

“An ability to detach yourself from the crowd—I don’t know to what extent that’s innate or to what extent that’s learned—but that’s a quality you need.”

Warren Buffett

Prezado Sócio,

Chegamos ao final do primeiro trimestre de 2024 com o Fundo entregando um resultado líquido de 3,7% em dólar (Class A shares).

Aproveitaremos esta missiva para falar novamente mais um pouco sobre a nossa estratégia de investimento, e uma das coisas que nos diferencia dos demais participantes do mercado.

Obter um bom resultado no mercado e sair no que aparentemente é o melhor momento, especialmente em um mercado que está empolgando todos os participantes e atraindo a atenção de novos entrantes, bancos de investimento, analistas, corretores e todo tipo de especulador, não é tarefa fácil. Significa vender cedo e estar confortável com essa decisão. Isso pode significar deixar dinheiro sobre a mesa, talvez até mesmo um valor significativo, mas a história nos mostra que é melhor assim.

É muito difícil sair da festa enquanto a música está tocando, o álcool circulando livremente e só há gente bonita à nossa volta. É preciso bastante disciplina e capacidade de avaliar a situação de uma maneira legitimamente racional e diferente.

É muito simples falar sobre isso, no entanto, implementar é bem mais complexo e exige uma disciplina extraordinária. Todos nós gostamos de pensar que agimos racionalmente quando o assunto é investimento. A verdade, contudo, é que ver nossos portfólios subindo constantemente nos confere uma áurea de invencibilidade e de inteligência superior, de sorte que podemos acabar acreditando na narrativa corrente, liderada por *brokers* e analistas recém-chegados ao mercado.

Como é muito fácil de notar, especialmente no caso na Nvidia hoje, toda alta de preços substancial requer uma narrativa cada vez mais *bullish* para sustentá-la. E estamos começando a ver isso no setor de urânio.

Gostamos muito de uma frase atribuída a Bernard Baruch, “*I made a fortune selling too early*”.

Quando começamos a investir em urânio, praticamente ninguém estava prestando atenção nesse mercado. Não havia interesse institucional, então, como podemos imaginar, também não havia analistas especializados no tema. O mercado estava em baixa e ninguém queria investir, apesar das barganhas absurdas que encontramos.

Tivemos que fazer todo o trabalho de *bottom-up*, entender como funciona o mercado em cada um de seus pormenores, desde os diferentes tipos de mineração, jurisdições e tipos de depósito, passando por conversão, enriquecimento e sua evolução até a fabricação do combustível nuclear. E depois planilhar a demanda dos reatores nucleares e os custos das minas.

Foi um trabalho de meses antes de lançarmos o fundo, mas valeu a pena e nos garantiu uma vantagem competitiva enorme em relação aos outros participantes do mercado, que perdura até hoje, assim como os contatos que cultivamos.

Agora os assuntos urânio e energia nuclear são “dominados” por muitos e não faltam os ditos especialistas, que começaram a acompanhar o setor há poucos meses, e não se privam de dar suas opiniões sobre os fatos e especular sobre o mercado. Já faz um tempo que nos abstemos de participar de discussões no Twitter (X) para evitar chateações. Os pretensos novos especialistas evidenciam a pouca diligência, ou total ausência dela, ao afirmarem, por exemplo, que urânio é um elemento raro na Terra.

E por que estamos falando isso agora? Simplesmente porque julgamos que o preço do urânio se esticou muito em janeiro, e aproveitamos uma alta significativa no preço do metal para reduzirmos nossa exposição de maneira expressiva – vendemos praticamente metade do nosso portfólio entre o final de janeiro e início de fevereiro.

Aproveitamos que a narrativa não estava em compasso com os fatos e zeramos algumas posições, além de reduzirmos outras. Para sermos bem claros, ainda gostamos do investimento em urânio e acreditamos que o preço do metal ainda deva subir para trazer equilíbrio entre oferta e demanda. Energia nuclear é a única fonte limpa, segura e não-intermitente que conhecemos, e gostamos muito do case.

Nosso ponto é que o preço do metal agora não apresenta a mesma assimetria de quando começamos nossa tese de investimento. Urânio a US\$18/lb era uma tese bem simples e nitidamente de assimetria positiva. Urânio a US\$88,50, preço do fechamento do trimestre, de acordo com a UxC, é outra coisa.

Tendo dito isso, é bom lembrar que os fundamentos continuam sólidos, o preço está no caminho certo e deve continuar subindo para incentivar mais produção, que continua bem aquém da demanda. Além do mais, o ciclo de contratação está apenas começando – normalmente ele dura alguns anos e 2023 foi o segundo ano do ciclo.

O recente pico no preço do urânio se deveu mais à falta de oferta do que ao aumento da demanda, com o mercado spot se tornando cada vez menos relevante, embora o preço à vista seja a informação de que a maioria dos analistas dispõe para fazer suas análises e relatórios.

Notamos que apareceu mais material vindo da China, embora em quantidades muito baixas. Quem leu nosso relatório do meio do ano passado sabe bem que a China detém hoje o maior estoque de urânio do mundo e esse tipo de sinalização não parece ser *bullish* para o metal.

Além disso, para as *utilities* do ocidente, sair da dependência da Rússia e cair na dependência da China não parece um *trade* inteligente.

Secondary supply, aquele que não vem diretamente das minas e sim de *underfeeding*, *re-enrichment of tails*, etc, está diminuindo rapidamente, na mesma hora em que os estoques estão caindo e há riscos grandes para a retomada da produção, como riscos de atraso, aumento dos custos, falta de material, cadeia de suprimentos esticada, treinamento de mão-de-obra, licenças, etc.

