



POR CAIO DAVANZO

Sócio e diretor de Papel e Celulose da Falconi

## INVESTIR, SIM. APOSTAR, NÃO – DISCIPLINA DE CAPITAL EM CICLO DE RECUPERAÇÃO

**D**epois de um primeiro semestre de preços pressionados, o mercado global de celulose começa a dar sinais de reação. Segundo o relatório recém-divulgado AgroInfo, do Rabobank, a celulose de fibra curta deve atingir seu piso em torno de US\$ 570 por tonelada em agosto, iniciando daí uma recuperação gradual que leva a média do ano a cerca de US\$ 595 por tonelada, ante US\$ 540 em 2025. O próprio banco reforça que a ausência de novos grandes projetos industriais no curto prazo favorece esse reequilíbrio ao longo de 2027. É uma notícia boa. E é justamente por ser boa que ela precisa ser lida com cautela.

O setor de celulose e papel já viveu esse roteiro antes. Um ciclo de baixa prolongado é seguido de sinais de recuperação, e a reação natural das empresas é acelerar decisões de investimento represadas durante o período de margem apertada. O problema não é reagir ao ciclo. É confundir sinal de recuperação com licença para voltar ao mesmo padrão de alocação de capital que ajudou a criar a sobreoferta que pressionou os preços nos últimos dois anos.

O diagnóstico é direto: em ciclos de baixa, o Capex, ou despesa de capital, é adiado por necessidade. Em ciclos de recuperação, ele volta a ser aprovado por otimismo. Entre os dois momentos, raramente muda o critério de decisão. A pergunta que deveria orientar toda alocação de capital é: “Este projeto reduz meu custo de produção por tonelada de forma sustentável?”, continua sendo substituída, na prática, por uma pergunta mais simples e mais perigosa: “Temos caixa disponível para isso agora?”

Por isso, a disciplina de capital neste momento do ciclo passa por pelo menos quatro frentes. A primeira é a reavaliação de portfólio, com base em custo de produção por tonelada, e não em Capex disponível. Projetos que apenas adicionam capacidade sem melhorar a posição de custo da planta devem ser questionados com o mesmo rigor usado durante a fase mais dura do ciclo de baixa, não com menos.

A segunda frente é o uso de paradas programadas e modernizações como instrumento central de eficiência, em vez de expansão de capacidade como primeira resposta à melhora de preço. Ampliar uma planta existente para operar com menor consumo específico de energia, químicos e fibra tem retorno mais previsível do que apostar em nova capacidade em um mercado que ainda absorve o excesso de oferta gerado nos últimos dois anos.

A terceira frente é calibrar decisões de expansão pelo horizonte real de reequilíbrio do setor, e não pelo primeiro trimestre de alta de preço. Se o próprio consenso de mercado aponta reequilíbrio gradual ao longo de 2027, decisões de grande Capex deveriam ser calibradas por esse horizonte, e não pela inclinação da curva de preço dos últimos noventa dias.

A quarta frente é a governança do processo de decisão em si. Empresas que atravessam ciclos de recuperação com mais disciplina são as que têm critérios objetivos e comitês de investimento que resistem à pressão de aprovar projetos por sinalização de mercado, com ritos de revisão de portfólio que independem do humor do ciclo.

A liderança tem papel decisivo nesse momento, precisamente porque é mais fácil liderar disciplina de capital durante a crise do que durante a recuperação. Quando o preço sobe, a pressão interna para acelerar projetos aumenta, e a liderança que soube segurar investimento em 2024 e 2025 precisa agora sustentar o mesmo rigor de critério, mesmo com o ambiente político interno mais favorável à expansão.

No setor de celulose e papel, esse ponto ganha peso adicional porque os ciclos de investimento são longos, intensivos em capital e de difícil reversão. Uma decisão de expansão tomada com base em um trimestre de alta de preço só entrega resultado, ou frustração, anos depois, quando o ciclo já pode ter mudado de novo. Por isso, a qualidade da decisão de capital pesa tanto quanto a qualidade da operação diária.

O mercado de celulose está, de fato, caminhando para um reequilíbrio, mas gradual, não para uma virada abrupta que justifique voltar ao padrão de investimento que ajudou a gerar a sobreoferta atual. As empresas mais vulneráveis no próximo ciclo serão as que tratarem a melhora de preço como sinal para acelerar Capex represado. As mais preparadas serão as que usarem esse mesmo sinal para consolidar disciplina, priorizando eficiência e custo de produção antes de qualquer nova tonelada de capacidade.

Investir não deixou de ser necessário. Apostar é que continua sendo caro. E a diferença entre as duas coisas raramente aparece no ano em que a decisão é tomada. Aparece alguns anos depois, quando o ciclo vira de novo. ■

**Falconi**

Fundada no Brasil há quatro décadas, a Falconi é uma consultoria de gestão empresarial e de pessoas que usa tecnologia de ponta e inteligência de dados para acelerar a geração de valor sustentável para seus clientes. Com projetos em mais de 40 países, atua em 50 diferentes segmentos da economia, diferenciando-se pela capacidade de implementação de projetos em nível estratégico (estratégia, modelo de negócios e estrutura organizacional), tático (implementação e alinhamento de processos e metas) e operacional (alinhamento e acompanhamento de operações).  
E-mail: [assessoria@falcons.com](mailto:assessoria@falcons.com)