

Nervos de aço

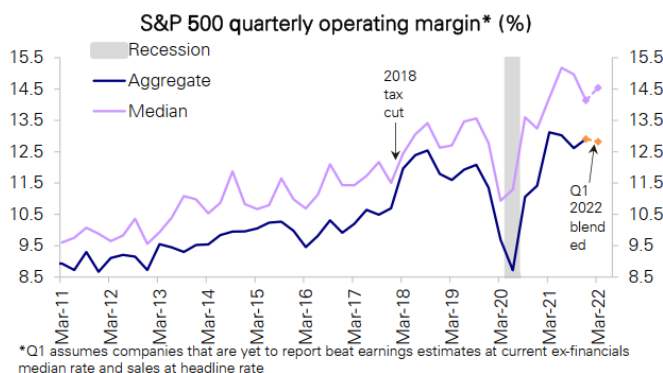
Prezados investidores,

Na carta deste mês, trazemos nossas considerações sobre (i) a temporada de resultados no exterior, (ii) o *lockdown* chinês e a necessidade de estímulos, (iii) o cenário desafiador para inflação em 2023 e (iv) o porquê de gostarmos dos fundamentos do setor siderúrgico.

Boa leitura!

(I) Resultados do 1T22 no exterior: demanda resiliente, repasse inflacionário e maiores questionamentos nas empresas de tecnologia. As companhias, mais uma vez, estão repassando as pressões dos custos à ponta final, assim como já retratamos nos resultados do 4T21 ([Carta de Março/ 22](#)), vide os resultados da *Unilever*, *Reckitt*, *Nestlé*, *Procter & Gamble* e *McDonald's*. As empresas estão gradativamente recompondo as margens. Interessante notar, também, que muitos dos repasses estão sendo feitos sem haver perda significativa de volume, sinal de resiliência da demanda.

Margens seguem em patamares recordes e elevados, indicativo de que as empresas estão repassando as pressões de custo a seus clientes finais.



Fonte: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Asset Allocation

Os contínuos repasses nos levam a crer que o Federal Reserve terá um árduo trabalho à frente.

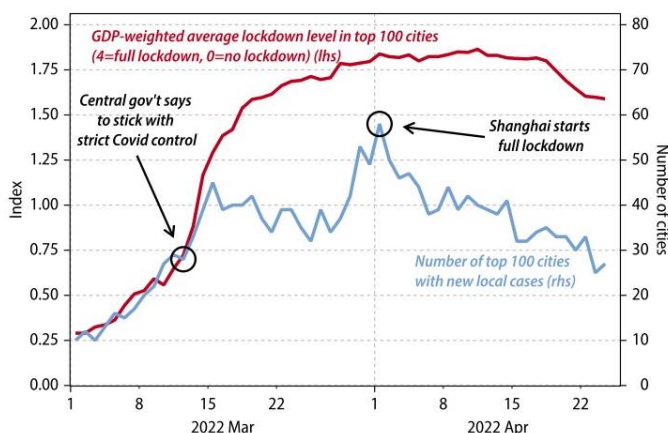
Até mesmo membros que eram mais voltados à política expansionista e de manutenção da atividade econômica, como a Mary Daly e a Lael Brainard, passaram a adotar um tom com viés mais altista de juros. James Bullard, no mês, ainda afirmou que o Banco Central está bem atrás da curva e que a taxa diretora (*FED Funds*) deveria ser de 3,5%. Jerome Powell praticamente já sacramentou que será aplicado um aumento de 50 pontos-base (bps), no próximo encontro. Após a ata da última reunião, ficou claro que o aumento dado (25bps) só não foi maior (50bps) por conta das incertezas relacionadas à guerra na Ucrânia.

Outro ponto de atenção foi o resultado das empresas do setor de tecnologia, sobretudo as FAANGs (*Meta*, *Amazon*, *Apple*, *Netflix* e *Google*) e *Microsoft*. Fundamentalmente, o setor retratou algumas dores do crescimento: despesas de publicidade mais elevadas, captação de novos usuários mais lenta, elasticidade-preço da demanda – perda de usuários pelo aumento de preço praticado – e o compartilhamento de senha entre usuários, na tentativa de baratear o valor pago por pessoa. **Com um fundamento mais desafiador e uma necessidade cada vez mais latente de aumento de juros, temos uma postura mais cautelosa no setor.**

(II) China: a necessidade de estímulos no curto prazo versus dificuldades estruturais para o crescimento no médio/ longo prazo. Como conciliar a piora nos números da covid, a política de zero covid e as dificuldades no setor imobiliário com uma expectativa de crescimento fixada em 5,5%, em meio a um ano eleitoral?

Encaramos o atual nível de dificuldade logística e contração na demanda como algo pontual. Ainda acreditamos em possíveis *lockdowns*, porém, com menor intensidade. A dúvida se dá, sobretudo, nos artificios que o governo usará para conseguir entregar o número prometido do PIB. **Após o equacionamento da covid, será necessário acelerar e crescer.**

As cidades chinesas estão lentamente retirando as restrições.



