



CARTA MENSAL

OUTUBRO 2021

O Brasil se descolando do mundo

Caros investidores,

O mês de outubro foi caracterizado pelo aumento expressivo de aversão a risco no Brasil, mesmo diante de uma calmaria externa, com o índice S&P batendo recorde atrás de recorde nos EUA.

A deterioração política se juntou à piora econômica, que vem assustando os investidores. A iniciativa do Governo de enviar proposta para o aumento do bolsa-família (sob o novo nome de Auxílio-Brasil) para R\$ 400 em 2022, o que estoura o teto de gastos em R\$ 30 bilhões, foi o estopim para o nervosismo nos mercados. Paradoxalmente, essa tensão vem em um momento em que os números fiscais brasileiros podem ser considerados bons - o resultado primário consolidado dos governos central, estaduais e municipais saiu de um déficit de 11,5% do PIB em 2020 (por conta do auxílio emergencial durante a pandemia) para 0,2% de superávit em 2021, considerando os primeiros nove meses dos respectivos anos. O déficit nominal caiu de 13% do PIB em 2021 para 5,5% em 2022. Além disso, a relação Dívida bruta/PIB, que os mais pessimistas apostavam que chegaria a 100% ao final de 2021, não deve ultrapassar a casa dos 82%.

Se a "fotografia" do fiscal é benigna, por que o mercado se incomodou tanto, a ponto de a curva de juros abrir 290 pontos-base nos vértices mais curtos e 130 pontos-base nos mais longos durante o mês de outubro? A resposta é simples: o problema é o "filme", a sensação de descontrole futuro! Primeiro, veio a decisão de escalonar o pagamento dos precatórios, que pode ser caracterizado como uma "pedalada fiscal". Depois, o mais grave: o uso do artifício de mudar a conta do teto de gastos indexando o valor ao IPCA anual retroativamente desde 2016 (ao invés da regra anterior que usava o IPCA de junho a junho do outro ano). A credibilidade foi completamente corroída. A abertura de mais de R\$ 90 bilhões de espaço no teto gerou temores em relação a mais gastos.

Além disso, a inflação ao varejo voltou a mostrar força, enfraquecendo a teoria de um choque apenas temporário nos preços. A magnitude dos núcleos de inflação, tanto no IPCA quanto no IPCA - 15 (entre 0,65 e 0,90% mensais), dão a dimensão da dificuldade do quadro. A piora das expectativas pode ser atestada na desancoragem das estimativas de IPCA 2022, que saltou do Boletim FOCUS de 4,14% para 4,55% ao ano. Uma das esperanças de contenção da inflação, os IGPs negativos, acabaram sendo frustradas com a elevação do dólar diante do Real no mês, o que ajudou a conter os IPAs.

Difícilmente o BC arriscará a sua reputação com mais um ano de o IPCA acima da meta, devendo, portanto, deixar a SELIC em um patamar significativamente (expressão da ata) contracionista (11,5% a.a. é a nossa previsão) até o final de 2022. O Boletim FOCUS aponta para uma elevação mais baixa, até 10,25% a.a.

No mercado externo, o FED, através da comunicação dos seus membros, reforçou a mensagem de que o *tapering* irá começar provavelmente já em novembro. Como o banco central norte-americano está recomprando US\$ 120 bilhões por mês de títulos, espera-se que ele desacelere esse processo à base de US\$ 15 bilhões/mês, o que completaria o processo em meados de 2022. A persistência da inflação - núcleo do PCE (indicador mais usado pelo FED) em 4,5% a.a.- pode fazer com que a autoridade monetária já comece a

elevação da taxa básica no último trimestre de 2022, apesar de a autoridade monetária ter expressado que não tem pressa. A Treasury de dez anos continua comportada, tendo fechado o mês em 1,55% a.a. (bateu a máximo de 1,70% a.a. ao longo do mês de outubro). Em termos de atividade, os números dos EUA têm saído dentro do esperado, mostrando uma consistente recuperação.

