



CARTA MENSAL

FEVEREIRO 2022



Caro investidor,

No mês de fevereiro assistimos à escalada do risco geopolítico com o ataque da Rússia à Ucrânia. Na carta desse mês, alguns comentários a respeito da invasão da Ucrânia, nossa visão no mês de fevereiro e uma breve explicação das premissas básicas da relação entre economia e energia.

A invasão da Ucrânia

Depois de muitas especulações de ataques, no dia 24 de fevereiro a Rússia invadiu a Ucrânia. Nesse pequeno comentário vamos limitar o escopo à discussão de questões políticas e econômicas, embora reconheçamos o grande custo humano e social da guerra. As razões da invasão estão amplamente discutidas na mídia, e vale pontuar algumas implicações econômicas do conflito, que estão principalmente ligadas aos preços das commodities.

Energia. Como destacamos na última carta, o petróleo e gás natural russo têm uma participação muito relevante na matriz energética da Europa e como consequência da instabilidade na região estamos vivendo um choque nos preços de hidrocarbonetos. As consequências desse tipo de choque estão brevemente explicadas na seção “A economia é movida a energia” no final da nossa carta.

Agrícolas. A Rússia e Ucrânia são, juntas, responsáveis por 1/3 das exportações globais de trigo, 1/5 das exportações de milho e 80% da produção de óleo de girassol. O aumento nos preços dos alimentos pode provocar problemas de insegurança alimentar em países do Oriente Médio e do norte da África, que são dependentes de exportações russas e ucranianas. Essa alta nos preços dos alimentos pode provocar agitações políticas e sociais, como ocorreu em Moçambique (2008-2012) e no Egito (2011) por exemplo. Ainda, a Rússia representa cerca de 13% da produção global de fertilizantes, e a suspensão das operações de empresas de navegação e possível suspensão de exportações por parte da Rússia devem se refletir em preços mais altos em outras commodities agrícolas, como a soja por exemplo.

Metais. A Rússia representa parcela relevante na produção e exportação de alumínio, níquel, lítio, paládio/PGMs (importante para a indústria automobilística) e titânio (amplamente utilizado pela indústria aeroespacial). Todos esses metais têm experimentado recordes históricos de preço. O ouro por sua vez tem experimentado altas já que, em momentos de incerteza como esse, os investidores usam esse metal como reserva de valor. Por outro lado, a Rússia possui grandes reservas em ouro que podem inundar o mercado e reduzir o preço desse metal.

Além dos commodities. Outra implicação está ligada às empresas que estão suspendendo suas operações na Rússia, algumas das quais tinham uma parcela relevante do seu faturamento ligado ao mercado consumidor russo.

“Faire un pont d’or”. Expressão francesa que pode ser traduzida como “fazer uma proposta lucrativa”. A expressão tem origem militar, fazendo referência à máxima de que é necessário dar uma opção de fuga para o inimigo derrotado.

“Não detenas nenhum exército que esteja em caminho a seu país. Sob estas circunstâncias, um adversário lutará até a morte. Há que deixar-lhe uma saída a um exército cercado. Mostra-lhes uma maneira de salvar a vida para que não estejam dispostos a lutar até à morte, e assim poderás aproveitar para atacá-los. Não pressiones um inimigo desesperado. Um animal esgotado seguirá lutando, pois essa é a lei da natureza.”

-Sun Tzu, A Arte da Guerra

As consequências socioeconômicas da guerra têm impacto global e o mundo tem acompanhado com cautela o desenrolar do conflito. Entretanto, ainda é difícil entender qual é o caminho que Rússia, Ucrânia e Otan vão tomar para encerrar a guerra. As perdas para os russos tem sido altas e é provável que Putin não vá ceder sem alguma concessão. No cenário atual, não vemos nenhuma saída lógica para os russos que não seja continuar na guerra, já que os custos foram muitos altos para aceitar uma derrota sem nenhuma vitória, mesmo que ela seja no âmbito político. Assim, permanecemos atentos para entender qual dos 3 cenários irá se desenhar: (1) vitória da Ucrânia, e provável mudança de governo na Rússia; (2) vitória russa, com uma mudança de governo na Ucrânia ou; (3) alguma “ponte de ouro” para Putin, que concordaria sair da Ucrânia em troca de alguma vitória política e/ou geográfica.

O mês de fevereiro

Em nossa última carta, destacamos que no mês de janeiro houve um aumento do prêmio de risco em diversos ativos devido (1) ao aperto monetário e redução de liquidez (ligado principalmente às pressões inflacionárias) e; (2) ao aumento de risco geopolítico, principalmente devido as tensões entre Rússia e Ucrânia. Em fevereiro, os desdobramentos econômicos e geopolíticos da invasão da Ucrânia intensificaram esse cenário. Ajustamos nosso portfólio para refletir a desaceleração econômica da Europa e para capturar choques de preços e a possibilidade de estagflação.

