

K10



CENÁRIO

O fundo K10 obteve retorno de 1,65% em setembro. O livro de *commodities* apresentou resultado positivo, fruto das alocações compradas em ouro. Os demais livros foram detratores de performance.

Os dados de atividade seguem apontando para uma economia global em desaceleração moderada e com baixa inflação, o que tem permitido a recalibragem da política monetária pelos bancos centrais. Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* (Fed) reiniciou o ciclo com corte de 0,25% e indicou dois cortes adicionais de mesma magnitude em 2025. No Canadá, o Banco do Canadá (*Bank of Canada* – BoC) cortou a taxa de juros em 0,25% e deixou os próximos passos em aberto. Na Suécia, por sua vez, o *Riksbank* cortou a taxa de juros em 0,25%, mas indicou que provavelmente este foi o último do ciclo atual.

O cenário macroeconômico ainda parece favorável para ativos de risco. O livro do K10 continua aplicado em juros de forma seletiva e comprado em ações.

Nos parágrafos a seguir, apresentamos uma breve descrição de alguns casos de investimento que temos perseguido.



K10

1. ARGENTINA

A derrota contundente nas eleições legislativas da Província de Buenos Aires, somada a novas denúncias de corrupção e às constantes derrotas legislativas, levou o mercado a questionar a viabilidade do governo Milei.

Os preços dos ativos locais sofreram fortemente e o mercado vem testando os limites do atual programa econômico. O peso argentino se desvalorizou e atingiu o teto da banda cambial, exigindo vendas expressivas de reservas pelo Tesouro e pelo Banco Central.

A percepção de que a Argentina chegaria em novembro com reservas ainda menores, deteriorando de forma significativa sua capacidade de pagamento da dívida externa, fez com que a probabilidade de *default* implícita no *Credit Default Swap* (CDS) de 5 anos subisse de forma relevante.

Essa dinâmica foi contida graças ao Tesouro dos Estados Unidos, que anunciou estar disposto a fazer o que for necessário para auxiliar a Argentina. Na sequência, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento também se mostraram dispostos a ampliar os programas de auxílio.

A economia apresenta hoje superávit fiscal, pequeno déficit em conta corrente e o governo possui um nível de popularidade historicamente compatível com uma eleição razoável. Contudo, a baixa representatividade do governo no Congresso, o câmbio apreciado e o baixo nível de reservas são fragilidades que provavelmente serão endereçadas após a eleição de outubro.

Um resultado razoável nas eleições legislativas deveria resultar em uma combinação de governo mais forte no Congresso e com melhor interlocução política, câmbio mais depreciado e reservas mais elevadas, impulsionadas pela ajuda dos Estados Unidos. Isso deveria levar a uma melhora substancial nas probabilidades de *default*. Diante disso, decidimos ajustar nossa exposição, reduzindo nossa carteira de ações e aumentando a exposição a crédito.

2. PETRÓLEO

Após não obter progresso nas negociações por um eventual fim da guerra, o governo Trump passou a permitir que a Ucrânia ampliasse seus ataques à infraestrutura energética russa. Tanques de estocagem, oleodutos e terminais de exportação foram atingidos pela primeira vez desde o início do conflito, e o total de refinarias russas incapazes de operar normalmente passou a representar cerca de 15% da capacidade total. Vemos como considerável o risco de alguma interrupção na oferta da Rússia nos próximos meses.

No entanto, os dados de *ship tracking* passaram a corroborar o aumento de produção prometido pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (*Organization of the Petroleum Exporting Countries – OPEC*), levando os estoques de petróleo em trânsito aos níveis mais altos desde 2020.

Os preços do mercado físico começaram a corroborar um superávit, com o prêmio do petróleo *spot* na Ásia atingindo o menor nível desde junho, e as cotações de frete para novembro quase dobrando desde o início de agosto. Dado o tamanho do excesso de oferta projetado, achamos que, mesmo com algum problema de oferta, o preço de equilíbrio do mercado ainda seria bem inferior ao atual. Portanto, mantivemos nossa posição vendida em petróleo, mesmo diante do aumento do risco geopolítico.

