

O dragão chinês adormece?

Prezado investidor,

Em setembro, celebramos os seis meses do fundo BLP LSH2. Este produto compõe a família *Long & Short* e é mais uma opção para quem busca uma grade de risco/retorno superior. Acompanhe o desempenho deste e de outros produtos no [site](#) da gestora.

Nesta carta, abordaremos exclusivamente China. Gostaríamos de dedicar um espaço maior que o habitual, dada tamanha importância e relevância dos últimos acontecimentos.

Nas últimas edições, mencionamos algumas intervenções do governo em setores como: tecnologia, educação, jogos, imobiliário e, mais recentemente, de cassinos. A percepção de risco aumentou e a *underperformance* do índice MSCI China versus S&P 500 voltou a níveis de 2005. Foram mudanças relevantes, em um curto espaço de tempo, e o que vemos é o governo do Presidente Xi Jinping buscando tecer a narrativa de “*common prosperity*”. Apesar de ter ganhado mais notoriedade recentemente, o termo “*common prosperity*” foi utilizado pela primeira vez nos anos 50 pelo PCC (Partido Comunista Chinês).

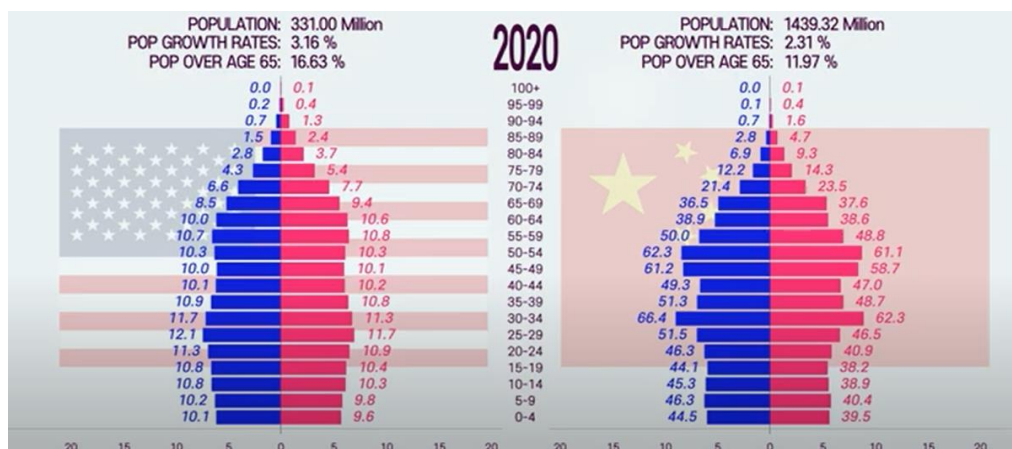
Os dados populacionais, divulgados no início de maio, evidenciaram o menor crescimento nas últimas décadas (0,53% de crescimento anual médio de 2010 a 2020, *fonte: Seventh National Census Data*) e reforçaram as novas políticas do governo de incentivo à população a ter mais filhos.

Impulsionada pela política do filho único nos anos 70, a piora na demografia e o envelhecimento populacional, sobretudo quando comparada aos EUA, levaram o governo a iniciar uma série de medidas **para estimular o cidadão chinês a poupar menos, consumir mais, e criar mais conforto para que se tenha o segundo e, eventualmente, o terceiro filho.**

Desta forma, políticas voltadas para redução do custo de criação de um filho – vide intervenções no setor de educação, saúde e habitação –, seguem na mesma direção: tentativa de melhoria da pirâmide demográfica chinesa.

Acreditamos que conseguir alterar o aspecto cultural da poupança dos chineses e a tradicional estrutura familiar **não será uma política pontual, mas sim um longo e duradouro processo.**

Comparação da Pirâmide demográfica EUA e China: envelhecimento da população chinesa



Fonte: UN World Population Prospects 2019

Habitação: Evergrande – um processo, não um evento

A construtora e incorporadora Evergrande, apesar de possuir uma participação de mercado relativamente baixa de 5%, retrata um modelo de negócio estruturalmente alavancado e de alto risco.

Apesar de não termos um risco sistêmico como cenário base, fica claro que a desaceleração do setor imobiliário junto à sua relevância para a economia, levarão a um **crescimento menor por mais tempo**.

Para se ter dimensão da complexidade, alguns números ajudam a balizar: **(i)** dívidas de US\$300bn (equivalentes a dois por cento do PIB chinês) que estão no balanço – se considerarmos as dívidas fora do balanço o número saltaria para incríveis US\$455bn (fonte: Goldman Sachs).

