



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

03/05/2024

Prezados cotistas,

O mês de abril foi novamente marcado por intensa volatilidade, dessa vez, atingindo de maneira disseminada os mercados. Houve stress no preço do petróleo, aumentos generalizados nas curvas de juros americanas e brasileiras, queda acentuada nas bolsas americanas e nas small caps no Brasil e uma queda de menor proporção nas empresas de commodities do Ibovespa. Acreditamos que o cenário interno foi o menor dos responsáveis pelos movimentos vistos no mês. Houve ruído político. Mas de longe, as duas variáveis mais impactantes para o mês foram (i) as tensões geopolíticas no oriente médio com o clima esquentando no Irã e Israel e (ii) os dados de inflação, atividade e emprego do primeiro trimestre nos Estados Unidos.

Neste sentido, o S&P, Nasdaq e Dow Jones caíram 4,2 %, 4,4% e 3,6%. Já no Brasil, observamos o Ibovespa sustentar uma queda de 1,7% e o Small11 cair 7,8%, contra 10,1% de queda na carteira Harpia. Os títulos de 10 anos americanos saíram de 4,20% para 4,68%, alta de 11,4%, enquanto os juros de 10 anos brasileiros saíram de 11,04% para 11,86%, alta de 7,4%.

A seguir, detalharemos um pouco mais as principais causas desses movimentos, nossa visão sobre o ocorrido e nossas ações no mês.

Agradecemos a confiança e nos colocamos à disposição para esclarecer mais dúvidas.

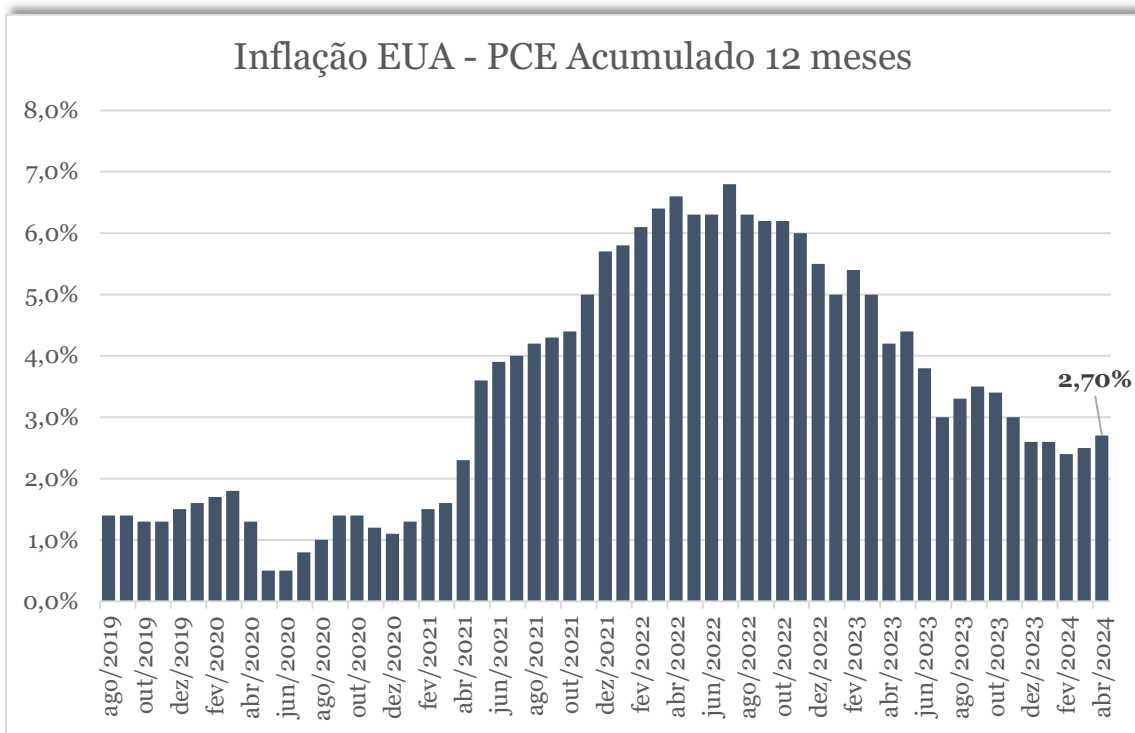
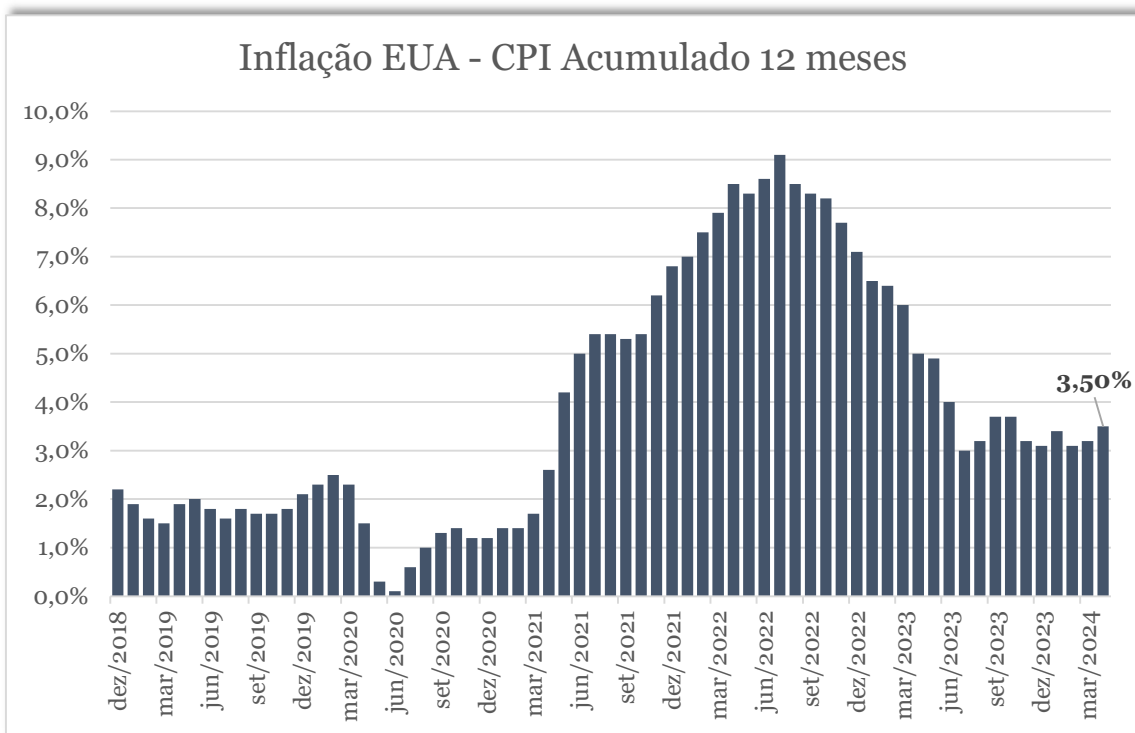
Contexto Internacional

