

Reflexões após o forte desempenho do setor de commodities metálicas

Não há evidências de que os eventos recentes sejam transformacionais

O governo chinês anunciou o início da construção daquela que deve se tornar a maior usina hidrelétrica do mundo, localizada no limite do planalto tibetano, com um investimento estimado de pelo menos US\$ 170 bilhões (um valor realmente impressionante). A notícia impulsionou uma pequena alta nos preços do minério de ferro e do aço, à medida que o mercado interpretou o anúncio como um sinal de estímulo econômico (intensivo em commodities), com potencial de sustentar um maior consumo de aço no futuro. O setor teve desempenho forte recentemente, o que acreditamos ser uma combinação de encerramento de posições vendidas (*short*) e expectativas de que estejamos em níveis estressados de preço. Dado o cenário global desafiador para o aço (com excesso crônico de capacidade) e nossas expectativas de um gradual afrouxamento do balanço de oferta e demanda para o minério de ferro, recomendamos cautela ao perseguir esse rali incipiente. Por ora, vemos as notícias recentes mais como especulativas e com impacto limitado no saldo de oferta & demanda, já que esses temas (hidrelétricas + reformas do lado da oferta na China) podem se mostrar difíceis no longo prazo. Embora reconheçamos que o setor está altamente “fora de moda” e propenso a episódios de volatilidade, preferimos postura neutra, até termos maior visibilidade sobre esses temas-chave.

Qual é o impacto real sobre o aço?

Tentamos estimar a possível demanda incremental de aço gerada por esse enorme projeto no Tibete. Considerando o desenvolvimento hidrelétrico mais recente da China — a usina de Três Gargantas — o projeto gerou aproximadamente 460–510 mil toneladas de demanda adicional de aço ao longo de um período de construção de 15–20 anos. A hidrelétrica do Tibete deve atingir uma capacidade instalada de 60 GW — quase três vezes a da usina de Três Gargantas. Assumindo intensidade de uso de aço semelhante (apesar de algumas diferenças específicas do projeto), o novo projeto poderia demandar entre 1.4–1.9 milhão de toneladas de aço no total, ou cerca de 140–190 mil toneladas por ano ao longo da próxima década — o que representaria menos de 0,5% da produção total anual de aço bruto da China. Com isso em mente, embora este projeto possa trazer efeitos positivos à economia chinesa, não acreditamos que altere o quadro estrutural de excesso de capacidade no setor siderúrgico chinês — um fator estrutural negativo que deve continuar pressionando os preços do minério de ferro e do aço.

Analistas

Leonardo Correa

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcelo Arazi

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Fundamentos vs. Especulação

Os preços do minério de ferro têm demonstrado uma resiliência notável nas últimas semanas, negociando acima de US\$ 104/t. No entanto, acreditamos que esse rali foi impulsionado mais por fluxos especulativos do que por fundamentos. Primeiro, o governo chinês reiterou sua intenção de cortar o excesso de capacidade siderúrgica — uma medida que, se implementada integralmente, poderia eliminar cerca de 50 milhões de toneladas de capacidade. Ainda assim, isso representa apenas uma fração do excesso estrutural de capacidade da China, que estimamos em 200–300 milhões de toneladas. Historicamente, anúncios de cortes de capacidade muitas vezes não se concretizaram, o que justifica nosso ceticismo contínuo. Em segundo lugar, o mercado reagiu positivamente a sinais de estímulo macroeconômico na China. Em nossa visão, no entanto, qualquer suporte incremental tende a se concentrar no consumo das famílias, e não em setores intensivos em aço. Mais recentemente, os preços do minério de ferro foram ainda impulsionados pelo anúncio do projeto hidrelétrico no Tibete, interpretado como um renovado sinal para os investimentos em infraestrutura. Apesar dessas manchetes, o pano de fundo fundamental permanece fraco. Continuamos vendo pouco progresso na racionalização efetiva da capacidade, e nenhum sinal de um pacote de estímulo em grande escala. O projeto do Tibete pode trazer uma demanda incremental, mas insuficiente para mudar o quadro geral (<0,5% de aumento na demanda anual de aço). Pelo contrário, a produção de aço na China caiu 9% a/a em junho (partindo de uma base já fraca), e o projeto Simandou continua no cronograma para iniciar produção/embarques até novembro — reforçando nossa visão de um ambiente de maior oferta (vs. demanda) para o minério de ferro.

O que fazer nesse cenário?

Temos mantido uma postura cética em relação aos fundamentos de minério de ferro e aço há algum tempo, e não vemos os desenvolvimentos recentes como suficientemente “disruptivos” para alterar nossa visão. Continuamos a enxergar a Vale como uma empresa bem administrada e competitiva, mas operando em um ambiente macro ainda desafiador, com preços de minério de ferro que, em nossa opinião, devem eventualmente recuar para abaixo de US\$ 90/t — o que naturalmente pressiona a performance das ações. No setor de aço, o excesso de capacidade global continua sendo um obstáculo importante, e nossa visão negativa sobre as siderúrgicas brasileiras permanece inalterada. A Gerdau continua se destacando como a exceção, dada sua forte exposição ao mercado norte-americano — o que sustenta nossa recomendação de Long GGBR / Short USIM/CSN. Em suma, embora reconheçamos os possíveis impactos de curto prazo das manchetes recentes sobre o setor, ainda não temos convicção em uma recuperação significativa ou sustentada, já que os fundamentos gerais continuam fracos.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx