



S K O P O S  
**BLUE BIRDS**  
TOP PIX FIA

Carta Mensal  
Outubro 2023

## Prezados investidores,

Em outubro, o fundo apresentou uma rentabilidade de -6,15%, contra um resultado de -2,94% do Ibovespa. A maior parte do impacto negativo do período derivou das posições em MYPK3, GGBR4, KLBN11 e SUZB3, respectivamente, enquanto a única contribuição positiva veio de VALE3.

### Uma reflexão sobre nossos resultados e nossa carteira:

O ano de 2023 foi o início do terceiro mandato do Governo Lula e, em sua maioria, não enxergamos grandes surpresas em relação ao que achávamos que aconteceria até aqui. Há, porém, uma diferença fundamental, que de fato nos surpreende de certa forma. Começamos por aquilo que não nos surpreende.

Desde a confirmação da eleição, tínhamos elevado grau de convicção de que as regras fiscais seriam flexibilizadas de forma a permitir que o governo aumentasse seus gastos e isso ficou evidente no novo Arcabouço Fiscal. Como citado na carta anterior (Carta de setembro de 2023), os chamados “ajustes fiscais” se dão, em sua maioria, através da receita, sem muita atenção ao corte de gastos.

Enxergávamos alta probabilidade de que a Petrobras seria usada como instrumento de política parafiscal e arrecadatória, o que também ficou evidente. Apesar de termos visto um aumento do preço da gasolina e do diesel em determinado momento, tivemos duas quedas do preço da gasolina, o que confirma as suspeitas de que o governo usaria tais mecanismos como forma de política social e de combate à inflação, buscando contrabalancear medidas fiscais inflacionárias.

O que não sabíamos, porém, é que o mercado se animaria tanto com a Petrobras, mesmo em meio a tal cenário. Dada a sua reação após a eleição e o que vimos acontecer nesses dez primeiros meses de governo Lula, de fato, parece que estamos vivendo uma bolha especulativa concentrada na estatal. De forma estranha, porém, essa é uma “bolha silenciosa”, dado que poucos gestores vocalizaram suas posições na empresa.

Operacionalmente, a Petrobras é praticamente segunda a ninguém. Disso não há dúvidas, dada a fortaleza que foi construída ao longo do governo Temer e, em menor medida, Bolsonaro. Porém, não só a governança da empresa foi impactada, com uma

diretoria que nos parece seguir as diretrizes do governo federal e uma proposta de mudança no estatuto da empresa, como as políticas financeiras também.

A política de dividendos foi alterada de forma a reduzir o pagamento de dividendos, o Plano Estratégico deve ser ajustado para aumentar os investimentos e abranger os gastos do PAC. Além disso, como já dito anteriormente, a política de preços da estatal foi redefinida para servir os planos do governo.

Olhando mais uma vez para a reação do mercado após a eleição, esses eram exatamente os medos que se tinham, de interferência na empresa, justificando uma queda de aproximadamente 35% à época. Então, o que mudou? Por qual motivo, de repente, a Petrobras está subindo 75% no ano? Dado que o nosso trabalho não é o de pensar o que os outros vão fazer e sim focar naquilo que temos controle, é difícil responder a tais questionamentos. Porém, uma hipótese surge.

Pode-se dizer que há um elemento de ingenuidade ou mesmo *wishful thinking* no que diz respeito à Petrobras. Dada a rede de cobertura e entendimento da empresa, seria estranho dizer que era esperada uma rápida e violenta deterioração de seus fundamentos em menos de um ano de governo. A eficiência operacional da empresa é tão grande que tal cenário seria altamente improvável, por maior que fosse a vontade do governo de fazê-lo em prol de sua popularidade.

Havia certo entendimento que sua governança era robusta o suficiente para evitar mudanças bruscas que afetassem a empresa. Talvez essa crença seja o que justifique tal performance. É a tentativa de ficar na festa até logo antes que a música pare.