O contexto geopolítico do mês foi conturbado. O ataque do Irã a Israel acabou por impactar fortemente os preços do petróleo, com o Brent chegando perto dos 92 dólares o barril. Com isso elevaram-se os temores por um aumento da pressão inflacionária global. Este momento agudo acabou por prejudicar bastante o fluxo de investimentos, tanto em renda fixa como em renda variável, aumentando o volume de resgates da indústria.

Dados econômicos dos Estados Unidos de janeiro, fevereiro e março apontaram para uma persistência inflacionária. Previsão de cortes de juros passaram para o final do ano. O ponto focal dessa análise são os Estados Unidos, pois a situação macroeconômica na Europa configura-se como mais ortodoxa, ou seja, os juros por lá já vem tendo impacto mais direto no arrefecimento da inflação e as variáveis macroeconômicas estão se comportando como esperado.

A bem verdade, acreditamos que hoje o mercado encontra-se num humor monotemático. Preso a uma única narrativa: os juros nos Estados Unidos. É bem verdade que essa variável é muito importante no que tange o ambiente de negócios. Afeta tanto a economia americana como o resto do mundo, dado o caráter de reserva e moeda global que tem o dólar. Contudo, aqui fazemos uma ressalva: não é a única variável que importa, tampouco deveria ser.

A inflação americana vem se mostrando persistente por diferentes métricas, oscilando entre 3% e 3,5% de acordo com CPI e entre 2,3% e 2,8% de acordo com PCE. São métricas de cálculo inflacionário levemente diferentes. A primeira leva em consideração uma cesta fixa de bens, enquanto a segunda realiza cálculos de ajuste, como bens substitutos. Abaixo observamos alguns gráficos da inflação americana (acumulada % em 12 meses):