3. MILHO

No relatório *World Agricultural Supply and Demand Estimates* (WASDE) de agosto, o Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (*United States Department of Agriculture – USDA*) apontou estoques de milho elevados para os padrões históricos dos Estados Unidos. No entanto, o preço subiu de US\$ 3,70 para US\$ 4,30 entre os relatórios de agosto e setembro.



K10

Acreditamos que o movimento é explicado por um *short covering* das posições de especuladores – que estavam vendidos em 200 mil lotes no período do relatório – em meio à preocupação do mercado de que a produção americana seria revisada para baixo, diante de relatos de fazendeiros sobre incidência acima do normal de doenças, além de um fluxo forte de vendas para exportação nos últimos dois meses. Não compartilhamos dessas preocupações e acreditamos que o balanço do milho suporte preços mais próximos dos custos de produção.

Primeiramente, os modelos estatísticos baseados no clima, os dados de *Normalized Difference Vegetation Index* (NDVI), o relatório de conditions e os *tours* de safra corroboram uma produtividade alta para a safra norte-americana. Parte do mercado parece estar fazendo uma relação entre a falta de chuva no período final da safra (a partir de 15 de agosto) e revisões na produtividade, dado que isso ocorreu no ano passado. Porém, estatisticamente, essa relação não parece existir.

O número forte de vendas de exportação até o momento se deve a um *front loading* por parte de alguns importadores, bem como à comercialização atrasada no Brasil e na Ucrânia.

Esses países se encontram, respectivamente, com estoques sazonalmente altos e uma colheita em atraso – e devem competir entre si para ampliar suas exportações nos próximos meses.

Para o ano-safra 2025/2026, vemos a exportação americana significativamente menor que a estimada pelo USDA. O órgão considera um aumento das importações chinesas de milho, hipótese que não é sustentada nem pelos preços internos na China nem pelo clima benigno durante o período que determinou a produtividade da safra local. Além disso, o USDA não contempla um aumento das exportações da Argentina, algo esperado pelas consultorias locais e por grande parte do mercado.

Com o aumento de área plantada no relatório de agosto para mais de 98 milhões de acres e o aumento dos estoques finais da safra passada – que já esperávamos, dada a ausência de sinais de aperto no mercado físico durante o ano todo –, acreditamos que o acúmulo de estoque será muito expressivo mesmo que algumas de nossas hipóteses estejam erradas. Com isso, montamos uma posição vendida no milho da *Chicago Board of Trade* (CBOT).

POSIÇÕES

Moedas

Seguimos comprados em iene japonês, lira turca e rupia indiana contra o dólar norte-americano. Zeramos a posição comprada em euro.

Bolsa

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

Commodities

Mantivemos posições vendidas em café, soja, zinco e petróleo e continuamos comprados em ouro e gás natural. Adicionamos uma posição vendida em milho.

Juros

Mantivemos posições aplicadas no Brasil, na Europa e na Suécia. Encerramos as posições aplicadas no Canadá e na Colômbia e a posição tomada na parte longa da curva dos Estados Unidos.