Já a China pode ser considerada o grande risco a ser monitorado. A questão da Evergrande, gigante do mercado imobiliário que ameaça com um calote em cima de uma dívida de US\$ 300 bilhões, continua em aberto e ameaça outras empresas do setor em cadeia. Por enquanto, a Evergrande vem honrando os seus compromissos em até 30 dias após o vencimento, não caracterizando, portanto, *default*. Tão importante quanto, é a questão econômica chinesa. Os indicadores de atividade - notadamente a indústria - têm vindo na região de início de recessão (PMIs abaixo de 50), sendo um sinal de alerta sobretudo para o desempenho das commodities. Pela questão de crise energética que ameaça o país, a China tem cortado a produção de aço, o que pode vir a afetar a cotação do minério-de-ferro, que já vem caindo ao longo do ano.

	setembro	outubro	% mensal	% anual
Ibovespa	110.979,10	103.500,71	-6,7%	-11,2%
IBX	47.360,36	44.133,83	-6,8%	-10,9%
S&P 500	4.307,54	4.605,38	6,9%	24,7%
Dólar/Real	5,44	5,64	3,7%	9,8%
DXY	94,23	94,12	-0,1%	4,5%
Swap DI x Pré 12 meses	8,80%	11,67%	2,9%	8,9%
DI Janeiro 2031	11,03%	11,87%	0,8%	4,6%
NTN-B 2024	4,60%	5,56%	1,0%	3,8%
NTN-B 2055	5,12%	5,55%	0,4%	1,7%
CDS 10 anos	2,86%	3,16%	0,3%	1,1%
Treasury 10 anos	1,52%	1,55%	0,03%	0,6%
Petróleo Brent	77,81	83,10	6,8%	64,2%
Minério de Ferro Qingdao	119,23	107,28	-10,0%	-27,5%
Soja US\$ (CBOT)	1.254,50	1.249,25	-0,4%	-4,7%

Fonte: Meta Asset Management

No mercado de renda variável, a Bolsa brasileira caiu no mês de outubro (Ibovespa: -6,7%), pelo quarto mês consecutivo, acumulando perda anual de 13%. Todos os 19 índices setoriais calculados pela Meta Asset tiveram variação negativa, mostrando a fraqueza do mercado no mês. O índice menos negativo foi o segmento de exploração de imóveis (-1,4%) - composto por BR Properties, São Carlos, Cyrela Commercial Properties, HBR Realty e Log - enquanto de pior desempenho foi o do setor de companhias aéreas (-29,2%) - formado por Gol e Azul -, bastante prejudicadas pela apreciação do dólar. Mesmo com o Real mais fraco, os nichos ligados a commodities tiveram performance também negativa, devido ao comportamento baixista de seus preços (vide minério de ferro e soja). No entanto, no ano, exatamente esses segmentos (frigoríficos e mineração) lideram em termos de retorno

acumulado. O S&P 500 voltou a bater recordes, chegando a 4.605 pontos (6,9% de alta mensal).

Índices Setoriais Meta	outubro/21	no ano
Exploração de Imóveis	-1,4%	-23,2%
Frigoríficos	-3,3%	42,4%
Energia Elétrica	-5,4%	-10,3%
Materiais Básicos	-6,3%	-5,5%
Indústria	-6,6%	15,0%
Shopping Centers	-8,7%	-25,2%
Água e Saneamento	-9,2%	-2,5%
Óleo, Gás e Petroquímico	-9,9%	5,0%
Bancos	-11,2%	-6,1%
Mineração	-12,8%	25,8%
Saúde	-12,8%	-18,7%
Siderurgia	-13,4%	-7,6%
Logística	-14,2%	-19,1%
Locação de Automóveis	-14,2%	-0,1%
Serviços Financeiros	-14,3%	-15,9%
Tecnologia	-16,9%	-8,0%
Construção Civil	-17,4%	-45,6%
Varejo	-18,6%	-24,2%
Aéreas	-29,2%	-37,5%

Fonte: Meta Asset Management

No mercado de renda fixa, muito pressionadas pela desconfiança fiscal, as taxas subiram bastante no mês de outubro. As taxas prefixadas, como o swap de 12 meses e o DI de dez anos se elevaram, respectivamente, em 290 e 130 pontos-base, "achatando" a curva (a parte curta, média e longa ao redor de 12% a.a.). Já as NTN-Bs curtas e longas mostraram um juro real fortemente crescente, acima de 5,5% a.a. A abertura da curva de juros penalizou novamente as ações dos setores com fluxo de caixa mais longo, sobretudo no setor de varejo, tecnologia, imobiliário e shoppings. Já a Treasury de dez anos nos EUA apresentou pequena alta de 1,52 % para 1,55%. Cabe ressaltar que uma elevação abrupta da curva de juros norte-americana atingiria fortemente os ativos de risco, sobretudo nos mercados emergentes.