Porém, um acontecimento recente pode ser a diferença entre 1% de esperança e 100% de certeza de que as coisas, em sua maioria, voltarão a ser como eram nos antigos governos do PT. O conselho de administração aprovou a submissão de proposta de revisão de seu Estatuto Social, em Assembleia Geral Extraordinária, de forma a criar uma reserva de remuneração de capital (que pode afetar a distribuição de dividendos da empresa) e excluir os vetos para a indicação de administradores previstas na Lei das Estatais (estavam proibidas, dentre outras, a indicação de ministros de Estado e outros agentes políticos e com conflitos de interesse para cargos de administração da empresa, segundo o Artigo 21 de seu Estatuto). Vale destacar que exclusão busca adequar o Estatuto da empresa à liminar concedida pelo então ministro Ricardo Lewandowski, que suspendeu o trecho da Lei das Estatais que vetava tais indicações (a medida foi solicitada pelo Pcdob e ainda será votada pelo plenário do STF).

De qualquer forma, por mais que um evento extremamente relevante tenha ocorrido e possa, de fato, representar uma mudança na mentalidade do mercado, sabemos que, como disse Rudiger Dornbusch, “*In economics, things take longer to happen than you think they will, and then they happen faster than you thought they could*”. Para nós, essa frase vale não só em economia, mas para os mercados também. A semente parece ter sido plantada e cabe a nós esperarmos que ela floresça.

Dada essa reflexão sobre a forma como o mercado vem se comportando recentemente, achamos interessante colocar nosso portfólio em perspectiva. Devido ao nosso mandato, pautado em nossa filosofia de investimentos, não podemos investir na Petrobras, e nossa performance ao longo do ano está negativa em 1,74%, enquanto a do Ibovespa está positiva em 3,11%. Porém, olhando de forma mais minuciosa, ao excluirmos a Petrobras, temos um Ibovespa caindo 3,13% no ano.

É verdade que, ao longo do ano, tivemos algumas surpresas negativas em nossa carteira (algumas delas surpresas negativas para nós e para outros e, em outros casos, acomodações esperadas, mas que foram mal-recebidas pelo mercado), que impactaram nossa performance.

Na lochpe Maxion, a queda da produção e das vendas de veículos comerciais no Brasil foi maior que a esperada no início do ano, devido à transição dos caminhões de tecnologia Euro 5 para Euro 6. Tal surpresa negativa afetou os resultados da empresa em seu principal mercado, que representa não só aproximadamente um terço de suas receitas, mas que também conta com um *mix* extremamente favorável do ponto de vista de rentabilidade. Mesmo assim, a empresa segue evoluindo e gerando valor, se tornando ainda mais atrativa do que estava anteriormente.

No meio termo entre uma surpresa negativa e uma acomodação esperada em seus resultados está a Gerdau, que entra em 2023 vinda de um ano de resultados recordes. Dessa forma, era mais do que esperado que a empresa viria a apresentar uma acomodação em seus resultados, apesar de seguir realizando investimentos em ganho de produtividade e rentabilidade, semeando fundamentos ainda mais sólidos à frente.

De forma inesperada, porém, ela sofreu dois impactos importantes. Dada a desaceleração do mercado imobiliário chinês e a manutenção do ritmo de produção de aço, a válvula de escape para evitar sobrecarregar o mercado local foi o aumento da exportação, movimento já visto antes em momentos de estresse, como em 2016. De janeiro a outubro de 2023, estima-se que o volume exportado de aço pela China esteja

na casa de 74,7 milhões de toneladas, um aumento de 34,8% em relação ao mesmo período de 2022.

O aço chinês, por contar com enormes subsídios, inunda os mercados internacionais a preços extremamente baixos, muitas vezes com margens negativas, afetando a competitividade das siderúrgicas locais. Diferente de outras regiões, o Brasil não só tardou em elevar as barreiras de importação para produtos de aço, como o fez em menor escala, de forma que a penetração de aço importado, em sua maioria aço chinês, está próxima de atingir níveis historicamente elevados.

