

K10



K10

FOI A NOMEAÇÃO DE KEVIN WARSH O “MINSKY MOMENT” DA PRATA?

No mês de janeiro o fundo Kapitalo K10 teve retorno de 2,49% contra 1,16% do seu *benchmark*. Os livros de bolsa, juros e moedas tiveram resultados positivos, enquanto o livro de *commodities* apresentou resultado negativo.

As reuniões dos bancos centrais trouxeram novidades importantes. Após três cortes consecutivos, o Fed decidiu manter a taxa de juros inalterada, apoiado em um maior conforto com a retomada da atividade e alguns sinais de estabilização no mercado de trabalho. No Brasil, o Banco Central reconheceu a melhora da inflação e a desaceleração da economia, passando então a sinalizar o início de um ciclo de recalibragem da política monetária na reunião de março.

Já no fim do mês, Trump decidiu nomear Kevin Warsh como o novo *chairman* do Fed. Warsh é reconhecido como um tecnocrata independente, o que reforça a institucionalidade do Banco Central dos Estados Unidos. Além disso, ele defende uma revisão mais profunda das ações adotadas pela autoridade monetária desde a crise financeira de 2008, o que parece bem alinhado com a agenda do secretário do tesouro, Scott Bessent¹. Ele argumenta que o Fed tem atuado de maneira excessiva no mercado financeiro, notadamente via a expansão de seu balanço e maior uso de poder regulatório. Tais práticas possuem eficácia duvidosa em expandir a economia e manter a inflação baixa e acabam por gerar efeitos distributivos relevantes, afetando a credibilidade e a independência do Fed.

Os eventos geopolíticos também tiveram destaque: a captura de Nicolás Maduro, para ser julgado pelas cortes norte-americanas por tráfico internacional de drogas, foi uma operação militar exemplar. A rediscussão dos direitos de uso da Groenlândia deve começar em outra base de referência. As manifestações populares no Irã abriram uma janela para renegociação com o atual regime sobre o total abandono do programa nuclear do país.

A maior atuação do governo norte-americano no âmbito geopolítico, somada às ameaças de novas tarifas de importação e à agenda interna mais populista mirando as eleições de *midterm*, reacenderam o ímpeto por diversificação dos portfólios globais para ativos do resto do mundo. Como exemplo, alguns fundos de pensão internacionais sinalizaram a redução da alocação em ativos norte-americanos. Essa busca por diversificação beneficiou os ativos de países emergentes, principalmente as bolsas, e algumas *commodities*.

Nesse contexto, seguimos com um livro com posições aplicadas em juros de forma seletiva. Nosso livro de moedas está com risco baixo, mas segue vendido no dólar norte-americano contra países emergentes. Mantivemos um livro de ações comprado em países emergentes e em tecnologia nos Estados Unidos. No livro de *commodities*, mantivemos posição vendida em petróleo, mas reduzimos a nossa exposição ao ouro.