No mercado de câmbio, diante de todo o cenário turbulento, o dólar se valorizou 3,7% diante ao Real. Essa depreciação se torna ainda mais relevante, mostrando a underperformance do Brasil, dado que o índice DXY (dólar versus uma cesta de moedas) ficou estável em outubro.

Já o risco - Brasil, representado pelo Credit Default Swap (CDS), seguindo o mesmo racional, subiu de 286 pontos em setembro para 316 pontos em outubro.

O setor de commodities teve comportamento inverso. Enquanto a cotação do barril do petróleo continuou subindo (Brent: 6,8%), o preço do minério de ferro seguiu em queda (-10%), enquanto a soja também caiu (-1,5%). No ano, as três commodities apontam para a mesma tendência, com performance acumulada respectivamente de +64%, - 33% e -6%.

Carteira Meta Valor

O Fundo Meta Valor teve performance de -7,72% em outubro versus -6,81% do IBX. No ano, o fundo apresenta desempenho de -26,84% versus -12,40% do benchmark. Nos últimos 6 anos, o fundo subiu 134,25% contra 130,67% do IBX.

O mercado acionário brasileiro voltou a apresentar uma forte queda em outubro, decorrente do aumento da aversão ao risco motivado pelas indefinições fiscais e aumento da inflação e da taxa de juros. Este cenário impactou novamente setores como indústria, consumo, educação e construção civil.

Além disso, a produção de aço na China voltou a apresentar queda relevante, derrubando o preço do minério de ferro. A queda do preço do minério, aliado ao forte aumento do frete marítimo, impactou especialmente as ações da CSN Mineração, mais exposta ao mercado de frete spot.

Os destaques positivos da carteira ficaram por conta das ações da Metalúrgica Gerdau, Lojas Americanas e Petrobras, que apresentaram ligeiros retornos positivos no mês. A Metalúrgica Gerdau foi favorecida pelo expressivo resultado apresentado no terceiro trimestre. Da mesma forma, as ações da Petrobras se beneficiaram da forte geração de caixa apresentada no trimestre, que resultou em uma elevada distribuição de dividendos. O aumento do risco político - declarações de Bolsonaro de insatisfação quanto ao alto lucro da companhia - acabou impedindo uma maior valorização de suas ações no final do mês. As ações das Lojas Americanas reagiram positivamente após a administração informar que está estudando uma completa incorporação de suas ações pela Americanas S.A., acabando com a estrutura de holding.

Continuamos com um percentual aproximado de 30% da carteira em empresas exportadoras, baseado na previsão de que o câmbio, dado o ambiente político e econômico no Brasil, continuará desvalorizado. Além disso, na crença de que o mercado exagerou na correção dos papéis sensíveis a juros, continuamos mantendo posições no setor de varejo, imobiliário e shopping centers, acreditando em um rebote nas cotações.

Metalúrgica Gerdau

A Metalúrgica Gerdau é uma empresa holding que controla a Gerdau S.A., detendo 32,7% do seu capital total, sendo esse o seu único investimento.

A Gerdau nos últimos anos vem passando por uma profunda reestruturação de ativos e passivos, com o objetivo de se tornar mais eficiente e reduzir a alavancagem financeira. Esse processo passou pela venda de ativos e investimentos em modernização e desgargamento em algumas usinas.

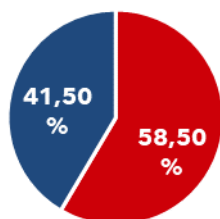
A alavancagem financeira, medida pela relação Dívida Líquida/EBITDA, chegou ao elevado nível de 4,3x em 2015, tendo encerrado o terceiro trimestre de 2021 em apenas 0,4x, graças aos ativos vendidos e a grande melhora de sua rentabilidade.

A empresa possui uma boa diversificação geográfica, com cerca de metade de sua receita líquida e 40% de seu EBITDA gerados fora do Brasil.

As figuras abaixo mostram a evolução do EBITDA e margem EBITDA da Gerdau, assim como a divisão por Operação de Negócio (ON). A ON Aços Especiais é a única que não está segregada por região, mas cerca de metade do seu resultado é gerado no Brasil.