Dessa forma, não só a demanda pelo aço brasileiro é impactada, como também sua rentabilidade, afetando os resultados da Gerdau em sua divisão operacional do Brasil. Além disso, assim como no caso da Iochpe Maxion, a desaceleração dos volumes de vendas de automóveis, principalmente caminhões, também impactou seus resultados através de uma menor demanda de sua divisão de Aços Especiais, com importante representatividade no mercado Brasileiro.

Suzano e Klabin, por sua vez, passaram por um dos mais brutais ciclos de queda de preço de celulose (e Kraft ao longo dos últimos doze meses, especificamente para Klabin) ao longo do ano. Mesmo assim, ambas, em seu pior momento, mostraram resultados sólidos e, na maior parte do tempo, consideravelmente melhores do que era esperado.

Apesar, então, de mostrarem uma acomodação esperada em seus resultados, após um ciclo de preços extremamente elevados de suas commodities, tal redução foi significativamente menor do que era antecipado, dadas as condições hostis de mercado. Não só ficamos ainda mais surpresos com a capacidade das empresas de entregar bons resultados, como também com a resiliência de suas vantagens competitivas e de seus modelos de negócio, mesmo nos momentos de maior adversidade.

Um último destaque vai para a Vivara, que surpreendeu nossas já elevadas expectativas para o ano. Não só a empresa segue crescendo (e controlando a canibalização, diferente de muitos outros varejistas), como ganhando rentabilidade (também diferente de outros varejistas), principalmente através da expansão de Life, mas também de melhorias operacionais e processos extremamente bem executados.

Vale ressaltar dois pontos, sendo o primeiro deles a internalização do processo de purificação de ouro, iniciado no quarto trimestre de 2022, mas que gerou um ganho recorrente de margem bruta de aproximadamente meio ponto percentual. Além disso,

o processo de migração para a nova fábrica está em dia, tendo apenas a parte de joias sido postergada para o início de 2024, por duas questões.

A primeira delas diz respeito a algo que vai além do controle da empresa, relacionada a apólices de seguro. A outra indica conservadorismo da administração, que decidiu por atrasar o fim da migração para evitar que o processo afetasse a operação ao longo do quarto trimestre, período sazonalmente importante devido às festas de fim de ano.

De forma geral, estamos satisfeitos com nossas empresas, que apresentaram bons resultados operacionais, mesmo em momentos de adversidade. Os destaques positivos foram fruto da excelência operacional e do time de gestão. Os destaques negativos, com exceção de Renner (cujo erro da coleção de inverno e o difícil ambiente competitivo nos ofereceram um bom ponto de entrada), ocorreram por questões que vão além do controle da empresa em questão.

\*\*\*

## Oceanpact

### A Empresa

No trimestre, adicionamos à carteira a Oceanpact, uma das principais prestadoras de serviços de suporte marítimo do Brasil, com foco na área de produção de petróleo. As operações da empresa são divididas em dois segmentos, sendo eles Embarcações e Serviços. Dentro desses segmentos, a empresa opera em três áreas de atuação:

- **Ambiental:** serviços de proteção ambiental, levantamentos oceanográficos, licenciamentos e estudos ambientais, segurança operacional e remediação ambiental;
- **Subsea:** serviços de geofísica, geotecnia, inspeção, reparo e manutenção, posicionamento e suporte à construção e descomissionamento;
- **Logística e Engenharia:** Serviços de logística marinha, bases de apoio offshore, engenharia portuária e costeira, obras e dragagens e facilities e limpeza industrial.

O segmento de Embarcações representa aproximadamente 80% da receita e do EBITDA da empresa, enquanto Serviços representa a parcela restante de ambos. A empresa conta com uma frota de 28 embarcações e, apesar de estar presente em toda a cadeia de exploração e produção de petróleo, concentra suas atividades na fase de produção. Isso ocorre, pois, a produção se dá de forma praticamente intermitente, estando menos exposta à variação do preço do petróleo.