Cadeia de Suprimentos

Falando sobre a cadeia de suprimentos, nos deparamos com mais um pequeno problema. Um dos principais navios da ARRC, uma das poucas empresas que fazem o transporte de material Class 7 (radioativo), o Atlantic Navigator II, está impedido de deixar o porto alemão de Rostock desde o início de março, onde ficou atracado por um tempo para reparos mecânicos. O navio transportava EUP (*enriched uranium product*) para os EUA – além dessa embarcação, a empresa ainda tem outras 3 de sua frota programadas para fazer entrega de material russo para os EUA nos próximos meses.

Mais ainda, após a colisão do navio Dali com a ponte Francis Scott Key, em Baltimore, o comércio marítimo na região está parado. Esse é um dos principais portos dos EUA e um dos poucos que podem receber material *Class 7*. Além do Porto de Baltimore, outros na Costa Leste que podem receber material radioativo são os de Philadelphia e Houston. Assim, de acordo com nossa pesquisa, 3 outros navios, incluindo possivelmente urânio físico proveniente do Cazaquistão, estão impedidos de entrar no país, pelo menos por ora.

A segurança no fornecimento, algo sobre o qual falamos várias vezes no decorrer desses anos, está se mostrando importante novamente.

E, como se isso não bastasse, ainda há a notícia do potencial embargo americano às importações russas. Um risco que paira no ar desde o início das tensões no leste europeu.

Legislação

No início de março, o Congresso aprovou um projeto de lei para custeio do governo no qual estavam incluídos US\$2,72 bilhões em ajuda à produção doméstica de LEU (*low enriched uranium*) e HALEU (*high assay, low enriched uranium*), condicionados a uma proibição de importação do material russo.

No dia 23 de março, o presidente Biden assinou um pacote de gastos no valor total de US\$1,2 trilhão, mas não houve inclusão de nenhuma sanção à Rússia. No final de março, a Câmara dos Deputados dos EUA publicou um novo documento que pode impor novas sanções à Rússia, nesse caso, mais especificamente, à gigante estatal Rosatom.

Estamos vendo maior apoio a essas sanções e maior agressividade no tom. Há boas chances de o material russo sofrer sanções nos EUA, contudo, acreditamos que os contratos já assinados devam ganhar exceções (*waivers*).

No final do trimestre, a IAEA (*Internacional Atomic Energy Agency*) realizou a primeira Cúpula de Energia Nuclear desse ano em Bruxelas, Bélgica. Em uma declaração solene, 34 nações se comprometeram a trabalhar para ativar totalmente o potencial da energia nuclear. Esse compromisso envolve estender a vida útil dos reatores existentes, construir novas usinas e acelerar a implantação de *Small Modular Reactors* (SMRs).

Oferta

A Orano segue com a expansão de George Basse II, conforme mencionamos anteriormente. Além disso, a gigante francesa está analisando a construção de uma planta de enriquecimento nos EUA. Lembrando que a AREVA (antiga Orano) já recebeu uma licença para a construção dessa planta em 2011, em Idaho Falls, inclusive com o apoio do Departamento de Energia dos EUA e de um empréstimo subsidiado de US\$2 bilhões, porém, após o acidente de Fukushima, o projeto foi engavetado.

Ademais, a França está analisando a construção de uma planta para re-enriquecer o urânio utilizado em reatores nucleares. Atualmente a Rússia é o único país europeu a possuir esse tipo de infraestrutura.

A Urenco anunciou no final de março que já deu início à expansão da planta de enriquecimento de Almelo, na Holanda. Esse plano, que mencionamos na nossa carta do ano passado, prevê uma capacidade adicional de cerca de 750 mil SWUs por ano, o que equivale a um aumento de 15% na capacidade instalada. As primeiras cascatas, como são conhecidas as sequências de centrífugas, entrarão em operação a partir de 2027.

No dia 22 de março, a Cameco publicou seu relatório técnico para a extensão da mina de Cigar Lake, que deverá seguir em frente, desde que obtenha suas licenças. Como já era esperado, a fase 2 da mina custará mais para a empresa – segundo a qual, o custo de produção subirá de C\$18,75/lb para C\$20,58/lb. Acreditamos que o custo será muito superior ao anunciado, porém seguiremos com esses números por enquanto. Para tornar isso realidade, a Cameco deverá investir, juntamente com seus sócios, C\$1,2 bilhão. O relatório prevê a produção de 205,9 milhões de libras de urânio até 2036.

Além disso, várias empresas, como Encore, Peninsula, Global Atomic e Ur-Energy anunciaram contratos de *off-take* com *utilities* para acelerar o desenvolvimento de suas minas.

Uma notícia um pouco fora do radar veio da Sibanye Stillwater, empresa no setor de Platinum Group Metals (PGMs), que trouxe o executivo Greg Cochran como vice-presidente executivo para o setor de urânio. Conversamos com a empresa que afirma possuir vastas reservas do metal em rejeito (quase 70 milhões de libras) e está pensando em monetizá-las. Interessante notar que, quando o preço do metal sobe, novos “fornecedores” acabam emergindo.

Demanda

Vale mencionar que a demanda por energia deve disparar de agora em diante. Todos estão falando em inteligência artificial (IA), entretanto, poucos se dão conta do consumo extraordinário de energia que virá atrelado a isso.

