30.9	30.9	30.2
<i>Delta</i>				0.5	0	-0.7
Produção exportadores	326.5	347.7	376.8	379.3	373.7	365.0
<i>Range</i>			(373-381)	(375-384)	(370-378)	(362-368)

*Outros exportadores: Paraguai, Uruguai, Bolívia, Canadá, Ucrânia



K10

PETRÓLEO

Como comentamos em nossa carta de agosto de 2024, passamos a ter uma visão mais baixista para o petróleo cru. Isso se deve, principalmente, ao *rebasings* das projeções de crescimento de demanda da China (com o país refinando 350 kbd menos petróleo em 2024 do que em 2023) e às surpresas recorrentes do crescimento de produtividade na produção de *shale oil* nos Estados Unidos.

Nesse cenário, a OPEC+, que já possui alta capacidade ociosa, não deveria conseguir aumentar sua produção sem gerar um superávit no mercado. Nossas projeções de oferta e demanda apontavam para um superávit de cerca de 1 mbd de petróleo cru no primeiro semestre, mesmo com a OPEC+ mantendo a produção inalterada. Com isso, víamos os preços, para os próximos 18 meses, de 20% a 25% abaixo da média dos últimos dois anos, além de vulneráveis a uma correção ainda maior caso houvesse desaceleração global.

No entanto, os preços não refletiam completamente esse cenário, pois os níveis de estoques eram muito baixos. Caso nosso cenário colocado acima se realizasse, os *time spreads* do petróleo deveriam atingir uma inclinação positiva de +0.2\$/bushel a +0.4\$/bushel ao mês, a partir da tela de março.

Em dezembro de 2024, o governo Biden – em seu período *lame duck* e já sem preocupações quanto ao preço do petróleo – sancionou navios e entidades relacionadas à exportação de petróleo iraniano, que havia sido totalmente normalizada durante a sua administração.

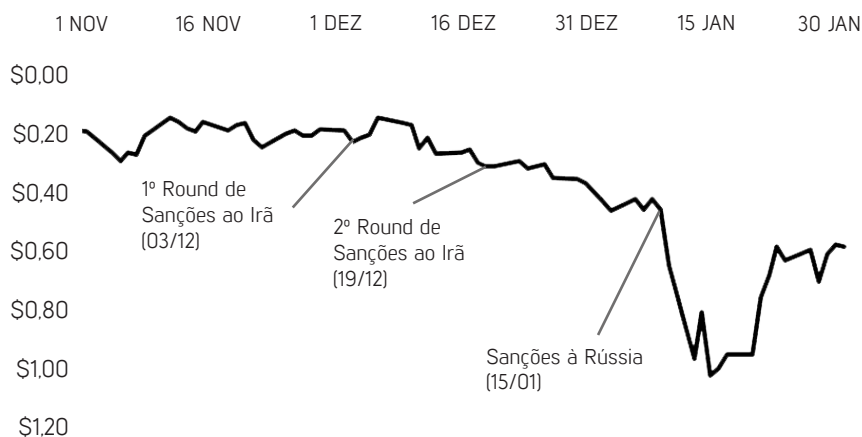
As sanções causaram um forte desequilíbrio de curto prazo, exigindo, dentre outras ações, a troca da mercadoria para embarcações ainda não sancionadas (aumentando o custo de frete), e forçaram os chineses a comprar petróleo de outras origens. Como consequência desses desequilíbrios, os *time spreads* foram para preços por volta de -0.8\$ ao mês.

Nesses preços, e confiantes de que a esperada política *max pressure* do governo Trump sobre as exportações do Irã só teriam impacto no mercado físico no final do segundo semestre, aproveitamos o início de janeiro para aumentar de forma importante nossa posição inclinada.

No entanto, no último dia 15 de janeiro, o governo Biden anunciou inesperadamente um novo pacote de sanções, dessa vez direcionado à Rússia, quatro vezes mais relevante para o balanço global. O pacote não atingiu apenas navios, mas empresas produtoras e uma série de facilitadores do comércio russo. Como consequência, os países compradores (China e Índia) congelaram suas importações e compraram petróleo de outras origens, trazendo uma segunda onda altista para os preços de curto prazo, o que aumentou a inversão das curvas.

Apesar de não estar claro qual será a política adotada pela nova gestão, optamos por reduzir e alongar nossas posições baixistas.

WTI SET 25 – WTI MAR 25 EM USD/MÊS



K10

CENÁRIO MACRO

A política econômica do novo governo dos EUA está sendo delineada de forma mais clara: desregulamentação dos setores de tecnologia e energia; medidas de combate à imigração ilegal, inclusive com aumento relevante das deportações; e a agenda de tarifas sobre as importações. Ainda não são conhecidas a calibração e a magnitude das medidas, o que afeta de forma significativa o caminho e o *end-game*, mas a combinação acima deve produzir mais atividade e inflação nos EUA. Isso deveria exacerbar a divergência do ciclo econômico e, por consequência, dos ciclos de política monetária entre diversos países desenvolvidos, dando fim ao sincronismo que temos experimentado desde a pandemia.

A divergência do ciclo econômico e da política monetária cria um ambiente para que os ativos norte-americanos sigam *outperformando*. Seguimos comprados nos dólar norte-americano contra uma cesta de moedas e nas bolsas dos EUA.

POSIÇÕES

Moedas

Mantivemos a posição comprada no dólar norte-americano e as posições vendidas no renmimbi chinês e no franco suíço. Zeramos a posição comprada no dólar australiano e as vendidas no real e no euro. Adicionamos posições vendidas na libra esterlina, no dólar de Hong Kong e no baht tailandês e uma posição comprada na lira turca.

Bolsa

Mantivemos as compras da bolsa norte-americana, da bolsa chinesa e da bolsa da Coreia do Sul. Adicionamos compra da bolsa do Canadá.

Commodities

Mantivemos as posições compradas no ouro, no cobre e no trigo, e as posições vendidas em soja, alumínio e na curva de petróleo. Zeramos a posição comprada em açúcar e adicionamos posição comprada no milho.

Juros

Seguimos com as posições aplicadas na Suécia e com posições tomadas nas inclinações de Europa e Suécia. Zeramos as posições aplicadas em Canadá, EUA e México. Adicionamos posição aplicada em juro real de Brasil.