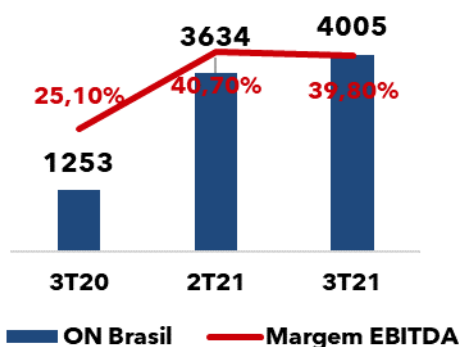
OPERAÇÃO DE NEGÓCIO (ON) - EBITDA E MARGEM EBITDA

Participação no EBITDA ajustado por ON (últimos 12 meses)

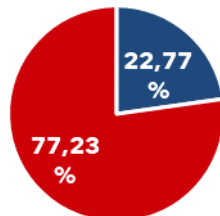


■ Brasil ■ Exterior

ON Brasil

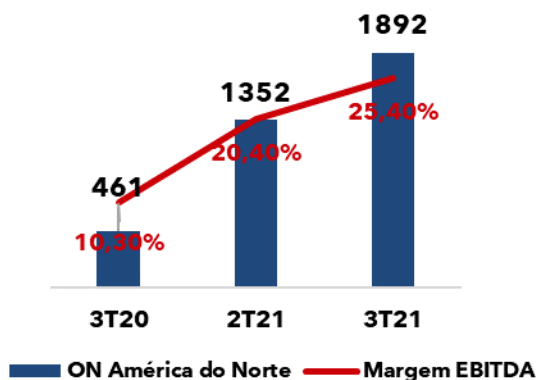


Participação no EBITDA ajustado por ON (últimos 12 meses)

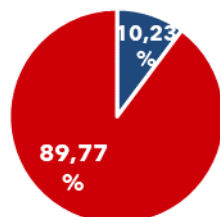


■ América do Norte ■ Outros

ON América do Norte

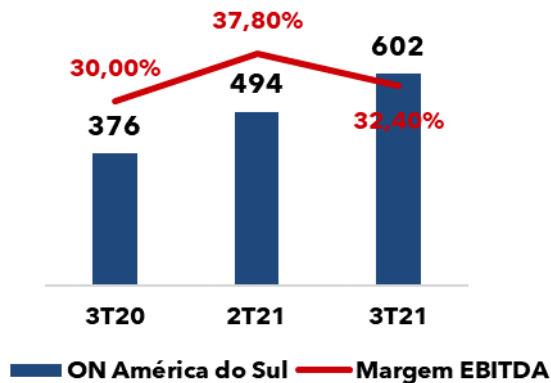


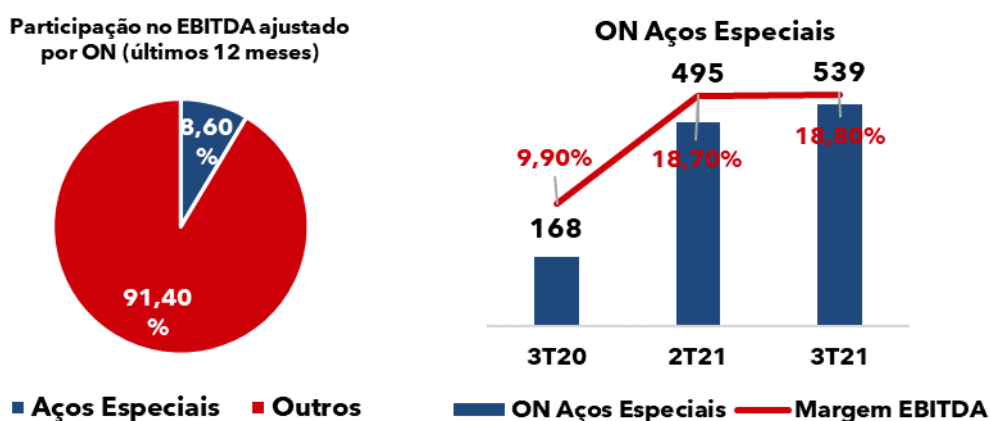
Participação no EBITDA ajustado por ON (últimos 12 meses)



■ América do Sul ■ Outros

ON América do Sul





Fonte: Gerdau

Como evidenciado, as margens de todas as operações da Gerdau estão em patamares elevados. Isso decorre da reestruturação interna realizada e do bom momento vivido pela indústria siderúrgica mundial. Além disso, o elevado patamar do dólar também beneficia a empresa.