A Evergrande é apenas uma das inúmeras empresas do setor que rodam alavancadas, este é o *modus operandi* tradicional. *Qual a real importância disso?* Com a menor velocidade de vendas e a conseqüente menor disponibilidade de caixa, empresas mais alavancadas acabam por sofrer exponencialmente. **A crise não se restringe a Evergrande, mas sim ao modelo do setor imobiliário chinês.**

O setor imobiliário representa ao menos **(ii)** 25% da composição do PIB da China, tendo posição de destaque, sobretudo, quando comparado a outros países (vide gráfico ao lado). Ou seja, o setor é, de fato, de extrema relevância à economia chinesa.

Companhias do setor imobiliário chinês: desaceleração de resultados e alavancagem substancial



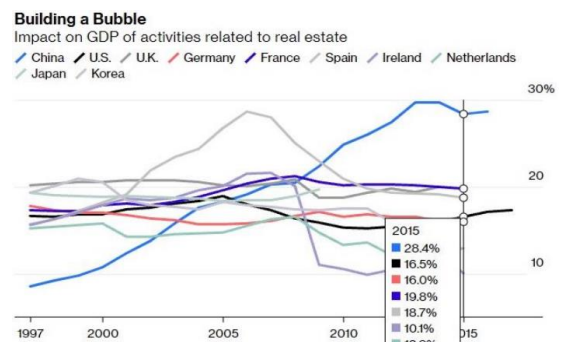
Fonte: Emerging Advisors

Além disso, **(iii)** cerca de 70% da poupança dos chineses urbanos está alocada em imóveis, o que, associada à retração do setor, abala a propensão ao consumo; **(iv)** 27% dos empréstimos bancários estão no setor imobiliário e **(v)** 35% das receitas dos governos locais vêm da venda de terras (fonte dados mencionados: Bloomberg).

Grande parte do dinheiro da infraestrutura vem do próprio governo local. **Um setor imobiliário mais fragilizado cria um buraco nas finanças das províncias e, conseqüentemente, nos investimentos dedicados à infraestrutura.**

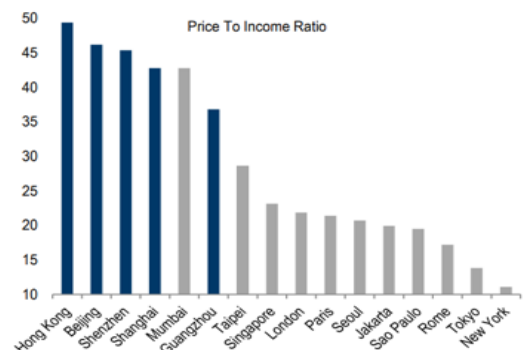
Apresentamos um gráfico que evidencia a disparidade entre o valor do imóvel e o salário da população, especialmente quando comparado a outras cidades. Este é um dos pontos que ajuda a sustentar a narrativa de “*common prosperity*”.

Setor imobiliário como percentual do PIB: China em posição de destaque versus demais economias no mundo



Fonte: Bloomberg

Preço de moradias por anos de salários: Cidades chinesas lideram a lista



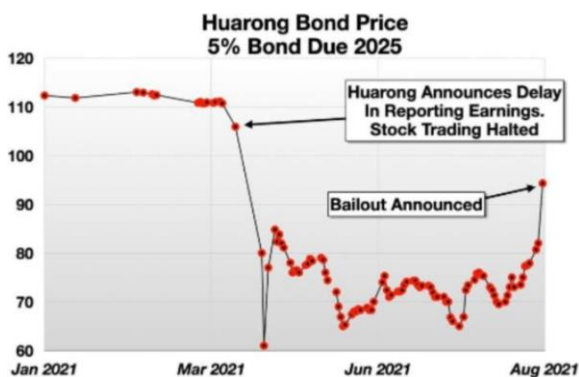
Fonte: Credit Suisse

Outro ponto que fortalece o argumento de uma lenta recuperação é quando nos debruçamos no exemplo da Huarong (empresa de gestão de ativos financeiros na China).

A ajuda financeira governamental, em momentos de quase falência, caso seja implementada na Evergrande, não deverá ser repentina. O foco está em ganhar tempo, para que a empresa, e todos *stakeholders*, aprendam a lidar com o imbróglcio com suas próprias pernas.

O governo, por ora, só fez pequenas intervenções ao injetar liquidez na economia. No caso da Huarong, o amparo financeiro só foi executado meses depois dos primeiros indícios de dificuldades financeiras. No caso da Evergrande, **não podemos afirmar se o governo irá intervir ou não, mas fato é que a desaceleração do setor e da economia já nos parece contratada.**

Evolução do preço de um bond da Huarong



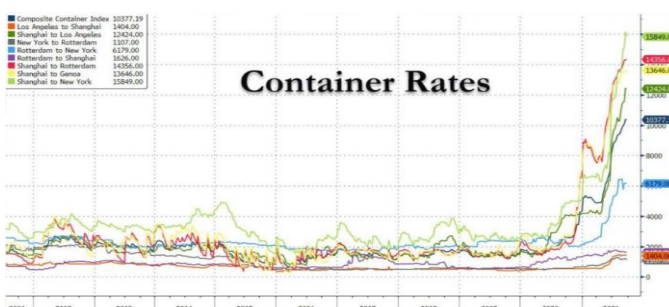
Fonte: Forbes e George Calhoun

O caso Evergrande e a preocupação com China nos fez ir além e buscar conectar outros pontos que já observávamos anteriormente: logística do transporte marítimo e a dependência dos portos chineses.