¹ http://www.international-economy.com/TIE_Sp25_Bessent.pdf



K10

OURO: ATUALIZAÇÃO

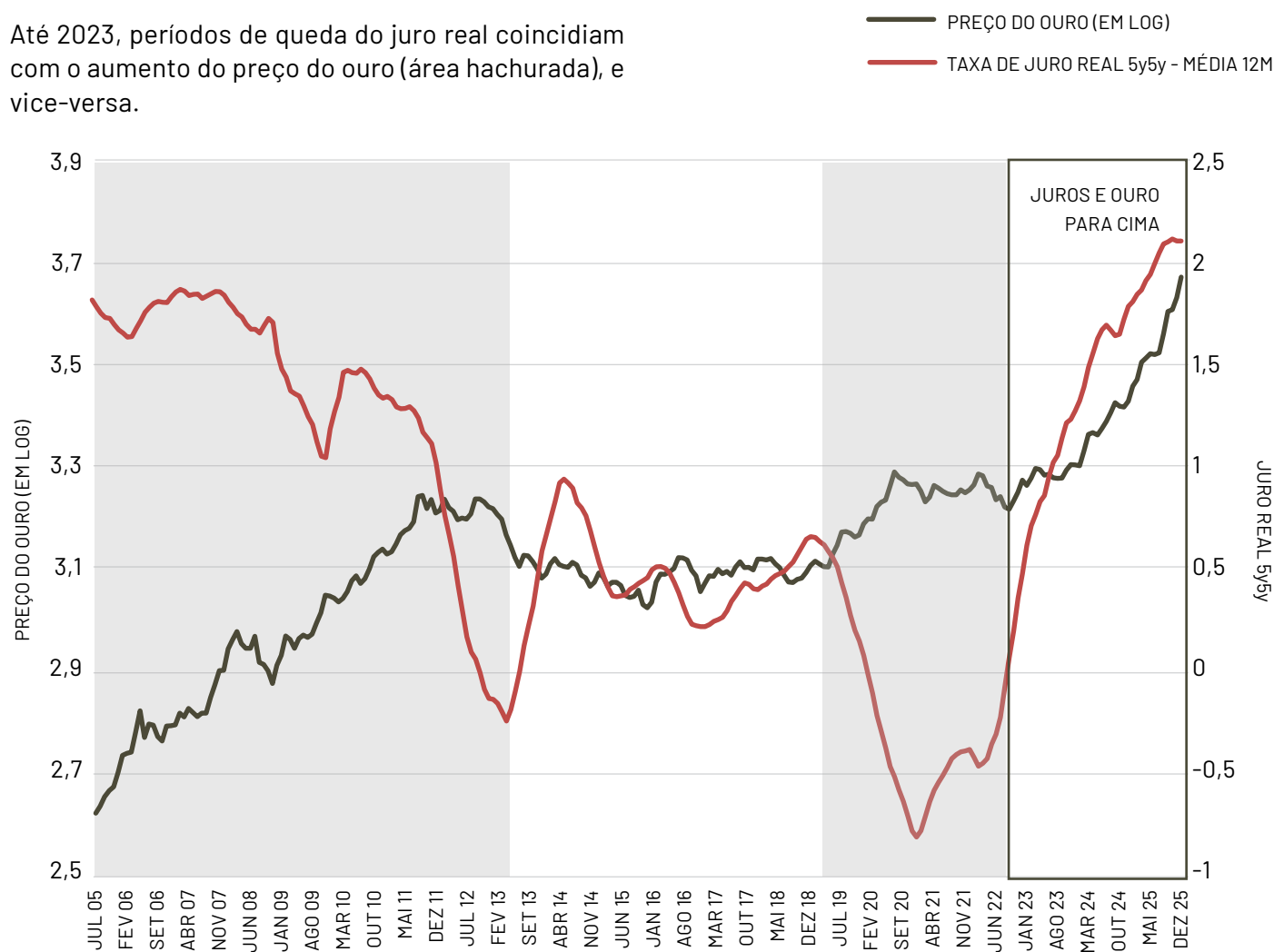
Em 2020, dedicamos uma carta mensal do K10 para analisar o ouro como alternativa de investimento². Na época, tínhamos uma visão bastante construtiva que era fundamentada: **(1)** pelo aumento dos déficits fiscais e do endividamento público; e **(2)** pelas

políticas monetárias extremamente acomodáticas decorrentes dos efeitos recessivos da pandemia. Aquele ambiente nos parecia propício para que o ouro viesse a se tornar uma alocação importante nos portfólios de investidores públicos e privados.

GRÁFICO 1:

EUA: TERMO DE JURO REAL 5Y5Y E PREÇO DO OURO

Até 2023, períodos de queda do juro real coincidiam com o aumento do preço do ouro (área hachurada), e vice-versa.



Contudo, a partir de 2023, passamos a presenciar um comportamento distinto. Apesar do expressivo aperto das condições monetárias, as sanções impostas pelos Estados Unidos às reservas internacionais da Rússia geraram uma aceleração, principalmente pelos bancos centrais, das compras

de ouro como alternativa aos ativos norte-americanos para reservas internacionais. Esse movimento foi seguido por outros investidores públicos e privados. Nos últimos três anos, a prevalência do ouro nos portfólios globais aumentou significativamente, e os preços reagiram.