Fonte: Gavekal

No último Comitê Central de Finanças e de Economia chinês, evidenciou-se que a saída para o crescimento deve se dar via estímulos ao setor de infraestrutura. Atribuímos um peso ainda maior à fala, pelo fato de ter sido Xi Jinping que fez os anúncios, algo não muito usual quando se trata de assuntos de ordem econômica. É claro, também, que o crescimento, este ano, não deve vir do **setor imobiliário, que ainda segue em níveis deprimidos e com dados operacionais fracos.**

Acreditamos em um anúncio de estímulos, no curto prazo, para reerguer a economia pós-covid e para a importância política deste ano.

Estruturalmente, no médio/ longo prazo, no entanto, as dúvidas acerca do crescimento chinês continuam. As instabilidades regulatórias em certos setores, a descentralização no mundo ocidental das matrizes produtivas, os constantes entraves geopolíticos (relação conturbada com os Estados Unidos e a proximidade com a Rússia), a intervenção no mercado e tentativa de controle de certas mercadorias, estes são pontos que nos levam a adotar um posicionamento com mais prudência quanto ao crescimento da economia chinesa.

(III) Economia Local: as dificuldades para o ano de 2023 já escancaradas de forma precoce. Conforme trouxemos em nossa [última carta](#), diversas empresas já anunciaram aumentos expressivos de preços.

Neste mês, o ritmo continuou. Ainda tivemos os Correios com aumento de 9,5%, empresas de distribuição de energia com 20% (Equatorial, Neoenergia, Enel e Energisa), a implementação efetiva do reajuste dos medicamentos de 11%, a Petrobras com ajuste de 19% do gás natural e o gradual repasse às bombas que vem se dando semana após semana.

Seguimos preocupados com a manutenção inflacionária em níveis elevados.

Acreditamos que o Banco Central terá de corrigir, novamente, sua postura e que o início de uma política monetária mais expansionista deve tardar a acontecer. A fala de Roberto Campos após a divulgação do IPCA de março ilustra bem o grau de surpresa que o Banco Central deve ter com a não suavização inflacionária no curto prazo. ([link](#)).

Estamos ainda mais receosos ao se debruçar sobre as expectativas para o ano de 2023. Após semanas sem divulgação de perspectivas macroeconômicas, o boletim Focus já indica uma mediana das previsões em 4,10%. **Além da magnitude, o que mais nos impressiona é a data em que as revisões estão ocorrendo, em apenas 4 meses, de forma muito precoce.** Nos atuais níveis, o indicador já se encontra bem acima do centro da meta de 3,25% estipulado pela CMN. **O índice se aproxima, então, ao topo da meta de 4,75%.**

Em âmbito local, ainda, continuamos a monitorar a rápida piora do cenário de inadimplência, conforme fortemente evidenciado nos resultados do Banco Santander e Banco Inter. Noticiamos, também, números mais elevados de despesas financeiras, como nos resultados de Multiplan e Hypera, outra grande atenção da casa para o ano de 2022. Por fim, destacamos a qualidade operacional do segmento de vestuário, seja via leitura dos dados de Vendas no Varejo, seja nos resultados de Iguatemi e de Multiplan.

(IV) Setor siderúrgico: a continuidade do ciclo de alta por um espaço de tempo maior.

Por fim, gostaríamos de compartilhar nossa visão otimista com o setor siderúrgico. **Estruturalmente, cremos que o ciclo positivo irá perdurar por mais tempo que o inicialmente esperado.**

Os resultados das siderúrgicas norte-americanas, como *Nucor*, *Steel Dynamics*, *Reliance*, *US Steel* e *Ternium*, trouxeram consigo boas indicações para o segundo trimestre: nível saudável do livro de pedidos, aumento de preço para compensar a pressão de custo e expansão de margem.

Outro ponto de otimismo com o setor, em comparação aos trimestres anteriores, é o atual nível de alavancagem. Após trimestres de fundamentos consistentes e forte geração de caixa, as companhias puderam desalavancar o balanço. Atualmente, não existem projetos transformacionais com forte demanda por capital para os próximos anos. Assim sendo, acreditamos que, em breve, presenciaremos anúncios de dividendos relevantes e/ ou programas de recompra de ações.