A indústria siderúrgica está sendo beneficiada da redução da produção por parte da China, que tenta melhorar a qualidade do ar para os Jogos Olímpicos de inverno no próximo ano. Isso provocou uma redução na oferta global de aço e impulsionou as margens do setor, uma vez que a China é a grande produtora mundial desta commodity. Esse controle da produção chinesa deverá também continuar em 2022. **As ações da Metalúrgica Gerdau apresentam desempenho positivo este ano, indo no sentido oposto do IBX-100, em função dos excelentes resultados divulgados. Prevemos também fortes resultados para a empresa no próximo ano, embora possa existir algum recuo na comparação com 2021. Mesmo assim, a Gerdau estaria sendo negociada a um múltiplo EV/Ebitda de 3,3x em 2022, patamar bastante atrativo.**

Setor de Shopping - Centers

Com os primeiros resultados de empresas do setor saindo no final de outubro, vimos que os fantasmas da pandemia vêm ficando cada vez mais para trás. O resultado em questão é o da Multiplan. Com as flexibilizações de movimento dos estados e cidades do Sudeste, onde estão concentrados os ativos da empresa, a expectativa era de uma melhora significativa, mesmo usando o ano de 2019, quando não existiam tais restrições, como benchmark.

As vendas terminaram o terceiro trimestre/2021 em 98% relativamente ao mesmo período de 2019, apresentando uma clara recuperação nas lojas e indicando que o brasileiro está mais confortável com a volta aos shoppings. As horas de operações estão em 99%, praticamente voltando à situação de normalidade. No entanto, a chamada capacidade - permissão de ocupação das lojas por clientes - se mostra inferior, na casa dos 86%, ainda por conta de medidas sanitárias que ainda regulam a quantidade de pessoas em um mesmo ambiente. Outro segmento importante para a Multiplan que ainda sofre é o de eventos, que opera em apenas 45% versus 2019.

Nossa preferência pelo papel está relacionada à resiliência e qualidade da empresa, focada nas classes A e B. Essa companhia historicamente passou de forma mais suave por crises, se recuperando também de maneira melhor. A Multiplan ainda possui o benefício de possuir um portfólio de terrenos e torres corporativas, servindo de fontes de receitas alternativas em tempos mais conturbados. Vimos exatamente isso ano passado, na conclusão da venda de uma das torres corporativas do complexo Morumbi Corporate, por pouco menos de R\$ 1 bilhão.

O futuro da empresa se mostra promissor: além de duas expansões em shoppings existentes em andamento no presente, há uma outra anunciada na teleconferência de resultados para um de seus principais ativos, o shopping Morumbi. Adicionalmente, nesse mês teremos a inauguração do mais novo shopping da empresa, o Park Shopping Jacarepaguá, no Rio de Janeiro. O empreendimento já possui 95% da sua área bruta locada, mesmo antes da abertura de suas portas. Vale lembrar que um shopping novo normalmente demora cerca de quatro anos para uma maturação de operações e receita, porém com o *track record* da Multiplan a execução deve ser positivamente implementada em tempo menor. Por fim, o projeto imobiliário de luxo da empresa, o Golden Lake, vizinho do shopping da empresa em Porto Alegre, teve 34% de seu Volume Geral de Vendas (VGV) total de R\$ 500 milhões vendidos em 29 dias, superando as expectativas.

No recente momento conturbado do mercado de ações brasileiro, os papéis do setor sofreram demasiadamente, sobretudo pela abertura da curva de juros e redução da expectativa de expansão do PIB, não refletindo os sólidos números operacionais e a volta à normalidade, com a reabertura das grandes cidades. O ativo MULT3 esboçou reação positiva no dia de resultado e acreditamos que o movimento continuará. Em termos de *valuation*, o setor todo está descontado, sendo que o gap entre a Multiplan (empresa mais cara do setor) e BrMalls (a mais descontada) está pequeno. O P / FFO (preço sobre o fluxo de caixa das operações) da Multiplan encontra-se em 15,2x para 2021.

Atenciosamente,

Equipe Meta Asset Management