² https://www.kapitalo.com.br/wp-content/uploads/2020/02/Carta-K10_Abril-2020-1.pdf

K10

PRATA: COMMODITIES TAKE NO PRISONERS

No livro *The Crowd: A Study of the Popular Mind*, Gustave Le Bon descreve com perfeição os mecanismos políticos, sociológicos e psicológicos que levam indivíduos “racionais” a se comportarem de forma tão diferente quando se tornam parte de um grande grupo. Esses mecanismos também servem para explicar porque os mercados podem tornar-se irracionais, com o preço descolando de forma significativa do fundamento. Ótima leitura.

A forte alta nos preços do ouro nos últimos anos gerou *spillovers* para outros ativos: era previsível que uma das consequências de uma maior valorização do ouro

fosse um aumento da demanda por outros metais preciosos, como prata e PGMs (metais do grupo da platina). Apesar de não serem utilizados atualmente pelos bancos centrais como reserva internacional, esses metais já funcionaram como lastro/moeda no passado distante e têm correlação alta com o ouro.

Contudo, no caso específico da prata, enxergamos alguns fatores de curto prazo que, em nosso julgamento, fizeram o preço divergir da sua relação histórica com o ouro e do seu balanço de oferta e demanda.

GRÁFICO 2: RAZÃO ENTRE O PREÇO DO OURO E O PREÇO DA PRATA

Movimento similar ao de 2011: a prata caiu 50% nos dois anos seguintes.



K10

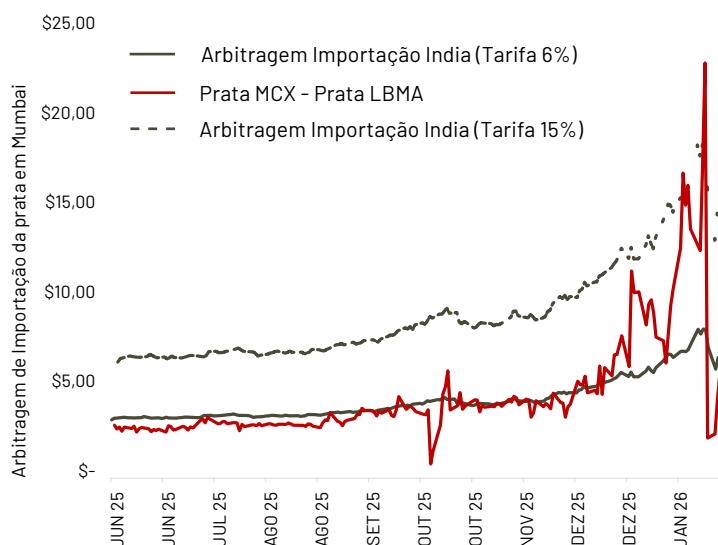
A partir do segundo trimestre de 2025, as discussões sobre a nacionalização da oferta de materiais críticos aumentou em alguns países. A expectativa da implementação de uma tarifa de importação da prata nos Estados Unidos fez com que uma quantidade importante do metal fosse transferida para dentro do país, originado principalmente do Reino Unido, que é o maior hub de negócios da *commodity*.

Essa forte demanda por mercadoria física somou-se ao sequestro vindo das compras de prata pelos ETFs de varejo (que mantêm prata física custodiada localmente como lastro das cotas), eventualmente causando um *squeeze* de prata em disponibilidade imediata em Londres.

Outro evento similar parece ter acontecido na Índia, onde o contrato local passou a subir em relação às demais bolsas a partir do início de novembro (gráfico 3), em antecipação a um eventual aumento da tarifa de importação para o ano fiscal de 2026 (começando em 1º de fevereiro). Sendo a Índia o maior importador do metal, estimamos que a soma deste *front loading* de demanda e o acúmulo preventivo de estoques (*hoarding*) tenham sido significantes. A combinação dos dois eventos constitui um choque de demanda relevante para este mercado.

