

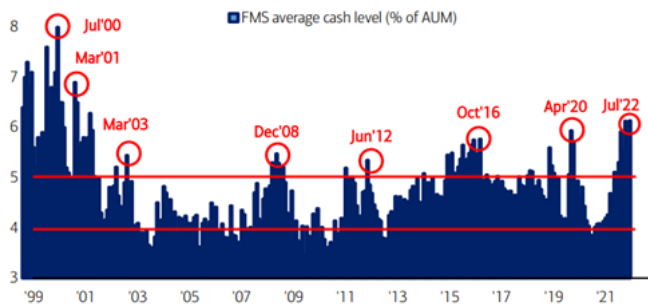
Estamos mais otimistas que o mercado: 2022 não é 2008 (Parte II)

Prezados investidores,

Após um primeiro semestre de fortes correções globais, investidores elevaram os níveis de caixa para patamares não vistos nas últimas 2 décadas e se esconderam em setores mais defensivos. Reforçamos o nosso posicionamento do mês anterior ao mencionar que “2022 não é 2008”.

O nível de caixa dos gestores é o maior desde 2001, o que mostra o pessimismo do mercado.

■ FMS average cash balance, %



Fonte: Fund Manager Survey – Bank of America

Apesar (i) da divulgação de dados macroeconômicos de inflação (CPI e PCE) ainda acima do esperado, (ii) empresas dando continuidade aos repasses de preços e (iii) uma temporada de resultado, sobretudo para as empresas de tecnologia, com resultados sem grandes surpresas positivas, o mês foi de forte valorização para as bolsas globais.

No mês, como indicativo de adição de risco, observamos o índice S&P 500 subir 9,1%, Nasdaq 12,3%, Bitcoin 23,7% e a rentabilidade do título de 10 anos recuar 25 bps (2,90% para 2,65%).

Abaixo, seguem nossas principais conclusões da temporada de resultados no exterior, pano de fundo do mês, sobretudo na segunda quinzena.

A economia norte-americana segue firme. O CEO do *Bank of America*, Brian Moynihan, foi enfático ao afirmar que os consumidores seguem com balanços resilientes e saudáveis. Além disso, não vê sinais de deterioração na qualidade de seus clientes nem da capacidade de tomar

empréstimos ([link](#)). Dados de mais alta frequência continuam a mostrar ainda um crescimento dos gastos dos americanos. De forma geral, as instituições financeiras indicaram bons níveis de retorno sobre patrimônio (*ROE*, *return on equity*) e provisões/ inadimplência sob controle.

Apesar de resultados pouco animadores, as ações das FAANGs (Meta, Apple, Amazon, Microsoft e Google) tiveram boa performance. Em nossa visão, as principais empresas de tecnologia não reportaram resultados que justificassem uma forte reação do preço. Mais uma vez o posicionamento técnico do mercado foi a tônica. O forte pessimismo já incorporado nas projeções e os números “menos piores” que o esperado causaram uma leve correria às ações. Além disso, em meio à expectativa de um cenário recessivo, houve um recuo da rentabilidade do título de 10 anos, e, com o fechamento da curva de juros, as ações de tecnologia tendem a se beneficiar.

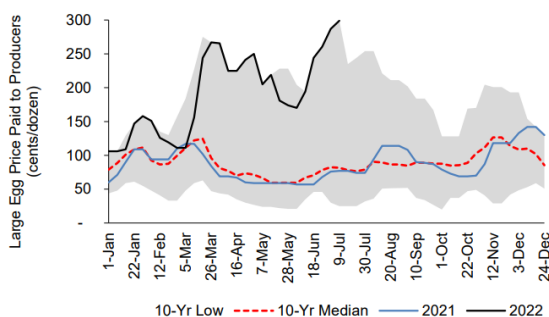
As empresas seguem repassando preços... A evolução da receita das empresas seguiu em trajetória positiva, sinais de uma demanda resiliente e que tem aceitado os aumentos de preços nos últimos meses. Diversas foram as empresas que conseguiram implementar repasses de preços, algumas até de forma inédita para os últimos anos, dentre elas destacamos: McDonald’s ([primeiro aumento no Reino Unido nos últimos 14 anos](#)), Coca Cola, Unilever, [Amazon Prime](#), [óculos de realidade virtual da Meta](#), [Chipotle](#), [Reckitt](#), [Kraft Heinz](#), [Nestlé](#), [Heineken](#) e [Danone](#). Diante disso, não projetamos uma rápida acomodação inflacionária, será um lento processo de desinflação.