Os contratos das embarcações da empresa são adquiridos através de leilões com duração e diárias pré-estabelecidas. Apesar de a Petrobras representar grande parte da receita da empresa, ela também tem contrato com IOCs (*International Oil Companies*). Os contratos com a Petrobras têm duração de quatro anos, prorrogáveis por mais um ano, antes que haja um novo leilão para determinar quem será o prestador do serviço a uma nova diária.

Os contratos com a Petrobras têm parcela em dólar (USD) e em reais (R\$) e o *mix* é acordado entre as partes. A parcela em reais é reajustada pela inflação no aniversário do contrato e a parcela em dólares varia de acordo com a taxa de câmbio, sem reajustes. Os contratos com as IOCs têm uma duração menor, variam, em média, de um a dois anos e são 100% em dólar.

Como dito anteriormente, ao expirarem, os contratos estão *up for new bids*, o que implica um risco de renovação. Porém, a probabilidade de renovação é grande, dada a elevada taxa de especificação de cada contrato. Ao serem contratados, os navios passam por customização de forma que estejam aptos a prestarem o serviço de acordo com as especificações pré-programadas, gerando incentivo para a empresa contratante manter seu contrato com a prestadora de serviço.

Dentro do segmento de Embarcações, podemos destacar alguns serviços prestados através de algumas embarcações. Os RSVs (*Remotely Operated Vehicle Support Vessel*) são embarcações de apoio projetadas para o lançamento e operação de ROVs, um pequeno veículo operado remotamente que atua no fundo do mar, no manuseio e montagem de equipamentos submarinos offshore.

Por serem embarcações de maior complexidade, os RSVs contam com maior número de marinheiros e com os melhores comandantes da empresa, o que implica maiores custos de operação. Dessa forma, apesar de terem diárias mais elevadas, eles apresentam margens menores.

Os PSVs (*Platform Supply Vessel*) são navios cuja principal função é transportar suprimentos para as unidades marítimas (ex: plataformas de petróleo). Esses, por serem barcos de menor complexidade e cuja função é essencialmente logística, contam com tripulações menores e menos especializadas, apresentando diárias menores, mas, em compensação, margens melhores.

No segmento de Serviços, vale ressaltar a unidade de *Oil Spill*, relacionada ao derramamento de óleo no mar. Esse serviço gera boas receitas e boas margens, dado que além de ofertarem o serviço em si, podem também alugar os equipamentos para

outras empresas. O ROIC da operação é muito elevado (poucas ou até mesmo nenhuma pessoa envolvida, CAPEX da compra do equipamento e baixa manutenção) e a empresa conta com baixa competição, dado que ela é, após a Petrobras, o maior player do mercado.

Vale destacar também a Environpact, braço de consultoria da empresa, que realiza, *onshore* e *offshore*, licenciamentos ambientais, simulados de emergência, planos de recuperação de áreas degradadas, projetos de reflorestamento, dentre outros serviços. Margens e ROIC da operação são elevados dado que seu custo é basicamente pessoal e não conta com CAPEX. Um contrato importante *onshore* foi com a Vale, ao prestarem serviços durante o acidente de Brumadinho.

#### Management e Desafios Operacionais:

O CEO, fundador e principal acionista da empresa, Flavio Andrade, tem mais de 37 anos de experiência em serviços ambientais e marítimos, mas, cabe destacar, que o CFO, Eduardo de Toledo, é uma figura central para a empresa.

Eduardo, com passagem pela Klabin, Grupo Ultra e CCR, está na Oceanpact desde 2022. A sua chegada marcou uma mudança importante na empresa e em seus processos. Atualmente o foco está em reduzir e baratear o endividamento, bem como na rentabilização dos ativos existentes. Apesar de não ser líder do setor (tem a terceira maior frota do mercado), a empresa entende que não faz mais sentido adquirir novas embarcações (a menos que seja um excelente negócio e que se pague na vida útil de um contrato de prestação de serviços) e que o foco deva ser o de gerar mais valor com os ativos que já têm.

