



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

04/04/2023

1. Introdução

Prezados cotistas,

O mês de março foi marcado por forte volatilidade. O cenário internacional apresentou turbulências do setor bancário nos Estados Unidos e Europa. Já o principal driver doméstico foi a discussão sobre o novo arcabouço fiscal e os desfechos deste na sustentabilidade da dívida pública e, portanto, na dinâmica de juros e inflação.

Na prática, apesar de considerarmos os níveis de preços da bolsa os mais atrativos desde o início do plano real levando em consideração o balanço de risco e retorno das operações de nossas investidas, mesmo quando inseridas neste contexto de turbulência, mais política do que econômica, optamos por aumentar nosso caixa reduzindo nossas exposições às ações da Kepler Weber e da Forjas Taurus. Entendemos que mesmo descontadas, suas operações apresentarão desacelerações substanciais ao longo do ano, tornando o cálculo do valor destas operações bastante opaco. De maneira gradual, pesquisaremos ativos de novas empresas para realocar esse caixa, de maneira que o valor agregado a nossos cotistas seja crescente.

Por fim, no mês tivemos um resultado positivo, com uma alta de 0,3% frente à queda de 2,9% do índice Ibovespa.

Contexto Global

Entendemos que os abalos no setor financeiro global foram causados por décadas de estímulos monetários pelos Bancos Centrais de países desenvolvidos. De uma maneira extremamente simplificada, os juros na Europa e nos Estados Unidos permaneceram em níveis muito baixos desde meados dos anos 2000. Por uma extensa janela de tempo esses juros estiveram inclusive abaixo das respectivas taxas de inflação, ou seja, os retornos reais (descontados inflação) em investimentos de títulos públicos americanos e europeus foi negativo (prejuízo econômico) em praticamente todos os vértices de juros. O que são estes vértices de juros? Entendam que governos deficitários precisam de dívida para honrar com seus compromissos. Dessa forma, esses governos emitem contratos, que nada mais são do que empréstimos que eles tomam com você investidor. Existem contratos com diferentes vencimentos. A exemplo, contratos que vencem em 2023, 2024, 2033, entre outros. Estes vencimentos são denominados vértices.

Existem outros conceitos que chamamos de (i) preferência temporal e daí deriva a relação de risco e retorno destes títulos em um ambiente hipotético e saudável. Dessa forma, em contextos econômicos normais é mais arriscado se investir em títulos de maiores vencimentos do que de menores vencimentos. É muito mais difícil prever o que ocorrerá daqui há 10 anos do que em 6 meses. E (ii) efeito de marcação a mercado. Este efeito é simples. Quando um investidor compra um título público, ele o faz por um preço. Este preço deriva basicamente do do desconto de valor de face (geralmente 1000, ou previamente estipulado) deste título pela taxa de juros acordada no contrato. Existem títulos pré-fixados, pós-fixados e híbridos onde a lógica é mais ou menos essa acrescida de uma certa

complexidade, porém para fins de simplificação, o preço do título (PU) será igual ao seu valor de face (VF) descontado do juro acordado no tempo (i) $PU = VF / [(1+i)^n]$. Sendo assim, a renda fixa na verdade não é fixa, o que é fixo é o juro acordado no tempo, mas o preço dos títulos varia. Quando os diferentes vértices de juros sobem os títulos desvalorizam.

Desta forma, o que ocorreu no setor bancário foi que os poucos títulos que muitas vezes apresentavam retornos superiores ou equivalentes às taxas de inflação americana e europeia, eram os títulos de longo prazo. Assim se desenhou durante duas décadas um incentivo para que investidores, bancos e instituições financeiras diversas demandassem títulos de mais longo prazo. Essas instituições tiveram que buscar mais risco para financiar seus passivos (depósitos).

Porém, dada a persistência inflacionária nos países europeus e nos Estados Unidos, os Bancos Centrais decidiram por bem subir os juros de maneira a desaquecer suas respectivas demandas e diminuir assim as pressões inflacionárias futuras.

Assim nasceu este risco sistêmico que observamos com a queda do SVB, a aquisição forçada do Credit Suisse pelo UBS entre outros eventos bancários. Estas instituições foram estimuladas a tomarem riscos com seus passivos com intuito de maximizarem valor para seus acionistas, porém com o aumento dos juros, boa parte desse passivo foi marcado a mercado, perdendo valor e conseqüentemente desenquadrando os fluxos de pagamentos e recebimentos destas instituições, inviabilizando seus funcionamentos.

Como o risco sistêmico que se apresentou foi substancial, o FED - banco central americano optou por criar um novo tipo de operação, a BTFP (Bank Term Funding Program). Este programa consiste basicamente num alívio emergencial de liquidez para os bancos, que funciona da seguinte forma: Qualquer título de longo prazo do tesouro já possuído pelos bancos na data do anúncio do programa pode ser usado como garantia pelo banco para adquirir junto ao FED, um empréstimo correspondente ao valor de face deste título, pelo período de 1 ano e a uma taxa de 5,0% a.a.

Observamos que após a execução dessas operações pelo FED, os vértices de juros imbicaram fortemente para baixo. Isso se deu justamente devido ao aumento de liquidez dos bancos e subsequente aumento de demanda por novos títulos de longo prazo dado novo incentivo gerado pelo FED. Abaixo vemos o efeito desta medida nos juros de 10 anos americano.