Segundo a International Energy Agency, uma pesquisa do Google feita com IA consome 10 vezes mais eletricidade que uma pesquisa normal. Além do mais, os *data centers*, que estão no auge agora e devem crescer ainda mais, em virtude dos vários projetos de construção existentes pelo mundo, consomem mais energia que uma fundição de alumínio, por exemplo.

Outro ponto interessante vem da própria Nvidia, a estrela do mercado atualmente. No ano passado, a empresa anunciou que vendeu 1,2 milhão de processadores H100 SXM, a última palavra em tecnologia. Esses dispositivos consomem, em média, 20% a mais do que uma família de 4 pessoas que vivem na Europa ou EUA – trocando em miúdos, a Nvidia, sozinha, aumentou a demanda por energia equivalente a quase 1,5 milhão de famílias de 4 pessoas somente com esse novo processador.

Além do mais, a demanda que virá de *data centers*, mineração de criptomoedas, veículos elétricos, produção de hidrogênio e projetos de dessalinização de água devem adicionar ainda mais pressão à baixa oferta de energia.

Fica nítido que haverá sérios problemas se o mundo ocidental se mantiver nessa trajetória insana de fechar geradoras movidas por combustíveis fósseis, ao mesmo tempo em que investe trilhões de dólares em projetos de energia eólica e fotovoltaica.

Interessante notar que a proximidade física de vários negócios às geradoras, que antes era evitada a qualquer custo, agora tornou-se desejável. Acreditamos que essa poderá ser uma nova tendência no mercado.

No início de março, a operadora nuclear americana Talen Energy, anunciou que havia vendido seu campus do *data center* de Cumulus, alimentado pela usina nuclear Susquehanna, na Pennsylvania, para a Amazon por US\$650 milhões. Agora sim a gigante varejista americana pode dizer que um dos seus centros de dados funciona inteiramente com energia limpa. O anúncio fez com que os preços das ações de várias operadoras de usinas nucleares nos EUA saltassem, na expectativa de que outros negócios dessa natureza fossem anunciados.

Dominion Energy, a concessionária de energia elétrica presente na Virgínia, estima que a demanda por energia no estado deva dobrar entre 2022 e 2024. Sabemos que o estado atrai os *data centers* e daí podemos imaginar o que acontecerá com a demanda por energia – e, conseqüentemente, pelos materiais responsáveis por gerá-la.

A Suíça, que possui 5 reatores em operação (um de pesquisa), também está se interessando mais por energia nuclear. Em março, o Conselho dos Estados Suíços anunciou que está buscando estudar o fim do banimento à expansão nuclear no país.

A África também está emergindo com um mercado em potencial. Durante o ATOMEXPO-2024, a Rosatom firmou contratos de estudo para implementação de reatores nucleares em Burkina Faso e na Argélia.

Problemas com a Kazatomprom

No dia 12 de janeiro, a Kazatomprom anunciou que espera reduzir a produção projetada em 2024 devido aos problemas com o fornecimento de ácido sulfúrico, bem como atrasos na conclusão de obras de construção de alguns depósitos, incluindo Budenovskoye 6/7.

Em meados do ano passado, o Conselho da empresa havia anunciado que aumentaria a produção de 80 para 90% do previsto de acordo com a legislação de uso do subsolo. Na época, afirmamos que isso seria bem difícil, para dizer o mínimo.

Não estamos totalmente convencidos de que a empresa cazaque esteja tendo problemas em conseguir ácido sulfúrico. Quem nos conhece sabe que não somos adeptos de teorias da conspiração, entretanto, a julgar pelos preços do insumo no ano passado, fica difícil aceitar a justificativa da empresa, já que os preços caíram em todas as regiões do mundo, principalmente na Ásia, onde fica o Cazaquistão.

Segundo o *Chemanalyst*, o aumento nos estoques e a diminuição do comércio entre países fez com que os preços do ácido entrassem em colapso e não conseguimos associar tudo isso ao comércio entre Rússia e Cazaquistão, que seguiu praticamente inalterado. O preço do ácido sulfúrico disparou a partir de 2021 até meados de 2022, com subsequente queda. Assim, se tivesse que ocorrer um problema por causa dos altos preços, seria mais provável que ele tivesse ocorrido até meados de 2022. Interessante dizer isso porque agora os preços do ácido estão, de fato, subindo.

Enfim, a falta de acidificação nos campos da empresa fará com que a produção desse ano, e provavelmente também do próximo, seja negativamente afetada.

Para se ter uma noção de dimensão, tudo o que a Encore, Ur-Energy, Península e Paladin produzirem esse ano será menor que o incremento de 10% da Kazatomprom.

PGM: Platinum Group Metals

Mencionamos no início dessa carta que vendemos uma boa parte dos nossos investimentos em urânio. Aproveitamos o ensejo para introduzir nossa nova tese de investimentos: *Platinum Group Metals* (Metais do Grupo da Platina – PGMs)

Os metais do grupo da platina incluem o paládio, irídio, ródio, rutênio e ósmio. Os mais comuns, platina, paládio e ródio são, na maioria dos casos, usados como catalisadores em veículos a combustão e híbridos.

Além disso, a platina, que é considerada um metal precioso, tem grande aplicação em joias, ornamentos e é usada como reserva de valor em função de sua raridade, que é 30 vezes maior que a do ouro.

Como podemos imaginar, esses elementos são difíceis de serem minerados, não só pela complexidade geológica das formações, mas também pelo fato de a ocorrência de concentração desses minerais ser baixa, o que aumenta o custo da extração. São metais que demandam muitas horas trabalhadas, particularmente em minas abaixo da terra, e têm elevado consumo de energia.