Do ponto de vista do endividamento, apesar de ser menos alavancada que a concorrência, a empresa tem uma dívida cara (CDI + 5%) e suas atenções estão voltadas para a redução, barateamento e alongamento dela. Esse é um ponto que já vem sendo endereçado, com R\$150 milhões de endividamento a CDI +5% sendo renegociados com o Fundo da Marinha Mercante a USD + 3%.

Houve também uma melhoria no processo de tomada de decisão e de alocação de capital. Os processos dos *bids* para os leilões foram aperfeiçoados, com simplificação do comitê executivo responsável pela tomada de decisão e maior interação entre o time comercial e a área financeira.



Outra mudança importante se deu no lado operacional. Agora, cada divisão (Embarcações e Serviços) conta com um COO específico. Do ponto de vista das embarcações, o foco está em reduzir o gap de eficiência operacional da empresa para seus concorrentes.

Uma questão importante diz respeito à homogeneidade da frota de embarcações, que afeta a produtividade da empresa. Por ter adquirido seus barcos de diferentes vendedores, sua frota é significativamente mais heterogênea do que de seus concorrentes que, em sua maioria, construíram suas embarcações. Isso acarreta maior curva de aprendizado no manuseio e no reparo dos barcos e, por fim, reduz a eficiência operacional da empresa frente à concorrência.

Dessa forma, o COO da divisão de Embarcações está totalmente focado em reduzir o prazo entre as manutenções e na otimização das docagens, de forma a reduzir a ociosidade operacional.

### Fundamentos de Mercado

Durante os anos 2000 e o início dos anos 2010, com a alta do preço do petróleo e a descoberta do Pré-Sal, a frota de embarcações de apoio marítimo brasileira passou por uma enorme expansão, com diversas novas embarcações sendo construídas e a Petrobras tendo papel central no modelo de negócios da indústria.

Na primeira metade dos anos 2010, com a queda do preço do petróleo e com o início da operação Lava Jato, contratos foram desfeitos e projetos das empresas de óleo e gás (O&G) foram postergados ou mesmo cancelados. Isso fez com que muitas embarcações ficassem descontratadas, gerando uma queda acentuada nos valores das diárias. Dessa forma, criou-se um ambiente de superoferta de embarcações.

Após a pandemia, a demanda por embarcações vem crescendo. Devido à queda das diárias que, ajustadas à inflação do período, ainda estão aquém de suas máximas vistas no início dos anos 2010, nenhum novo barco foi construído desde 2013. A demanda, por outro lado, segue crescendo.

O ambiente, então, se mostra propício para o aumento das diárias até que haja a entrada de novas embarcações no mercado. Ao mesmo tempo, tomando apenas como exemplo a Petrobras, serão demandadas mais de 50 novas embarcações apenas para suprir as necessidades do Plano Estratégico da empresa, que construirá 18 FPSOs até

2026, além da demanda vinda da Margem Equatorial e do projeto de energia eólica *offshore*.

Um ponto importante, que vale destaque, é a regulamentação local que exige que as empresas de O&G deem preferência a embarcações de bandeira nacional, só podendo contratar embarcações estrangeiras em caso de esgotamento das opções locais. Ao mesmo tempo, devido às dificuldades relacionadas à operação no Brasil (por exemplo, toda tripulação precisa, obrigatoriamente, falar português), à logística e aos “traumas” relacionados ao período da Lava Jato, há certa dificuldade de se conseguir locar barcos estrangeiros.

Vale destacar, também, o tempo necessário para a construção de um novo barco. Mesmo que as tarifas estejam elevadas o suficiente para justificar a construção de uma nova embarcação, o tempo de construção seria um empecilho para suprir a oferta de forma imediata. No Brasil, devido ao estado dos estaleiros, o prazo é estimado em 3 anos, enquanto em outros países o tempo necessário seria 2 anos. Tal contexto, então, cria uma barreira de entrada no setor, favorecendo os incumbentes locais.