GRÁFICO 3: PARIDADE DE IMPORTAÇÃO ÍNDIA VS. LONDRES

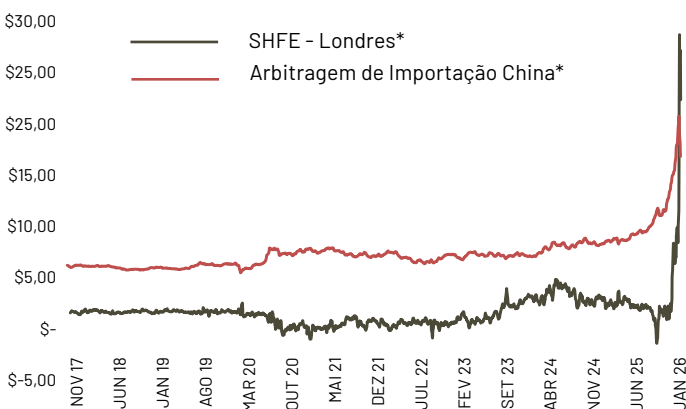
Os preços da prata nas bolsas da Índia estavam bem acima dos preços em Londres.



Logo em seguida, quando houve o início das transações dos contratos de PGM nas bolsas chinesas, e a prata transacionada em Xangai começou a negociar com prêmio em relação às bolsas estrangeiras, o movimento de preços foi ainda mais abrupto. Atribuímos essa fase mais aguda do movimento à intensificação das compras de ativos ligados a metais por parte dos investidores de varejo chineses. Em janeiro, os níveis de negociação diários foram recorde; o ETF de prata negociado na China chegou a ter um prêmio de 42% em relação a seu NAV³; a arbitragem de exportação de Londres para Xangai abriu pela primeira vez na história (gráfico 4) e o contrato da SHFE passou a operar em *backwardation*. Ao mesmo tempo, volatilidade implícita na CME atingiu 110% (*breakeven* diário de quase 7%).

GRÁFICO 4: PARIDADE DE IMPORTAÇÃO CHINA VS. LONDRES

Os preços da prata nas bolsas da China estavam bem acima dos preços em Londres.



*Dada a dificuldade de visualização das séries pela diferença do horário de ajuste, realizamos uma suavização.

No entanto, nas últimas duas semanas do mês, um relatório do governo dos Estados Unidos aliviou parcialmente a expectativa de uma tarifa potencial na prata, o governo indiano decidiu manter a tarifa de importação em 6%, e o governo chinês criou uma série de restrições (limite de contrato, aumento de margem e fechamento do ETF) para evitar que a mania especulativa continue, o que normalmente só ocorre em momentos de estresse financeiro.

³ Bloomberg

K10

OPORTUNIDADE?

Sabemos que pegar reversões de tendências de preços, ainda mais quando são agudas, não é uma tarefa fácil. Nos mercados de commodities, a maioria de nossas posições direcionais buscam capturar uma tendência. Contudo, nesse caso, diversos aspectos técnicos apresentavam sinais extremos, o que historicamente indicam que as chances são favoráveis para uma reversão ou correção da tendência atual. Montamos uma posição vendida na prata durante o mês de janeiro com orçamento de perda definido. Essa posição teve resultado positivo, contribuindo com 0,61% para o fundo, mas a prata terminou subindo 18% no mês e forçou uma redução de parte de nossas posições vendidas.

NACIONALIZAÇÃO DE RECURSOS NATURAIS E BALANÇO DE OFERTA E DEMANDA: A PRATA É UM MATERIAL CRÍTICO?

Para alguns usos do metal, sim.

Contudo, a quantidade de material destinada a aplicações estratégicas é muito pequena em relação à oferta total. O uso industrial total da prata é de aproximadamente 60% da oferta anual, sendo que a maior parte disso são as aplicações em painéis fotovoltaicos, soldas e vidros. Apenas 25% da oferta se destina para usos de interesse militar ou de alta tecnologia⁴.