A platina, o metal do grupo que acreditamos deter maior potencial de alta, recebe os seguintes empregos:

Conversor catalítico automotivo: 45%

Indústria: 32%

Joias: 20%

Hidrogênio: 3%

Boa parte do uso industrial mencionado também utiliza a platina como elemento catalítico, ou seja, seu uso como catalisador é superior a 50%.

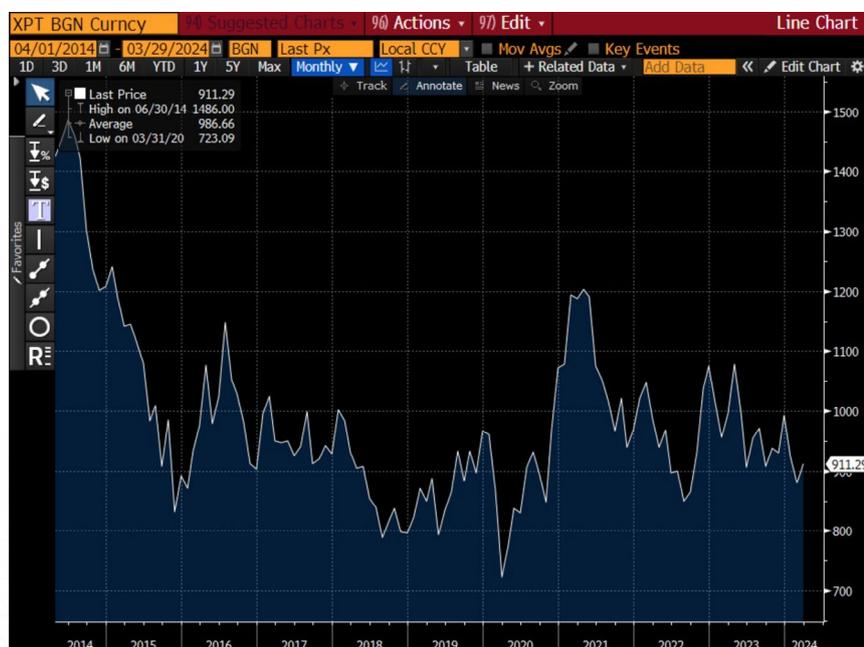
Abaixo um quadro da oferta e demanda de platina no mundo desde 2012, com projeções até 2026, cortesia da SFA-Oxford:

koz	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Refined production	5,885	6,070	4,870	6,165	6,045	6,125	6,130	6,105	4,950	6,210	5,490	5,525	5,390	5,565	5,500
Gross demand	7,575	7,670	7,935	7,940	7,875	7,645	7,390	6,975	5,990	6,750	6,660	7,345	7,455	8,030	7,865
Recycling	2,040	2,000	2,055	1,720	1,860	1,915	1,955	2,020	1,745	1,860	1,480	1,335	1,445	1,600	1,805
Adjusted balance	350	400	-1,010	-55	30	395	695	1,155	705	1,320	310	-480	-435	-1,060	-990

Podemos notar pela tabela acima que houve um déficit entre produção e consumo de platina no ano passado, e o déficit está aumentando. Essa é mais uma tese de investimento microeconômica, na qual a demanda é superior à oferta, tal como no caso do urânio.

Importante notar que a SFA-Oxford prevê uma recessão esse ano e, por conseguinte, vendas menores de veículos automotores, com consequente menor déficit no fornecimento de platina. Caso tal recessão não ocorra, o déficit deverá se intensificar ainda mais.

O preço da platina está em baixa – obviamente isso é algo que chama nossa atenção – e se encontra no mesmo nível em que estava em 2004, ou mais de 60% abaixo do seu pico, atingido em 2008, e acreditamos que a situação seja insustentável no médio e longo-prazo (vide gráfico abaixo).



Fonte: Bloomberg, L2 Capital

Uma vez que identificamos que um ativo está barato, é fundamental entendermos o que o levou a ficar tão descontado. Então por que os preços estão tão baixos? Existem 4 explicações para isso.

A primeira é o escândalo da Volkswagen, em 2014. A montadora alemã tinha planos de ultrapassar a Toyota e se tornar a maior montadora do mundo. Para atingir tal fim, a VW teria que aumentar a pequena parcela de mercado que detinha nos EUA. Para tanto, ela desenvolveu veículos a diesel que eram supostamente muito eficientes, apelidados de "*clean diesel*", ou diesel limpo – o problema é que esses veículos não conseguiam satisfazer as obrigações impostas pelos reguladores de emissões americanos.

A fraude da montadora alemã, também conhecida como "*diesel dupe*", consistia em instalar um software que detectava quando os veículos estavam sendo submetidos a testes, modificando o desempenho dos motores para melhorar artificialmente os resultados.

Quando não estavam sendo testados, os controles eram direcionados para proteger o motor e seus componentes, porém deixavam a emissão de poluição sem controle.

Como quase todos os crimes, esse também não pode ser ocultado, e a West Virginia University conseguiu provar a falta de cuidado com o meio ambiente e a ludibriação do público e de reguladores de mercado. Após uma multa bilionária (acordo de US\$14,7 bilhões), a empresa alemã viu as vendas de carro a diesel despencarem e, com elas, a demanda por platina, que tinha seu maior uso nos veículos a diesel.

A segunda explicação é muito fácil e direta: o paládio é o metal mais shorteado (vendido a descoberto) do mundo, de acordo com a CFTC (*Commodities Futures Trading Commission*), seguido pela platina.