... no entanto, o movimento de *trade down* seguiu presente. A busca por produtos e/ ou marcas mais baratas seguiu como tendência em alguns resultados. Na [teleconferência de resultados](#) da Pilgrim’s (subsidiária da JBS), após fortíssimos resultados, os executivos trouxeram a expansão de margem de seus produtos como consequência do movimento de troca do consumo

de carne bovina para aves. Notamos ainda, mais uma derivada de tal movimento, com preços recordes de ovos, movimento similar ao já observado no Brasil. Executivos do McDonald's e do Chipotle também fizeram menção a tal movimento como uma das causas dos fortes resultados, em que clientes estão migrando de restaurantes mais luxuosos para redes de fast-food.

Preços de ovos nos EUA estão muito acima do histórico

Figure 117: Table Eggs - Wholesale Price to Producers



Fonte: Bloomberg Finance L.P, USDA e J.P. Morgan

Commodities: foco na remuneração aos acionistas, inflação de custos e de investimentos e expectativa de liberação de capital de giro. Com a desalavancagem financeira bem-sucedida de muitas empresas, a falta de grandes investimentos e a forte geração de caixa, o foco dos investidores foi na remuneração aos acionistas e na expansão dos programas de recompra. Notamos ainda, nas empresas do setor siderúrgico, uma forte visibilidade para os próximos meses em seus livros de pedidos, sobretudo no segmento não residencial. As revisões para cima das projeções de custos e de investimentos por algumas companhias são mais um indicativo que nos levam a crer que o preço estrutural de certas

commodities tende a ser mais elevado. No mês, notamos ainda um descompasso entre a performance recente do preço de certas commodities e o nível de estoque, além das dificuldades de produção e de seu escoamento (vide Vale, BHP, Rio Tinto, Anglo American, Glencore, dentre outras). Por fim, após inúmeros trimestres de forte consumo de capital de giro, executivos já começaram a dar indicativos de liberação de caixa para o segundo semestre, em magnitude que pode ser bem relevante para certas companhias.

Quanto à composição atual de nossa carteira, passamos a nos preparar para o início de um lento processo de fechamento da curva de juros local. Conforme mencionamos, ainda notamos forte persistência inflacionária. No entanto, o movimento já nos parece assimétrico, com baixa surpresa nos dados, menores revisões da SELIC terminal e alívio em certas linhas da cesta do IPCA. Contudo, diferente dos anos anteriores, o movimento tenderá a ser mais lento, e, com isso, não nos parece ser uma simples compra por empresas que se beneficiam do fechamento de curva. As empresas que souberam aproveitar os inúmeros estímulos governamentais oferecidos para desalavancar o balanço nos parecem largar na frente. Empresas com um custo da dívida mais reduzido são relevantes em nosso portfólio, seja por uma gestão de passivo bem executada e/ ou pela não aquisição de ativos com *valuations* elevados e que tardam a dar o retorno esperado.

Atenciosamente,

BLP ASSET

“O Dinheiro é do Cliente”

Empresas de materiais básicos apresentam forte redução de dívida líquida

		2015	2016	2017	Net Debt (US\$ mln)		2020	2021	2022E	ND Change ('21 vs '15)	ND Change ('21 vs '20)	EV (\$m)	ND to EV
					2018	2019							
Anglo American	AAL.L	11,072	7,111	4,144	2,404	4,389	5,530	3,842	5,187	-65%	-31%	51,077	8%
Antofagasta	ANTO.L	1,024	1,072	456	596	563	82	-540	128	-153%	-759%	13,698	-4%
BHP	BHP.L	25,846	19,954	15,360	9,653	12,679	11,839	6,090	-4,953	-76%	-49%	132,076	5%
Boliden	BOL.ST	689	943	344	123	461	127	-104	-37	-115%	-182%	7,776	-1%
Fresnillo	FRES.L	416	86	-77	239	465	97	-68	-143	-116%	-170%	5,728	-1%
Gem Diamonds	GEMD.L	-55	-3	-1	-17	10	-35	-21	-43	62%	40%	145	-14%
Glencore	GLEN.L	25,889	15,536	10,673	14,710	17,556	15,844	6,042	17,068	-77%	-62%	65,182	9%
Norsk Hydro	NHY.OL	-637	-691	502	1,001	1,339	913	-144	-783	77%	-116%	11,001	-1%
Rio Tinto	RIO.L	1,298	1,330	4,464	501	3,651	664	-1,576	-5,888	-221%	-337%	94,785	-2%
South32	S32.L	14,081	9,878	-1,431	-678	-277	-275	-975	-753	-107%	-255%	9,773	-10%

Fonte: Citi Research, Companhias