Como já mencionado, a Europa é altamente dependente da do gás natural e do petróleo russo. Embora ainda não existam sanções ou corte no fornecimento, o preço dos hidrocarbonetos disparou. A escalada do conflito provocou um choque no preço de energia em um cenário em que a economia ainda está fragilizada pós-covid. Assim, além do custo humano e social, a guerra deve impor custos à economia europeia, que deve “*underperformar*” no período à frente. Além disso, outras commodities, como trigo, níquel sofreram choque de oferta devido às sanções e ao conflito – o que, além das escaladas de preço, pode, no caso dos alimentos, levar ao desabastecimento em algumas regiões.

Assim, nosso portfólio permanece posicionado para capturar teses relacionadas à piora da inflação. Permanecemos monitorando as cadeias de suprimento e negociações em relação ao petróleo iraniano.

A economia é movida a energia

Nessa sessão, vamos explicar o porquê de um encarecimento da energia implicar em uma desaceleração do crescimento econômico.

Na Europa, 77% da matriz energética depende de hidrocarbonetos, como o petróleo e o gás natural. O encarecimento da energia provoca, em 1ª ordem, encarecimento da produção industrial e dos custos de

transporte. As empresas podem lidar com isso reduzindo suas margens e/ou repassando o custo ao consumidor. Dessa maneira, há um encarecimento de todos os produtos (devido aos maiores custos de produção e/ou transporte) e, portanto, um aumento dos gastos fixos das pessoas. Ainda, há um encarecimento das contas de energia para a população no geral. Isso significa que há uma redução da renda disponível para consumo não essencial, o que por sua vez implica em uma redução do consumo de serviços e bens não essenciais. Importante pontuar que além do aumento de energia, há também aumento de preço de alimentos devido as sanções.

Assim, é possível compreender por que em ocasiões anteriores (a saber, 1973, 1979 e 1991) os choques de oferta de petróleo provocaram recessões. Como consequência, os países investiram em alternativas de energia: no Brasil, por exemplo, o governo passou a incentivar o uso de álcool para substituir a gasolina em resposta ao choque de 73; houve também o crescimento da utilização de energia termonuclear.

Por outro lado, energia barata colabora com crescimento econômico. É possível explicar em parte o “excepcionalismo americano” que temos visto na última década com os baixos custos energéticos no país em consequência da exploração de xisto. Por outro lado, as preocupações com redução de emissões levaram à redução de investimento tanto na exploração de xisto quanto na de petróleo, o que levou à desaceleração das produções.

Aqui vale pontuar que muitas vezes, em casos de choque de energia, governos tentam subsidiar ao menos parte do aumento dos preços de energia, mas os gastos com Covid levaram a um aumento do déficit público de diversos países. Uma alternativa para estimular o consumo poderia ser a redução das taxas de juros, mas o cenário extremamente inflacionário – além de taxas ainda baixas devido às últimas queda de juros, inviabilizam o uso dessa ferramenta.

Atribuição de performance

Em *Commodities*, realizamos lucro em parte da posição de ouro. Permanecemos comprados em ouro através de posições em opções com perdas limitadas. Em *FX*, realizamos lucro em nossa posição comprada em volatilidade do Euro e abrimos posição vendida em Euro. Em *Equities*, reduzimos posições compradas em puts de SPX. Em *Rates*, seguimos tomados em juros.





São Paulo

Av. Brigadeiro Faria Lima, 2277 / conj. 1603

São Paulo - SP - CEP: 01452-000

info@uponglobal.capital | Tel: (11) 3456-7890

A Upon Global Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso da Upon Global Capital. A Upon Capital não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investidor deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador, gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O fundo apresentado pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. Fundos Multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com risco daí decorrentes. É recomendada a leitura cuidadosa do Formulário de Informações Complementares, a Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento do fundo de investimento pelo investidor antes de aplicar seus recursos. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ENCONTRA-SE DISPONÍVEL NO SITE DO ADMINISTRADOR. Administrador: BTG Pactual SF SA DTVM (CNPJ: 59.281.253/0001-23). Endereço: Praia de Botafogo, 501, 5º Andar, Rio de Janeiro/RJ, CEP 22250-911. www.btgpactual.com. SAC: sh-atendimento@btgpactual.com ou 0800-722-004. Ouvidoria: ouvidoria@btgpactual.com.