Os dois países que mais produzem PGMs são a África do Sul e Rússia, e os dois têm seus riscos. Falaremos sobre eles mais à frente, mas já podemos adiantar que gostamos dos riscos, por eles serem "para cima", ou seja, caso se concretizem, tendem a impulsionar os preços do metal.

A terceira explicação é o fato de a Rússia ter um grande estoque de platina e paládio e, de acordo com especulações do mercado, estaria vendendo os dois para gerar caixa e financiar seus suntuosos gastos militares no conflito com a Ucrânia. Checamos essa versão com um trader que afirmou que tudo indica que esse cenário esteja realmente ocorrendo, no entanto, os estoques são finitos e estão próximos de um ponto crítico no qual as vendas diminuirão ou cessarão.

A quarta explicação é a que mais nos interessa: as projeções de venda de veículos novos a combustão chegará a zero a partir de 2035, ou seja, o pressuposto é que não serão fabricados mais veículos a combustão a partir dessa data, especialmente em países europeus. Acreditamos que essa afirmação seja, no mínimo, falaciosa.

Carros elétricos poderão representar uma fatia importante do mercado de veículos automotores, todavia não acreditamos que corresponderão à totalidade. Os VEs (veículos elétricos) já foram quase 30% do mercado total de veículos no início do século XX, mas sucumbiram diante dos problemas que existiam na época e continuam até hoje, como baixa autonomia, falta de pontos de recarga, longo tempo de espera para recarrega do veículo e longa duração das recargas, falta de segurança dos materiais necessários para a produção de veículos, ausência de matriz energética limpa, que se traduz em maior poluição dos VEs do que os veículos à diesel (algo de que, finalmente, as pessoas se darão conta), alta depreciação dos veículo devido à curta vida útil das baterias (menos de 10 anos), alto custo dos seguros, efeitos secundários nas pistas e nos pneus, dentre outros.

Nesse quesito, merece menção a experiência da Hertz, uma das maiores locadoras de veículos do mundo, que tentou "jogar para a torcida", anunciando a compra de 100 mil veículos elétricos da Tesla em setembro de 2021.

É importante mencionar que essa não era a intenção original da empresa, que tentou comprar veículos a combustão, porém, devido à indisponibilidade no auge da pandemia, teve que se contentar com os elétricos e, claro, aproveitou para fazer uma jogada de marketing. Para quem se lembra, os gargalos e a falta de veículos na época fizeram com que os preços dos veículos usados disparassem e até mesmo ultrapassassem os dos veículos novos.

A Hertz experienciou um fracasso na locação dos VEs, em função da baixa demanda, com o público evitando alugar carros a bateria, uma vez que os males mencionados anteriormente impõem uma série de inconvenientes aos condutores. Como resultado, empresa decidiu vender 20 mil dessas unidades e anunciou que sofrerá uma perda de US\$245 milhões na operação – a perda poderá ser ainda maior, já que um volume de vendas desse está fazendo com que vários outros proprietários de VEs corram para tentar vender primeiro e, assim, evitar a grande desvalorização decorrente de uma pressão vendedora.

O modelo das locadoras de veículos é relativamente simples – só o modelo, a execução é bem mais intrincada. Trata-se de adquirir veículos com um desconto substancial diretamente da montadora, alugá-los por 3 ou 4 anos, depois vendê-los, potencialmente a preços superiores aos pagos por elas na aquisição, gerando lucro, e empregar esse recurso para renovação da frota.

O exemplo da Hertz fará com que várias locadoras pensem duas vezes antes de entrar nessa onda de VEs, já que a empresa terá prejuízo na venda dos automóveis e não conseguirá renovar organicamente a totalidade da sua frota, devendo, para isso, utilizar recursos provenientes de outras áreas.

E a Hertz não foi a única. A Sixt, a maior locadora europeia, anunciou que vai "aposentar" os veículos da Tesla do seu portfólio, devido ao baixo valor de revenda, à competição com a própria montadora, que está concedendo descontos atrativos, e aos custos de manutenção e reparo, que são superiores aos de veículos a combustão.

Além do mais, grandes montadoras como a GM, Ford, Toyota, BMW e mais recentemente, a Mercedes-Benz, anunciaram planos de redução do desenvolvimento de VEs.

Não conseguimos enxergar o mercado em 2035 tendo uma frota de veículos novos 100% elétrica, a não ser que seja mandatório pelos governos mundiais, o que, mesmo assim, encontraria elevadas adversidades técnicas e práticas, que, inevitavelmente, alimentaria oposições por parte sociedade civil e dos conglomerados industriais do setor.

Lembrando que, no caso desses veículos e dos subsídios dos governos, há um enorme favorecimento às classes mais abastadas, que obviamente não necessitam de subsídio. Um Tesla Model 3, o mais barato da empresa, custa US\$55 mil. Quem poderia comprar um carro nesse preço? Seguramente não a classe menos favorecida, que tem dificuldades para comprar um veículo de US\$10 mil. É um subsídio às avessas, no qual os pobres financiam os ricos.

Isso sem falar que, se alguma coisa só funciona com subsídio, ela provavelmente não deveria existir. Mas isso é outro assunto.

Nosso gestor escreveu um livro no ano passado, no qual discorre, dentre outras coisas, sobre as dificuldades de adoção em massa dos VEs, e esse livro pode ser encontrado [aqui](#). Recomendamos a leitura a todos que tenham interesse em uma visão diferente sobre baterias, as energias ditas limpas (fotovoltaica e eólica), energia nuclear, veículos elétricos e muito mais.