Assim, a probabilidade de que os governos criem estoques ou tentem estimular produções nacionais através de tarifas nos parece menor do que no caso de outros metais. Não bastasse a baixa representatividade da oferta total, a prata também se encontra em um superávit contínuo nos últimos vinte anos, com os estoques em barras crescendo acima de 5 bilhões de onças em 2004 para mais de 8 bilhões⁵ ao final de 2025 (sendo 9 a 10 vezes a demanda atual).

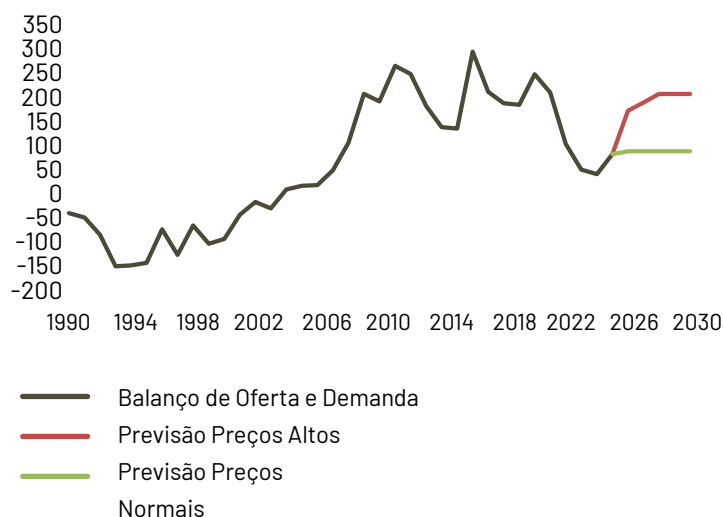
Além disso, com a alta recente dos preços, espera-se um aumento da oferta de material reciclado, semelhante ao que aconteceu no último período de preços elevados, entre 2010 e 2013, podendo adicionar de 50 a 100 milhões de onças à oferta anual

(isto é, 5% a 10% da produção anual). Pelo lado da demanda, acreditamos que já estão ocorrendo tanto a substituição quanto o racionamento. No setor de painéis fotovoltaicos, por exemplo, já há um esforço para diminuir a intensidade do uso de prata, que deve acelerar com os níveis atuais de preço (algumas estimativas apontam para 20-25% do custo dos painéis, contra apenas 5% há dois anos). Esse efeito tem potencial de retirar 50 milhões de onças anuais de demanda já em 2026⁶.

Por fim, vale notar que a oferta de prata é bastante pulverizada. China e Rússia somadas representam apenas 18% da mineração anual. A oferta conjunta de México, Chile, Bolívia, Peru, Argentina, Canadá e o próprio Estados Unidos representam um terço da mineração anual.

GRÁFICO 5: BALANÇO DE OFERTA E DEMANDA DA PRATA

Neste patamar de preços haverá aumento importante da oferta de prata.

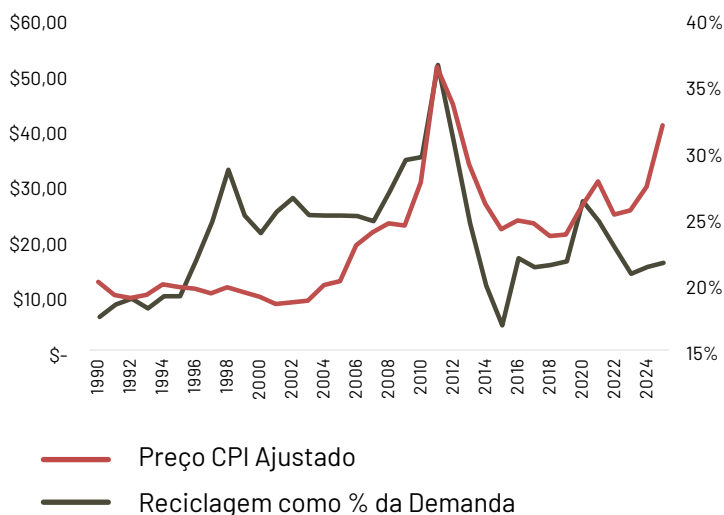


⁴ The Silver Institute / ⁵ The Silver Institute; Kapitalo Investimentos/ ⁶ JP Morgan

K10

GRÁFICO 6:
PREÇO DA PRATA VS OFERTA DE PRATA RECICLADA

Os preços atuais incentivam a reciclagem, como ocorreu em 2011.