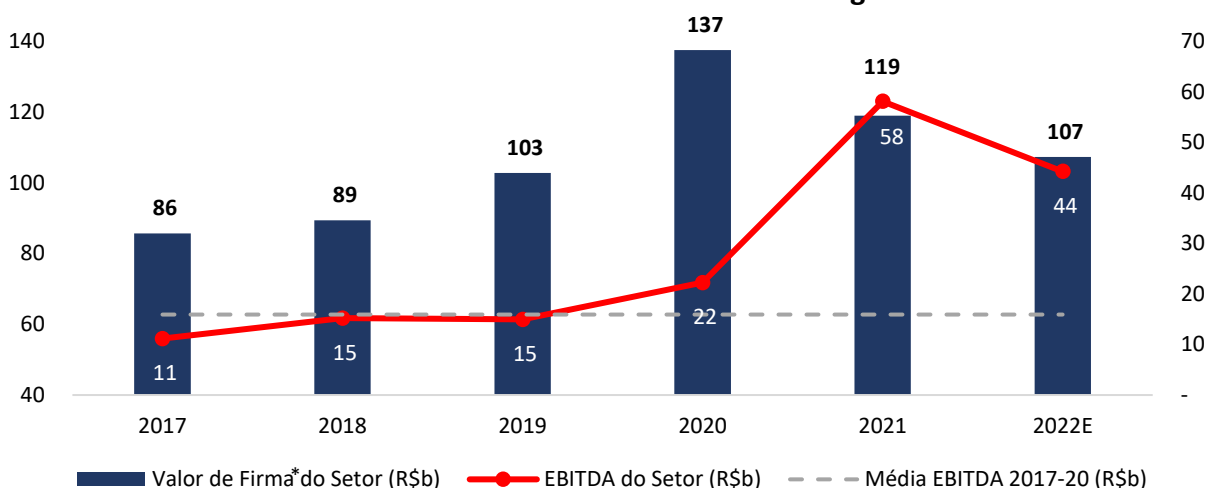
O ano de 2022 ainda deve ter um EBITDA muito superior à média dos anos anteriores e o ciclo deve ser estender por mais tempo.

A geração de valor atribuída ao setor foi ínfima em comparação ao crescimento operacional. A redução de múltiplos (*derating*) não nos parece razoável, sobretudo em um ano que ainda se deve ter forte geração de caixa.

Quanto à oferta mundial de aço, vemos um cenário ainda mais restrito. Em meio ao conflito entre Rússia e Ucrânia, a produção siderúrgica local foi comprometida. Afirma-se que 45% da produção ucraniana foi danificada ([link](#)), o equivalente a 10 milhões de toneladas. A região tem relevância considerável no comercial mundial de aço: Rússia, Ucrânia e Belarus responderam, ano passado, por 40% da importação da União Europeia de aço, fato este que deverá ser revisto após as sanções anunciadas. Outro dado relevante é que Rússia e Ucrânia são responsáveis por 50% da exportação de ferro gusa no mundo e 50% da sucata utilizada na Turquia vêm da Rússia.

Ainda no lado da oferta, a importação tem se demonstrado cada vez mais desafiadora e devemos conviver com prêmios de paridade mais elevados. Em meio ao caos logístico global e à política de zero covid chinesa, a importação ganha mais obstáculos com fretes mais elevados, procedimentos mais lentos e rigorosos, falta de mão de obra e prazos mais elevados. O câmbio adiciona ainda mais incerteza à equação com a forte volatilidade presenciada nas últimas semanas.

Valor da Firma* e EBITDA do Setor Siderúrgico



Fonte: BLP Research. 2022E – estimativas Bloomberg. *Valor de Firma = Dívida Líquida + Valor de Mercado

O terceiro e último ponto quanto à oferta é a “nova China”. Autoridades chinesas já informaram que este ano a produção de aço será inferior àquela do ano anterior ([link](#)). Com isso, a China reiterou aquilo que já vem sendo desenhado há alguns meses: um país que deixará de exportar margens baratas e atuará mais fortemente em âmbito ambiental.

Quanto à demanda, acreditamos em patamares ainda elevados. Importante notar que o bom volume de aço vendido nos últimos trimestres foi assegurado sem a presença de um componente fundamental: o setor automotivo. Com a crise dos semicondutores, a produção automotiva foi e ainda está sendo comprometida. **Para o ano de 2023, acreditamos em uma maior normalização deste cenário, e consequente, propulsão ao setor siderúrgico.**

No curto prazo, ainda, acreditamos em uma demanda incremental chinesa advinda do setor de infraestrutura.

Além disso, no médio prazo, acreditamos em uma diversificação da matriz produtiva em novas geografias, com anúncios de investimentos industriais. Como já viemos defendendo, acreditamos que após a pandemia da covid e os conflitos geopolíticos, as empresas passarão a reavaliar novas geografias para investimentos. **A busca por estabilidade geopolítica será ainda mais relevante do que a otimização de custos.**

A guerra, ainda, evidenciou a necessidade de redução da dependência do gás russo e a busca pela diversificação da matriz energética. A intensificação da extração de petróleo em outras regiões será outra variável importante na equação da demanda, e deve impulsionar aços especiais.

Por fim, somos céticos quanto a uma destruição da demanda com o ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos. É de se esperar sim um recuo da demanda por parte dos setores mais sensíveis às taxas de juros, como no caso do setor residencial, vide taxas de hipotecas já em 5%, máxima de 9 anos. A relevância do consumo de aço especificamente no setor residencial norte-americano, no entanto, é limitada. Notamos o consumo na ponta final em outros setores ainda forte e com boa visibilidade à frente. Para compensar os efeitos das taxas de juros, vemos setores relevantes no consumo de aço nos Estados Unidos: infraestrutura, atividades no setor de extração e produção de petróleo, mineração e setor industrial.

Atenciosamente,

BLP ASSET

“O Dinheiro é do Cliente”

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.