Veículos

Ao contrário do que ouvimos por aí, as vendas de veículos a combustão e híbridos não estão caindo. No ano passado, as vendas desses veículos dispararam 11% (até outubro), o que representa um incremento de pouco mais de 7 milhões de unidades, para um total de 73,2 milhões de veículos vendidos no mundo e um *market share* de 89%. Os veículos a combustão detêm as seguintes fatias nos seus respectivos mercados:

- 78% na China
- 85% na Europa Ocidental
- 93% nos EUA
- 98% no Japão e
- 97% no resto do mundo

Veículos híbridos apresentaram o maior crescimento em termos de volume e porcentagem, subindo 33% ou mais de 3 milhões de unidades.

As projeções dos especialistas no setor são de aumento de veículos leves em 4 milhões de unidades até o próximo ano e veículos pesados em mais de 60 mil unidades.

As greves que observamos no ano passado nos EUA causadas pelo UAW (*United Auto Workers*) foram resolvidas no final de outubro pela Ford, GM e Stellantis e esperamos um impacto mínimos nas vendas ou na produção.

A demanda só por parte de veículos que usam PGMs deve aumentar em 133 mil onças até 2026. Falaremos abaixo mais sobre os dois maiores produtores de PGMs do mundo, África do Sul e Rússia, para analisarmos se eles conseguirão suprir o aumento na demanda.

Novidades no setor

Teremos duas eleições importantes esse ano, a primeira em junho, no Parlamento Europeu, e a segunda as eleições para presidente nos EUA, em novembro. Ambas podem mudar a percepção do mercado com relação aos veículos elétricos. Também teremos eleições na África do Sul e a seguiremos atentamente; aliás, serão 64 eleições nacionais esse ano que podem mudar o sentimento com relação aos VEs.

Mais ainda, a política agressiva da Tesla pode por rivais sob pressão, já que os governos estão começando a reduzir e a eliminar os subsídios, o que está impactando adversamente as vendas.

Interessante notar que veículos a combustão não têm subsídios e é a própria gasolina (ou diesel) que subsidia a venda de VEs. Não é difícil ver o que vai acontecer à frente, se essa dinâmica perdurar: se a venda de veículos a combustão diminuir, os Estados arrecadariam menos (bem menos, por sinal), enquanto o próprio Estado subsidia VEs, cujo *market share* aumentaria, ou seja, o Estado acabaria criando uma nova situação insustentável de eliminar o que dá dinheiro e subsidiar o que só drena recursos. Mais uma vez, o Estado na sua mais pura forma de se mover na contramão do desenvolvimento.

A BASF, uma das maiores fabricantes de conversores catalíticos do mundo, desenvolveu um novo catalisador que usa os 3 metais, platina, paládio e ródio, sendo que o paládio pode ser substituído pela platina. Isso é uma excelente notícia para a platina, que pode ver sua participação de mercado aumentar em relação aos demais e ter uma demanda consequentemente maior.

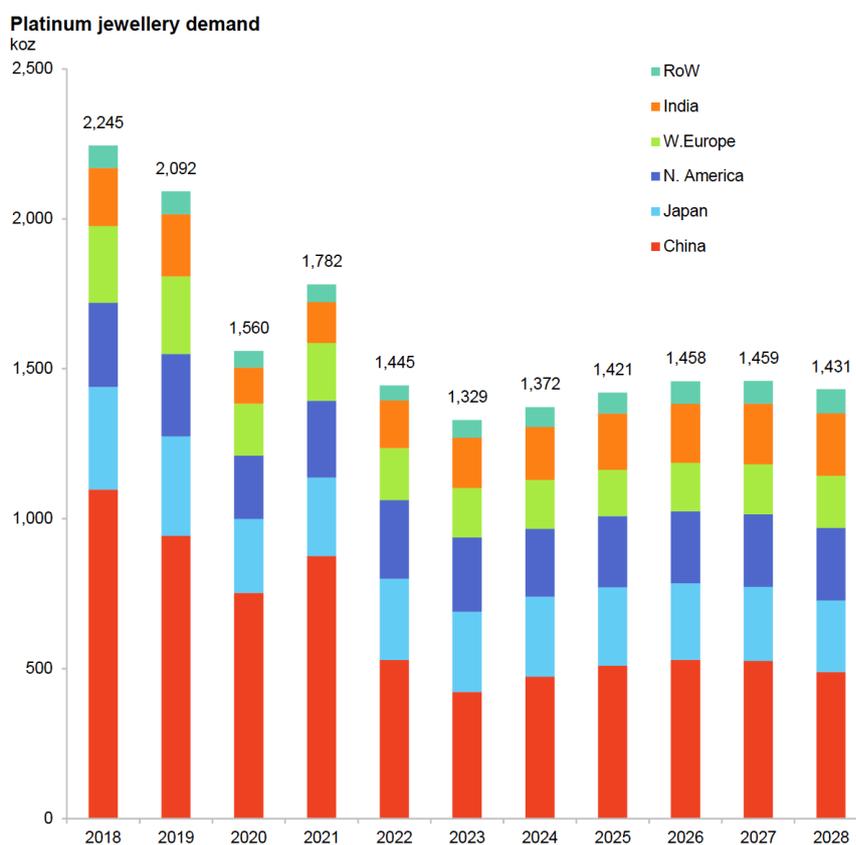
Falamos sobre os automóveis e os conversores catalíticos, e abaixo falaremos brevemente sobre os outros usos da platina e dos PGMs.