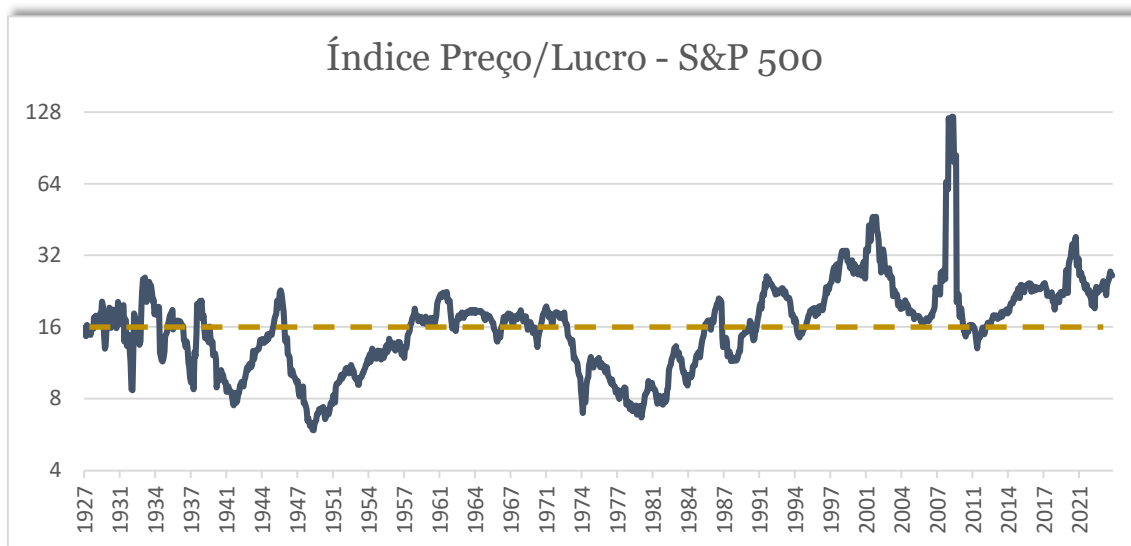


Com isso, sob um olhar mais abrangente, nos parece que houve estagnação na tendência de queda da inflação. Também observamos que os dados mais recentes têm vindo acima das expectativas. Como os juros são uma variável de resposta à inflação, é esperado que as relações entre ambos sejam diretamente proporcionais. Juros mais altos reduzem atividade da economia, que por sua vez reduzem as pressões inflacionárias generalizadas. Inflação mais alta, juros mais altos.

Porém, apesar da importância dos juros, principalmente no seu caráter de custo de empréstimo e de custo de oportunidade de investimentos em renda variável, essa não é a única variável relevante. O mercado questiona se não estamos vivendo um período de estagflação. Mas será mesmo que esse é o termo correto a ser empregado? Estagflação significa, ao pé da letra, que o crescimento econômico de um país está sendo integralmente ou quase que em sua totalidade corroído pela perda de poder de compra da moeda. Porém, isso não é nem de perto o que vemos observando.

A economia americana apresenta um mercado de trabalho resiliente, com taxa de desemprego em 3,8% e crescimento de PIB estimado para 2024 de na ordem de 2% a 2,4%. Sendo esse crescimento já descontado a inflação. Ou seja, a narrativa de estagflação não condiz com nível de atividade atual, tampouco com as expectativas.

Outra questão importante é o nível de preços dos três principais índices americanos, o S&P, Nasdaq e Dow. De olho nas 500 maiores companhias americanas, temos o gráfico de preços vs. lucros do S&P, desde 1920. Hoje, esse índice agregado encontra-se em 27 x Preços vs. Lucros, contra uma média de 16x.



Também é bem verdade que a composição do S&P hoje, com grande parte do índice relativo a empresas de tecnologias que apresentam crescimentos acelerados, é bem diferente que na década de 1950. Ou seja, é muito difícil realizar uma comparação justa. De qualquer modo, observa-se que para o S&P sustentar esse nível de preços, o mercado espera bastante crescimento nos lucros corporativos nos próximos anos. Se isso irá ocorrer, não sabemos, contudo, é mais um fator que nos faz olhar com ceticismo a narrativa de estagflação presente.

Em resumo, a inflação nos Estados Unidos está mais resistente do que imaginado inicialmente pelo mercado. O S&P apresenta múltiplos mais altos que a média histórica. A economia americana apresenta robustez muito acima da média global e as empresas de tecnologia vem apresentando resultados acima do esperado com taxas de crescimentos de lucros muito acima da média histórica. É muito difícil prever o que acontecerá com a inflação e com as ações das empresas nos Estados Unidos, pois o nível de crescimento implícito nesses preços é considerável. Mesmo que as coisas continuem indo bem, talvez exista certa frustração. A margem de segurança é baixa. Todavia a situação no Brasil é diametralmente oposta e explicaremos a seguir.

Cenário Brasileiro

Seguindo na mesma lógica do cenário americano, vemos uma discussão unicamente focada em juros no cenário doméstico. No momento o mercado ignora por completo análises individuais de ativos, assim como outras variáveis de economia real.

Fazemos a seguinte pergunta: sim, os juros são uma variável muito importante na avaliação de empresas, mas é a única variável? E a dinâmica do mercado corporativo? A dinâmica do mercado de trabalho? Nível de poupança da população? Endividamento? E as análises bottom-up de empresas? Valuations? Vale a pena a generalização em detrimento do estudo individual ativo a ativo?

No curto prazo, aparentemente sim, pois apenas as dinâmicas de juros e inflação têm importado para o mercado. Não acreditamos que essa narrativa negativa durará para sempre, mas os fluxos de venda foram bastante fortes.

De todo modo, a realidade no Brasil é substancialmente mais benigna que nos Estados Unidos. A inflação vem mostrando sinais consistentes de arrefecimento. O último dado de IPCA-15 de abril indicou um aumento de 0,21% nos preços mensais, seguido de um dado de março de 0,16%. A expectativa de inflação para o ano de 2024 pelo Focus é de 3,73%. Com a Selic em 10,75%, isso nos dá um juro real de quase 7%. A parte de países em crise econômica aguda, os maiores do mundo.

Mesmo nesse juro real estratosférico, o PIB vem surpreendendo pelo 4º ano consecutivo e mostrando sinais de que pode terminar o ano com crescimento de 2%, ou mais. O desemprego baixo, o câmbio e os preços de commodities em patamares bastante saudáveis mitigam a tendência perdulária do atual governo federal, que acreditamos ser o maior ruído negativo político no momento. Com isso, a arrecadação pode surpreender para cima.

Em paralelo, grande parte das mais de 400 empresas negociadas na B3 seguem às traças. É comum encontrar empresas negociando a de 3x a 4x lucros, distribuindo dividendos superiores à Selic e baixos níveis médios de alavancagem. Como a atual liquidez é bem baixa e essas empresas não integram o índice Ibovespa, acabam por ter seus preços mais impactados em momentos agudos como os desse mês.

Nesse cenário, vivemos um contexto diametralmente oposto ao dos Estados Unidos. Os múltiplos atuais de boa parte das small caps indicam uma subprecificação aguda dos ativos. Com isso, a margem de segurança das teses é enorme, o que nos dá bastante conforto em seguir expostos a alguns desses ativos.

Conclusão

A performance da carteira Harpia não foi boa no mês. Isso não quer dizer que houve alguma mudança operacional nas nossas investidas. Acreditamos que nossa queda teve muito a ver com o contexto de liquidez bastante reduzida no mês. Nossa carteira é composta predominantemente por empresas de baixa capitalização de mercado, justamente por acreditarmos que é nesse cluster de empresas que estão hoje as maiores assimetrias da bolsa brasileira. Com isso, o impacto matemático em momentos de fluxo vendedor agudo nas empresas de menor capitalização é muito maior. Esse é um efeito técnico que quando mercado se acalmar deve jogar a favor da nossa carteira.

Em termos de piores quedas dentro da carteira, podemos notar Simpar, Moura Dubeux e Trisul, com quedas de 22,2%, 9,0% e 20,0%, respectivamente. Essas três posições colaboraram em conjunto para uma queda de 5,7%, dos 10,1% observados no mês, ou seja, explicam 56% da queda da carteira.

Entendemos que uma queda dessa magnitude assusta, porém, em termos operacionais estamos confiantes. Os resultados das três devem apresentar melhoras tanto no curto prazo como no longo prazo. Em paralelo, o preço dessas empresas está substancialmente subprecificado frente a seus valores intrínsecos por diferentes métricas. Analogamente, isso nos dá enorme margem de segurança. Por essa razão, aproveitamos esse mês para aumentar a nossa posição em Simpar a um preço substancialmente menor do que o original. Saímos de uma posição de 136.400 papéis para 197.400 papéis, aumento de 44,7% na posição original. Ou seja, a médio prazo esta queda trará efeitos benéficos na carteira.

Agradecemos a atenção e nos colocamos à disposição para esclarecer quaisquer outras dúvidas.

Equipe Harpia,

Felipe Freiria | felipe.freiria@harpia-asset.com | (11) 99631-7424

Marcelo Messias | marcelo.messias@harpia-asset.com | (11) 99109-1580