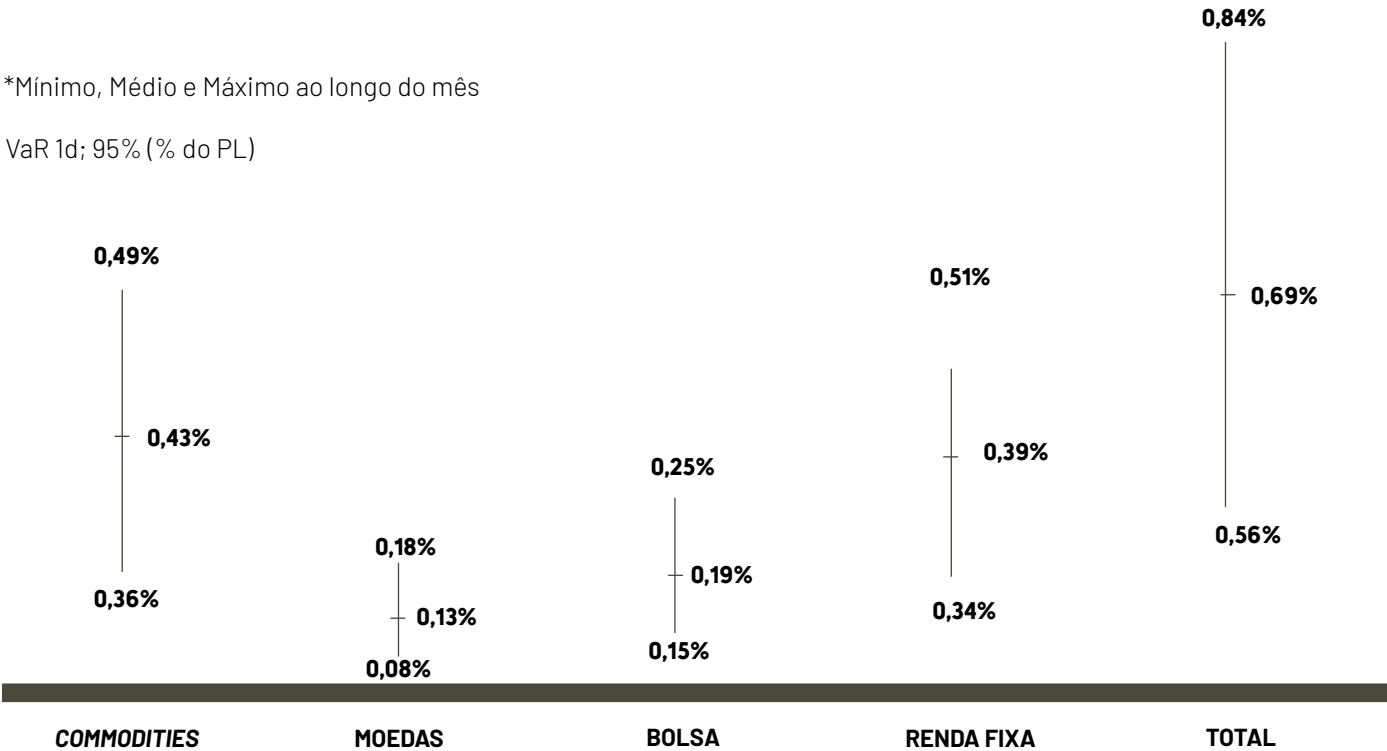


K10

ALOCAÇÃO
POR FATOR DE RISCO

*Mínimo, Médio e Máximo ao longo do mês

VaR 1d; 95% (% do PL)



ATRIBUIÇÃO
DE PERFORMANCE

K10 FIQ

	SET/25	2025	12M	24M	60M	DESDE INÍCIO
Juros	-0,79%	1,89%	1,76%	1,12%	11,32%	23,73%
Moedas	-0,22%	1,10%	3,42%	1,82%	7,56%	5,14%
Bolsa	-0,09%	2,04%	3,02%	4,36%	29,57%	40,56%
Commodities	1,69%	3,66%	4,69%	9,31%	39,74%	63,71%
Caixa e Custos	-0,16%	-3,03%	-4,03%	-7,21%	-34,71%	-55,90%
CDI	1,22%	10,35%	13,30%	25,82%	63,02%	83,66%
Performance do Fundo	1,65%	16,02%	22,16%	35,22%	116,50%	160,90%
%CDI	135,52%	154,74%	166,62%	136,40%	184,85%	192,33%



K10

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.

**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144

11º andar - Itaim Bibi

01451-000 - São Paulo, SP

(11) 3956-0600

kapitalo.com.br