Joias

A situação econômica chinesa não é auspiciosa, com problemas no mercado financeiro, na bolsa de valores e no mercado imobiliário. Por conseguinte, houve um aumento na venda de joias, principalmente de ouro, como vimos nos relatórios da Chow Sang e Chow Tai Fook, duas das maiores vendedoras de joias no país.

De acordo com a primeira, Chow Sang, as vendas de platina em suas lojas recuaram 2% entre o primeiro trimestre de 2022 e o primeiro trimestre de 2023. No caso da segunda, Chow Tai Fook, as vendas de ouro subiram, enquanto as de platina caíram 18%. O ouro continua sendo o *safe haven* dos chineses.

Apesar disso, de acordo com a SFA-Oxford, a demanda por platina em joias atingiu seu ponto mínimo em 2023, e deve aumentar a partir desse ano (vide gráfico abaixo).



Fonte: SFA-Oxford

Setor Industrial

Devido ao alto preço do ródio, os fabricantes de vidro o estão substituindo pela platina. Apesar disso, a demanda por ródio aumentou em 46 mil onças em 2023 e deve aumentar em mais de 130 mil onças em 2024.

Essa substituição é bastante favorável ao mercado de platina, que continua ganhando terreno. O uso de platina na indústria foi de 2,31 milhões de onças em 2023 e deve atingir 2,58 milhões de onças em 2026, especialmente na fabricação de fibra de vidro.

A relação entre platina e óleo também existe, embora a correlação seja pequena. Os cortes de produção anunciados pela Arábia Saudita e Rússia impactarão o mercado de platina e já estão nos nossos números. Caso haja um aumento na produção, poderemos ver um aumento também na demanda por platina.

Estamos sendo conservadores e é importante notar que, se houver aumento na produção de petróleo no mundo, teremos que revisar nossos números para cima – o que é ótimo.

Reciclagem

Reciclagem é uma parte importante da oferta de PGMs, por isso é válido dedicar uma sessão à ela.

A falta de veículos a combustão no mercado está fazendo com que os preços dos automóveis usados continuem altos, obrigando seus donos a usarem seus automóveis por mais tempo e a postergarem a “aposentadoria” e troca ou substituição.

Essa é uma boa notícia, e fez com que a reciclagem de platina diminuísse em 13% em 2023. O mesmo se aplica ao paládio e ao ródio. 2024 já deve ser um pouco diferente, com um pequeno aumento, embora o fantasma da recessão possa alterar esse cenário.

Além do mais, o baixo preço do aço não está incentivando a reciclagem e está fazendo com que ela seja adiada. Problemas com a logística também não está fazendo a vida dos recicladores mais fácil, já que a falta de material e de mão-de-obra para a reciclagem também estejam causando adiamentos.

Células de Hidrogênio

O hidrogênio é considerado um combustível limpo e vários acreditam ser o combustível do futuro. As células de hidrogênio empregam a platina como catalisador nas reações químicas envolvidas, tanto na separação de hidrogênio e oxigênio da água (produção de combustível H₂), quanto na reação de liberação de energia, na qual hidrogênio e oxigênio são recombinados produzindo água.

Hoje o consumo de platina nessas células representa somente 3% da demanda mundial pelo metal, no entanto, espera-se que esse volume aumente para cerca de 15% até o final da década, um aumento desproporcional que levará a uma enorme demanda por platina, caso a conjuntura se desenvolva em consonância com as projeções.

O emprego nas células de hidrogênio e seu crescimento não estão nos nossos números e, se o cenário realmente se confirmar, trataremos como um agradável bônus. Ainda assim, é importante manter isso em mente.

África do Sul e Rússia

África do Sul e Rússia são os maiores produtores de PGMs do mundo. Os depósitos russos são ricos em paládio, enquanto os da África do Sul possuem uma quantidade maior de platina.

Como todos sabemos, a Rússia está sob sanções econômicas e comerciais de vários países e está tendo dificuldades não só para expandir sua produção (falta de mão-de-obra qualificada, importação de maquinário e soluções para minas, etc), como também para exportá-la a preços razoáveis.

Os chineses e indianos (e os brasileiros, no caso do diesel) estão aproveitando e conseguindo comprar material bem abaixo do custo no mercado internacional. Isso tem um lado bom e um lado ruim – o lado bom é que, como o preço de venda desses produtos é menor que o preço de mercado, de sorte os russos têm pouco incentivo para aumentar sua produção.

O lado ruim é que, ao celebrarem contratos com grandes quantidades com chineses e indianos, estes últimos têm pouco interesse em ir a mercado comprar alguma dessas commodities, o que retira a sustentação dos preços e adiciona mais pressão negativa sobre os metais. Como somos compradores, para nós, só há o lado bom.

Além disso, a maior produtora mundial de paládio é a russa Norilsk Nickel, com uma fatia de mais de 40% do mercado. Como o nome da empresa sugere, o foco é níquel, não paládio, e o preço do níquel é que dita se haverá expansão nos negócios ou não.

Como podemos ver pelo gráfico abaixo, logo no início do conflito Rússia e Ucrânia, o preço do níquel disparou e fez com que a empresa aumentasse sua produção, o que se refletiu em aumento também da produção de paládio, subproduto do níquel nesse caso.



Fonte: Bloomberg, L2 Capital

Pouco tempo depois, houve uma queda vertiginosa no preço do metal, mesmo assim os planos de expansão seguiram – como podemos imaginar, é como operar um navio gigantesco, não há como manobrá-lo e pará-lo agilmente, por isso os boom e busts são praticamente inerentes aos ciclos das commodities minerais.

Hoje o preço no níquel (e também do paládio) não justifica a mineração, e a Norilsk já anunciou planos de redução na produção. Não é necessário ser um gênio da matemática para notar que haverá um déficit entre produção e consumo, com consequente expectativa de aumento no preço.

Já no caso da África do Sul, estamos vendo uma dificuldade enorme em manutenção da produção. O custo de produção é praticamente igual ao preço de venda, o que tampouco incentiva a produção, muito menos a expansão.

Como a mineração de PGMs na África do Sul também é rica em ouro e outros metais, os outros metais sustentam a produção, mas não a justificam. Hoje o custo para se minerar PGMs no país, incluindo os outros metais, é praticamente o mesmo preço de venda.

Várias mineradoras africanas tiveram prejuízos bilionários ano passado e todas, sem exceção, anunciaram cortes na produção.

Além do mais, o país africano está sofrendo com a falta de energia e vários *blackouts*, o que aumenta o custo ao mesmo tempo em que reduz a produção. Algumas empresas estão investindo em sua própria geração de energia para poderem continuar – e, como podemos imaginar, o custo não é baixo e a solução não ficará pronto da noite para o dia.

Conversamos com empresas sul-africanas e todas devem reduzir seu quadro de funcionários, entretanto, em virtude das eleições em maio, há uma pressão política para que isso não seja feito por ora, de modo que os cortes só devem acontecer no final do primeiro semestre ou início do segundo.

Os problemas não param por aí. Dificuldades com a logística interna, portos e exportação de metais estão infligindo mais adversidades no país.

Tanto no caso da Rússia quanto no da África do Sul, a desvalorização cambial vem sustentando as minerações em geral, mas a falta de mão-de-obra qualificada, maquinário, energia e demais insumos está impondo sérias dificuldades à mineração em ambos.

Asset Manager Code

Enfim, estamos vendo uma oportunidade extraordinária no mercado de PGMs. Há pouquíssimos analistas seguindo o setor, praticamente nenhum interesse institucional, os baixos preços dos metais estão causando cortes na produção, os problemas logísticos obrigam consumidores a manterem altos estoques, a baixa reciclagem reduzirá a oferta, os governos pretendem tratar os metais como críticos para a segurança nacional, os maiores produtores Rússia e África do Sul lidam com diversas dificuldades e há um excesso de otimismo – injustificável – com relação à ampla adoção de VEs.

Como todos já sabem, somos uma das pouquíssimas gestoras no Brasil que adere ao Asset Manager Code, do CFA Institute (ler aqui). *Hedge funds* são considerados "caixa preta", porque ninguém sabe ao certo o que eles estão fazendo, e disclosure não é uma prática comum entre eles, contudo, prezamos nossos relacionamentos e somos o mais transparente possível com relação aos nossos investimentos.

Sabemos que muitos investiram conosco em função da tese de urânio e, como estamos reduzindo nossa exposição a ela, pelo menos parcialmente e no momento, resolvemos dedicar uma parte maior desta carta aos pormenores da transição do portfólio.

Assim, a fim de reforçar nosso compromisso com todos os nossos sócios, é importante salientar que deveremos ter mais exposição a outras teses de investimento, sempre consonantes com nossa filosofia e nosso processo, com foco absoluto em oportunidades assimétricas, fora do radar e com alto potencial de retorno, não exclusivamente nos setores de urânio e PGMs.

Fundo

Mais uma vez, o Fundo teve um desempenho muito bom no trimestre. Como mencionamos logo no início dessa missiva, aproveitamos uma alta desproporcional do preço do urânio no final de janeiro/início de fevereiro para reduzirmos nossa exposição.

Continuamos gostando do urânio e mantivemos cerca de 40% de exposição em carteira, com 30% em PGMs e o restante em caixa. Estamos em um momento no ciclo do urânio que, apesar de acreditarmos na alta do metal, entendemos já não haver mais a assimetria da maneira como existia há alguns anos, quando começamos a tese.

Buscamos teses de investimento que possam ter um potencial de alta de três dígitos no decorrer do tempo e julgamos ser mais difícil para que isso se dê de uma maneira assimétrica daqui para a frente no caso do urânio. Nosso fundo já sobe 511% em dólar nos últimos 4 anos e acreditamos ser improvável que consigamos replicar o resultado obtido até então investindo em urânio. No nosso entendimento, o dinheiro fácil já foi feito no setor.

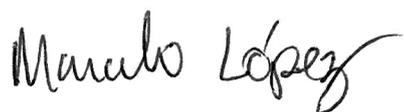
Dito isso, estamos em um momento crítico no investimento em urânio. Se os preços dos ativos continuarem subindo, como aconteceu no final de janeiro/início de fevereiro, continuaremos vendendo até zerar nossas posições. Caso haja uma desvalorização razoável nos preços dos poucos ativos do setor em que ainda enxergamos grande potencial, utilizaremos nossa posição em caixa para elevar novamente nossa exposição.

A L2 Capital, embora venha investindo no mercado internacional com bastante sucesso há anos, ganhou notoriedade e se tornou famosa nos últimos tempos pelo seu conhecimento e exposição ao urânio. Isso faz com que a saída desse mercado seja particularmente mais difícil para nós.

Não obstante, é importante termos a capacidade de nos separarmos da multidão. Isso é algo difícil, porém essencial quando o assunto é investimento.

Aproveitamos para agradecer novamente a todos vocês, nossos sócios, pela confiança depositada em nós e no nosso trabalho. Sabemos que isso tudo só é possível, porque podemos contar com o seu apoio e prestígio.

Cordialmente,



L2 Capital