ALGUM SINAL DE DEBASEMENT
EM OUTROS MERCADOS?

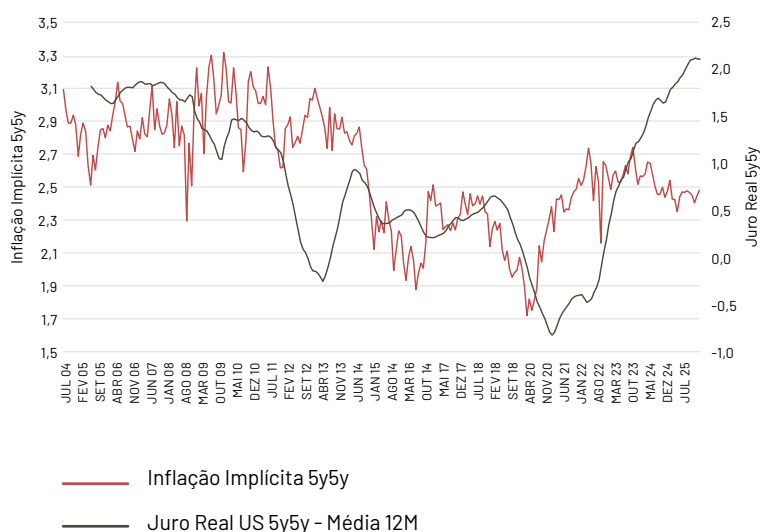
Como citamos na carta de 2020, o motivo fundamental para o aumento da alocação em ouro vem de uma expectativa da perda de valor do numerário (debasement) causado pelo aumento do endividamento público e a consequente repressão financeira.

Até o momento, não vemos sinais nos mercados financeiros de que esse processo de *debasement* tenha começado.

Os investidores seguem se beneficiando de retornos reais positivos nos títulos públicos do governo dos Estados Unidos e a inflação implícita segue com prêmio de risco próximo ao histórico recente (Gráfico 7). Além disso, o dólar norte-americano segue apreciado em termos históricos e continua representando uma parcela significativa das reservas internacionais dos bancos centrais, sendo ainda a moeda mais utilizada no comércio internacional.

GRÁFICO 7:
EUA: INFLAÇÃO IMPLÍCITA 5Y5Y VS.
JURO REAL 5Y5Y

A inflação implícita segue comportada e o juro real está com prêmio acima do compatível com o nível da inflação implícita.



K10

CONCLUSÃO

Acreditamos que nesses processos de realocação de portfólios, as tendências de preços não são graduais. O mais provável é continuarmos observando sequências de saltos de preços, com correções, ao longo caminho. No caso específico do ouro, devido à demanda cativa dos bancos centrais, o K10 vai seguir com a estratégia de manter posições compradas, mas operando de forma anticíclica.

POSIÇÕES

Moedas

Seguimos comprados em iene japonês, lira turca, peso chileno, rand sul-africano e rúpia indiana contra o dólar norte-americano. Adicionamos compra do real brasileiro e venda do euro.

Commodities

Mantivemos posições vendidas em café, milho, zinco, e petróleo e continuamos comprados em alumínio. Reduzimos a posição comprada em ouro e zeramos a posição comprada em gás natural. Adicionamos posição vendida em prata.

Bolsa

Seguimos comprados nos Estados Unidos e na Argentina. Zeramos a posição comprada em China e adicionamos posição vendida em Brasil.