Tendo em vista o período de aquisição dos barcos da Oceanpact, que se deu ao longo dos anos de 2010, atualmente, aproximadamente dois terços de sua frota se encontram locadas a diárias abaixo daquelas praticadas atualmente no mercado. Devido ao ambiente “apertado” de oferta e demanda, a empresa tende a crescer através da elevação das diárias, que serão atualizadas de acordo com as tarifas de mercado até 2025.

Dado o management mais racional, com maior foco na rentabilização dos ativos, de fato essa tende a ser a forma como o crescimento do segmento de Embarcações se dará. Além disso, tendo em vista que a maior parte de seus custos é relacionado a pessoal, que tende a crescer de acordo com a inflação, tal crescimento se traduz em ganho de rentabilidade, uma vez que as tarifas devem crescer acima do custo de mão de obra. De forma conservadora, então, acreditamos que a empresa seja capaz de gerar um EBITDA de aproximadamente R\$700 milhões em 2026, com uma margem EBITDA superior a 30%.

A empresa, então, conta com boas perspectivas do ponto de vista de crescimento de receita e ganho de rentabilidade e, além de prestar um serviço essencial para seus clientes, representa uma participação relativamente baixa em seus custos totais. De acordo com a empresa, seus serviços correspondem a aproximadamente 5% do *lifting cost* da Petrobras e até 15% do para as IOCs.

### Conclusão:

Apesar dos desafios operacionais ainda enfrentados pela Oceanpact, entendemos haver melhorias claras em curso e um time experiente e com sentimento de dono se dedicando ao aperfeiçoamento financeiro e operacional.

Do ponto de vista financeiro, não só a questão do endividamento está sendo endereçada, como sua exposição a um mercado apertado em termos de oferta e demanda permite a empresa crescer suas receitas e ganhar rentabilidade.

Reconhecida como um *top notch operator*, a empresa está presente principalmente na produção de petróleo, reduzindo sua exposição à volatilidade dos preços da commodity. Além disso, se mostra barata em diversas métricas, inclusive do ponto de vista do custo de reposição, sendo negociada a aproximadamente 50% do valor de mercado de suas embarcações.

Com isso, o fechamento do gap operacional e de rentabilidade da empresa frente a seus concorrentes e a redução do endividamento tendem a agregar valor ao acionista e a gerar bons retornos sobre o capital.

Porém, apesar de suas boas perspectivas futuras, também reconhecemos os desafios enfrentados pela empresa, bem como seu grau de alavancagem. Por essas razões, até que possamos enxergar maiores avanços, optamos por montar uma posição pouco relevante na empresa, na ordem de 1,5% do patrimônio. Entendemos que essa é uma tese que exige tempo e estamos mais do que dispostos a aumentar nossa exposição conforme nossas expectativas forem atingidas.

\*\*\*

### Brasil

O principal destaque do mês está na fala do Presidente Lula no dia 27/10, que segue: “Tudo que a gente puder fazer para cumprir a meta fiscal, a gente vai fazer. O que posso dizer é que ela não precisa ser zero. A gente não precisa disso. Eu não vou estabelecer uma meta fiscal que me obrigue a começar o ano fazendo um corte de bilhões nas obras que são prioritárias nesse país.

“Eu acho que muitas vezes o mercado é ganancioso demais e fica cobrando a meta que eles acreditam que vai ser cumprida. Então, eu sei da disposição do Haddad, sei das vontades do Haddad, sei da minha disposição, e quero dizer para vocês que nós dificilmente chegaremos à meta zero, até porque eu não quero fazer cortes em investimentos e obras. Se o Brasil tiver o déficit de 0,5% o que é? 0,25% o que é? Nada. Então vamos tomar a decisão correta e nós vamos fazer aquilo que vai ser melhor para o Brasil”.