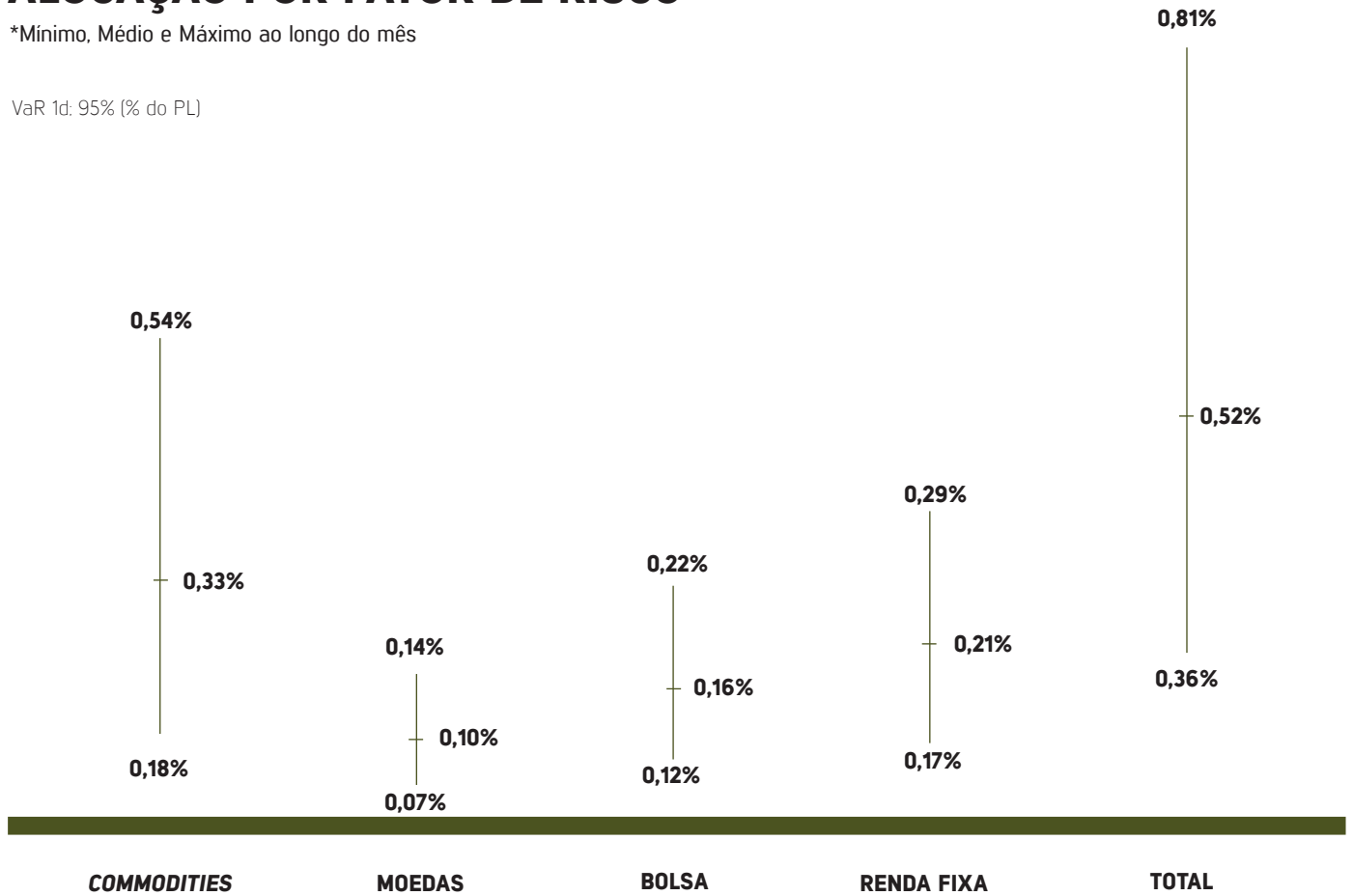


K10

ALOCAÇÃO POR FATOR DE RISCO*

*Mínimo, Médio e Máximo ao longo do mês

VaR 1d: 95% [% do PL]



ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

ESTRATÉGIAS	JAN '25	2025	12M	24M	60M	DESDE INÍCIO
JUROS	0,63%	0,63%	-1,96%	-7,41%	11,22%	19,53%
MOEDAS	-0,07%	-0,07%	0,63%	0,92%	9,03%	2,35%
BOLSA	0,63%	0,63%	1,15%	5,42%	25,75%	34,82%
COMMODITIES	-1,84%	-1,84%	1,42%	3,89%	36,10%	47,31%
CAIXA E CUSTOS	-0,09%	-0,09%	-2,44%	-5,21%	-32,24%	-46,62%
CDI	1,01%	1,01%	10,92%	25,20%	52,06%	68,11%
PERFORMANCE DO FUNDO	0,28%	0,28%	9,73%	22,82%	101,92%	125,51%
% CDI	27,60%	27,60%	89,05%	90,55%	195,77%	184,27%



K10

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.

**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144
10º e 11º andar, Itaim Bibi
São Paulo, SP – 01451-000
(11) 3956-0600
kapitalo.com.br

K10

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.



KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA
Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144
10º e 11º andar, Itaim Bibi
São Paulo, SP – 01451-000
(11) 3956-0600
kapitalo.com.br