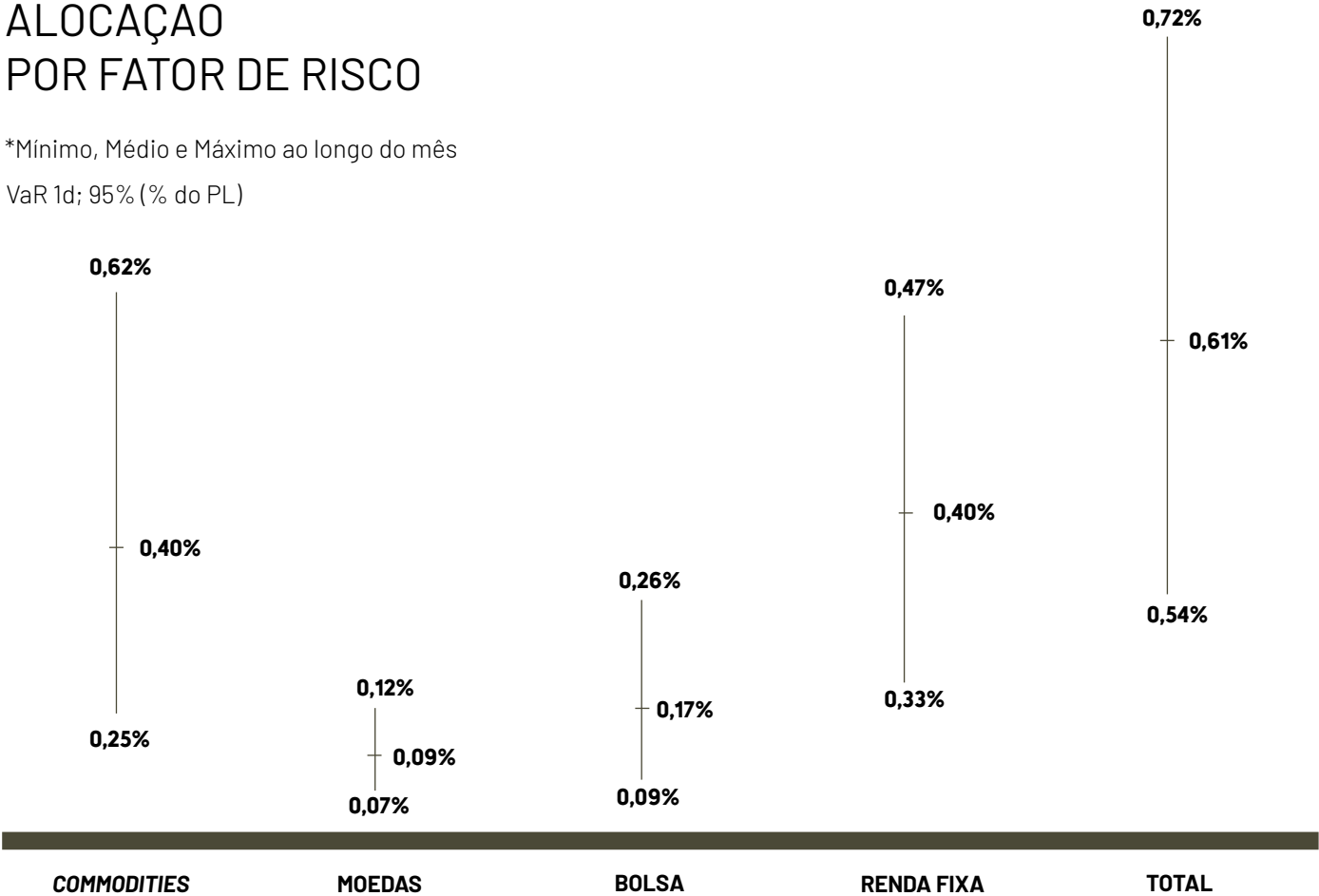
Juros

Mantivemos posições aplicadas no Brasil, na Europa, na Suécia, no Canadá, no México e na África do Sul. Continuamos com posições tomadas em Chile e na parte longa dos EUA. Adicionamos posição aplicada na parte longa das curvas de Japão e Austrália.