Continuamos a concentrar nossos esforços no monitoramento dos problemas logísticos e do conturbado frete marítimo, sobretudo, em contêineres. A China tem adotado a política de tolerância zero com fechamento “quase instantâneo”, em caso de repique de casos de Covid.

Como consequência, podemos citar o fechamento dos portos de Ningbo e Yantian, ambos entre os cinco maiores portos do mundo em termos de TEUs (*Twenty Foot Equivalent Unit*, medida padrão para medir capacidade de contêineres). Apesar do combate efetivo à Covid, o fechamento instantâneo seja de portos, cidades ou aeroportos acaba por estressar o já estressado mercado de fretes global.

Frete de contêineres marítimo: estresse em diversas rotas (\$/unidade)

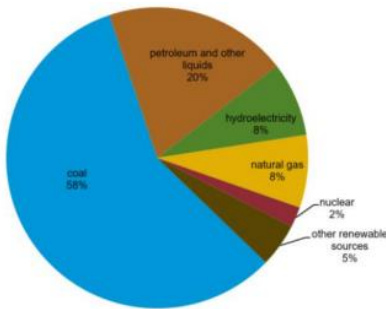


Fonte: ZeroHedge

Ainda na tentativa de melhor compreender o modo chinês no combate à Covid, tivemos a oportunidade de participar de uma videoconferência com Louis Gave, da renomada casa de pesquisa Gavekal. “O país se reergueu”, foi desta maneira que Louis caracterizou a sociedade chinesa na recuperação pós-covid. Tal frase ilustra o orgulho e o patriotismo da recuperação econômica-social da China pós-pandemia. A política é ainda sustentada na tentativa de assegurar (i) um país sem pandemia aos turistas internos e a imprensa internacional durante Olimpíadas de Inverno (fevereiro/22) e (ii) um processo mais tranquilo de indicação do atual presidente Xi Jinping a um novo mandato (outubro/22), mesmo que às custas de fechamentos e *lockdowns*.

Também seguimos atentamente a crise energética na China e o embate *versus* Austrália. A China tem uma matriz energética altamente dependente do carvão térmico (58%, fonte: *BP Statistical Review*), cuja maior fornecedora era, até 2020, a Austrália (57% em 2019, fonte: *Reuters*).

Matriz energética chinesa: alta dependência por carvão térmico



Fonte: : BP Statistical Review of World Energy 2020

Em junho de 2020, embates entre China e Austrália começaram a ganhar tração e o carvão térmico foi alvo de atrito comercial (além da cevada, carnes, madeira, vinho e outros). Fato é que naquele mês o governo anunciou que as importações deveriam ser zeradas e novos fornecedores deveriam ser encontrados (seja produção local, Indonésia, Mongólia, Rússia ou Canadá). Em apenas sete meses, as importações zeraram. Com uma oferta escassa, e uma demanda firme, a produção energética chinesa foi abalada.

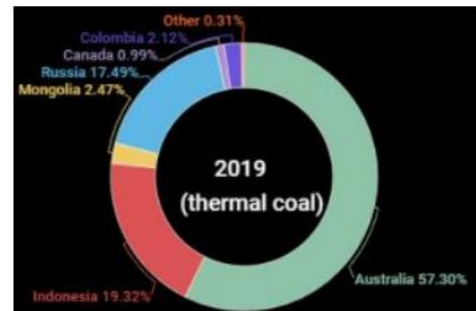
O governo chinês publicou um plano detalhado e estruturado, por província, na tentativa de amenizar a crise energética. **Costumamos afirmar que a publicação de planos governamentais detalhados revela o norte e a diretriz que o país deverá seguir nos próximos meses.** Monitoramos, principalmente, o impacto nas indústrias eletrointensivas, como aço, alumínio, têxtil, papel, e com grandes empresas (Apple e Tesla) já vocalizando problemas de produção.