Em uma única tacada, Lula destruiu a ideia de que Haddad seria o “salvador do mercado”, o defensor das contas públicas, bem como a ideia propagada por muitos de que o arcabouço fiscal seria restritivo o suficiente e que seria cumprido. Que o arcabouço era fraco e ruim, muitos já sabiam, mas talvez, no fim do dia, a grande surpresa para o mercado seja a realização de que quem manda nas contas públicas e em suas restrições é o Presidente Lula.

Isso, porém, não é uma surpresa. Analisando o comportamento do Presidente em seus dois primeiros mandatos, ficava claro que uma restrição orçamentária que o impedisse de realizar seus projetos políticos não seria viável. De fato, num primeiro momento de seu primeiro governo, tal comportamento existiu, mas as condições na época eram outras e exigiam esse controle. Hoje, em situação diferente, o foco do governo está em cumprir promessas de campanha.

A mensagem que fica e que deve ser lembrada é que o compromisso com a responsabilidade fiscal não deve ser esperado do Presidente Lula e que uma crença importante do mercado foi quebrada com tais declarações. De fato, o déficit fiscal é bom para o lucro das empresas, mas acreditamos que em um cenário de descontrole fiscal, os principais beneficiados tendem a ser as exportadoras. Dado o perfil do Banco Central que tomará posse ao longo do atual mandato, que tende a ter um viés mais *dovish*, a válvula de escape é o dólar, beneficiando empresas com receitas na divisa.

## Internacional

Os dados relativos ao PIB do terceiro trimestre da China foram liberados ao longo do mês, indicando um crescimento de 4,9% em relação ao terceiro trimestre de 2022, superando as estimativas do mercado de crescimento de 4,4%. Dessa forma, para atingir sua meta de crescimento de “aproximadamente 5%” em 2023, o país precisaria apresentar crescimento de 4,4% no quarto trimestre de 2023 em relação ao mesmo período do ano anterior.

As vendas do varejo em setembro tiveram crescimento de 5,5% ano contra ano, indicando uma melhoria contínua, tendo em vista que o indicador apresentou crescimento anual de 4,6% em agosto em relação ao ano anterior. Outro dado que segue mostrando melhorias é o lucro industrial que, nos nove primeiros meses do ano apresentaram uma queda de 9% ano contra ano, vindo de uma queda de 11,7% em agosto e 15,5% em julho, quando olhamos o acumulado do ano em relação ao mesmo período do ano anterior.

Além disso, a taxa de desemprego atingiu 5% em setembro, vindo de 5,2% em agosto e 5,5% em janeiro. Por último, o governo chinês anunciou um estímulo fiscal, que será financiado através da emissão de aproximadamente USD137 bilhões de dólares em novas dívidas, aumentando o limite do déficit fiscal de 3% para 3,8% em 2023. Tal pacote é de extrema importância, pois indica a determinação do governo em estabilizar a economia, mesmo que, num primeiro momento, o objetivo fosse evitar o uso de um “*bazooka-style stimulus*” para reacender a economia.

Do ponto de vista das commodities, os estoques de minério de ferro seguem baixos, assim como os estoques de celulose nos portos chineses, que estão abaixo de sua média histórica. Na verdade, o mercado de celulose está passando por um momento relativamente atípico, com uma demanda extremamente elevada e sem explicação aparente. O mercado é tido como um *leader follower*, de forma que quando os grandes papelheiros começam a comprar celulose, os pequenos e médios produtores seguem, gerando uma tendência de demanda.

Além da demanda interna por papel, que segue forte, principalmente para *tissue* e com destaque para o consumo fora de casa (jogos americanos, papel toalha etc. consumidos fora de casa, como em restaurantes), os níveis de exportação de papel seguem elevados.

Tal comportamento, que tende a se normalizar, permitiu um novo aumento de USD50/t por parte da Suzano e Klabin para todos os seus pedidos a partir de novembro. Houve também um aumento de USD80/t para Europa e América do Norte, válidos para o mesmo período.

Obrigado pela confiança.

**Equipe Blue Birds**