K10

ALOCAÇÃO
POR FATOR DE RISCO

*Mínimo, Médio e Máximo ao longo do mês
VaR 1d; 95% (% do PL)

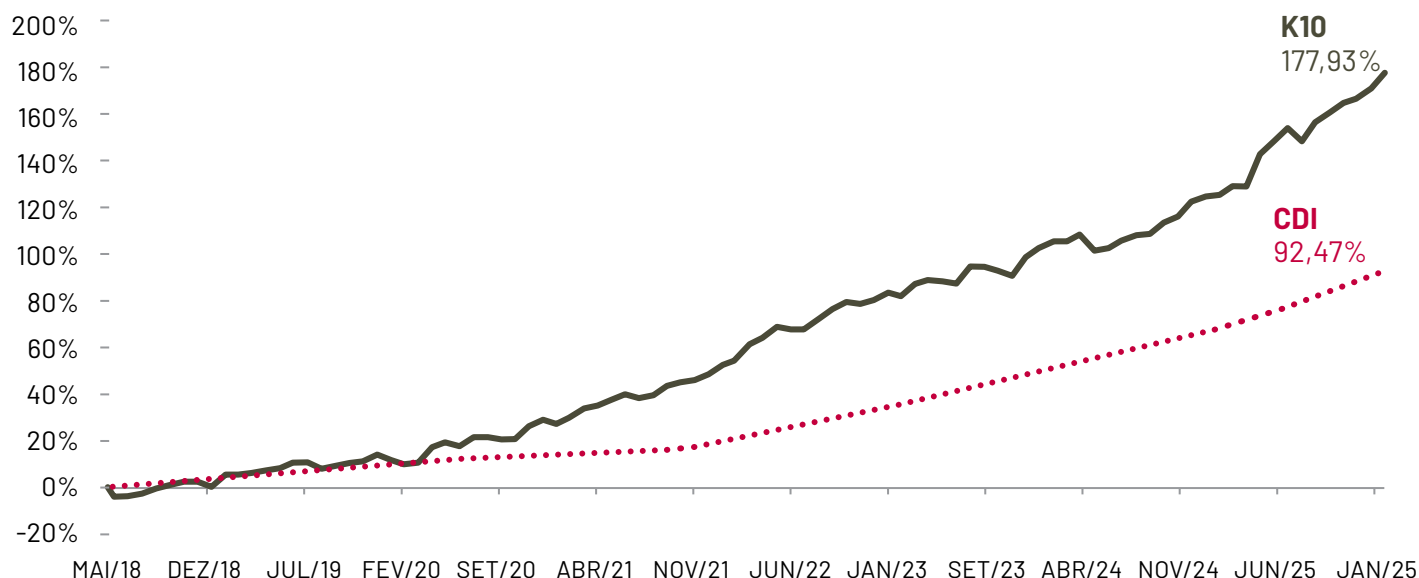


ATRIBUIÇÃO
DE PERFORMANCE

K10 FIQ

	JAN/26	2026	12M	24M	60M	DESDE INÍCIO
Juros	1,42%	1,42%	1,05%	-1,09%	9,36%	24,73%
Moedas	0,44%	0,44%	1,72%	2,61%	7,33%	6,58%
Bolsa	0,27%	0,27%	2,11%	3,62%	26,82%	44,62%
Commodities	-0,41%	-0,41%	8,07%	10,48%	37,72%	72,37%
Caixa e Custos	-0,40%	-0,40%	-4,19%	-7,39%	-32,53%	-62,83%
CDI	1,16%	1,16%	14,49%	26,99%	69,79%	92,47%
Performance do Fundo	2,49%	2,49%	23,25%	35,24%	118,48%	177,93%
%CDI	213,80%	213,80%	160,47%	130,54%	169,78%	192,43%



K10**PERFORMANCE
DESDE O INÍCIO**

Este conteúdo foi preparado pelas gestoras Kapitalo (Kapitalo Investimentos Ltda. e Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda.), 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. As gestoras não se responsabilizam 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 pelas gestoras Kapitalo. 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 das gestoras.

**Autorregulação
ANBIMA****Gestão de Recursos****kapitalo**
investimentos**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144

11º andar - Itaim Bibi

01451-000 - São Paulo, SP

(11) 3956-0600

kapitalo.com.br