Importação do carvão australiano pela China (toneladas)



Fonte: : Bloomberg. Australian Coal Exports to China

Fornecimento de carvão térmico em 2019: Austrália com participação de 57%

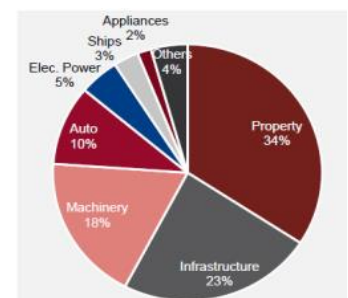


Fonte: Reuters

A crise energética aliada à tentativa de redução de emissão de gases do efeito estufa e ao enfraquecimento na demanda de aço reiteram o nosso posicionamento de cautela no minério de ferro.

Monitoramos importantes setores no consumo de aço na China, dentre os quais destacamos: imobiliário, infraestrutura, maquinário e automóveis. A soma destes setores representa cerca de 85% da demanda chinesa. O motivo de preocupação no setor imobiliário e de infraestrutura já foram revelados anteriormente. Quanto ao setor de maquinário/linha amarela analisamos os dados de vendas de escavadoras e de HDT (*heavy duty truck*), os quais devem recuar fortemente (J.P. Morgan China estima que no 4Q21 vendas de escavadoras deverá contrair 19% *y/y*; já caminhões pesados devem recuar 39% *y/y*, no último quadrimestre do ano). Quanto ao setor automotivo, que já vinha fragilizado pelo fraco consumo em 2018 e 2019, está globalmente enfraquecido frente à falta de semicondutores que, conforme vocalizado por diversas empresas do setor, deve se estender até o 2S22.

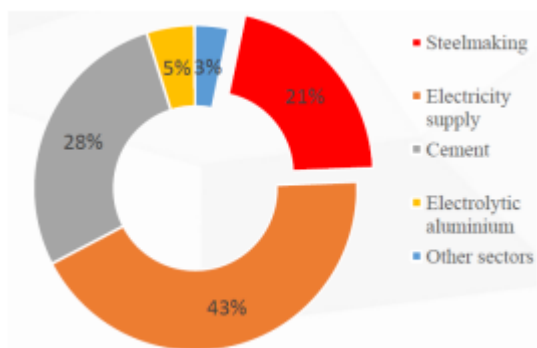
Principais setores no consumo de aço chinês



Fonte: : Bradesco BBI

Além de uma demanda mais fragilizada, a produção de aço também deverá recuar, com o foco na redução da poluição. A siderurgia é responsável por cerca de 21% da emissão de CO2 chinesa, sendo um dos setores mais representativos.

Emissão de CO2 na China por setor: Siderurgia com 21%



Fonte: MySteel

Continuamos receosos com os dados da CISA (*China Iron and Steel Association*) de produção de aço. **Para os próximos meses, esperamos queda na produção de aço, em magnitude até superior da presenciada em agosto e setembro, para que as metas sejam atingidas.**

Produção de aço na China (milhões de toneladas)



Fonte: J.P. Morgan

Quanto à composição da nossa carteira, redobramos a atenção nas empresas consideradas de segunda linha (em termos de representatividade no índice Ibovespa), por nosso menor conforto em posições como Vale, Petrobras e Bancos.

Dentre as três, possuímos preferência relativa por Petrobras, pela *commodity*, pela forte geração de caixa e pelo amplo espaço disponível para anúncio de mais dividendos significativos, mas com todas as ressalvas pelo constante ruído político.

Mantivemos posição comprada nos setores de vestuário, malls e ecommerce e aumentamos exposição ao setor de supermercados, carnes e distribuição de combustíveis.

Revisitamos empresas de *long duration* (empresas com fluxo de caixa mais concentrado no longo prazo), por acreditarmos em uma menor surpresa dos dados inflacionários na margem e uma possível acomodação na curva de juros de médio prazo. Dentre os quais, destacamos o setor de *shoppings*.

Estamos em constante supervisão da crise energética e o impacto corporativo, seja no Brasil (hídrica), seja na Europa (fornecimento de gás natural), seja na China (fornecimento de carvão). Monitoramos, também, todo os entraves na (i) oferta (fertilizantes, CO2, frango, combustíveis, outros), na (ii) mão de obra (garçons, cozinheiros, caminhoneiros e açougueiros, com inúmeros exemplos sobretudo no Reino Unido), (iii) e no forte consumo esperado para o final de ano/ Natal, com uma oferta que, possivelmente, não acompanhará em mesmo ritmo.

Seguimos cautelosos com o mercado externo. A temporada de resultados de terceiro trimestre deve trazer uma desaceleração de receita aliada à pressão de margens, conforme já antecipado por Nike, FedEx e Costco. A Europa com problemas logístico e energético persistentes aliados à eleição alemã devem colaborar ao aumento do grau de incerteza.

Desejamos um bom início de trimestre a todos!

Bons investimentos,

BLP ASSET.

Aviso Legal

A BLP não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Consulte a lista de distribuidores no site da Gestora. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance de um fundo de investimento recomenda-se a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Este documento tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da gestora. Fundos de investimento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos.