Apesar do aumento de incerteza, acreditamos que esse evento não é negativo no que diz respeito ao Brasil, pois faz com que nosso diferencial de juros aumente ainda mais, fortalecendo nosso câmbio. Em paralelo, a saúde do nosso sistema financeiro se apresenta substancialmente melhor do que a de nossos pares e dos Estados Unidos e Europa. No médio e longo prazo este fato isolado deverá aumentar a atratividade do Brasil para investidores estrangeiros.

Contexto Brasil

O Brasil possui hoje a maior taxa de juros real do G20, algo que está desacelerando nossa economia e limitando bastante nosso crescimento, mas por que ela não recua?

Pegando um gancho no capítulo anterior, um dos fatores é justamente o diferencial de juros em relação aos mercados desenvolvidos, principalmente os EUA. Desde meados de 2022, a curva longa de juros dos EUA vem subindo, o que diminui o diferencial em relação ao Brasil e torna nossas taxas menos atrativas. Quase sempre, o juros real no Brasil será definido pelo juros real dos EUA acrescido de um prêmio de risco relacionado ao câmbio. Com a curva longa de juros nos EUA recuando, cria-se espaço para a nossa curva reduzir também, o que já está acontecendo, timidamente, mas está.

Outro motivo pelo qual o juros não cai é a falta de previsibilidade econômica no curto e médio prazo. E é justamente com o objetivo de gerar esta previsibilidade e ancorar as expectativas que se faz necessário um conjunto de regras que limite e regule o comportamento fiscal do governo. A regra anterior era o teto de gastos, que limitava o crescimento das despesas do governo, forçando-o a ser responsável fiscalmente. O tão falado arcabouço fiscal é o conjunto de regras que veio para substituir o antigo teto de gastos. Apesar de ainda não ter sido liberado o texto do arcabouço, o Ministério da Fazenda já liberou algumas diretrizes do projeto, o qual analisaremos a seguir.

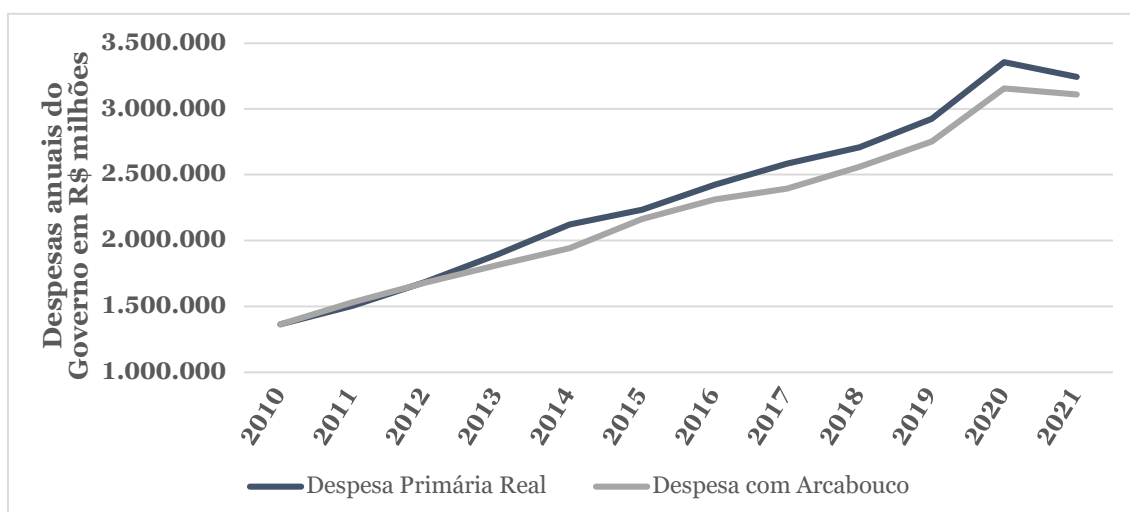
De maneira simplificada, entendemos que o conjunto de regras definidos será o seguinte:

- Definição de uma meta de Superávit
- Limitação no crescimento das despesas a:
 - 70% do crescimento das receitas caso seja atingida a meta de superávit.
 - 50% do crescimento caso não atingida a meta de superávit.
- Criação de um piso de crescimento das despesas de 0,6% real a.a.

Entendemos que o arcabouço possui alguns pontos positivos e outros negativos, os quais detalharemos a seguir.

Começando pelos positivos: O arcabouço cria um limite para o crescimento das despesas, impedindo que o governo seja irresponsável e cresça seus gastos de maneira exponencial, como aconteceu no Brasil durante os anos 2003 a 2007 e 2010 a 2014. Durante estes períodos o gasto cresceu mais de 10,0% a.a. em termos nominais ou 5,0% a.a. em termos reais e foi justamente o que nos colocou nesta situação complicada atual, com um estado inchado e uma dívida pública pesada.

Sendo assim, caso o arcabouço estivesse em vigor, por exemplo, desde 2010, hoje estaríamos numa situação bem melhor, com menos endividamento e, portanto, menos juros, dado que o arcabouço teria limitado o crescimento das despesas durante o Dilma I. Nossa estimativa é de que o nível geral de despesas estaria aproximadamente R\$ 140 Bi abaixo do atual. Isso pode ser observado no gráfico abaixo:

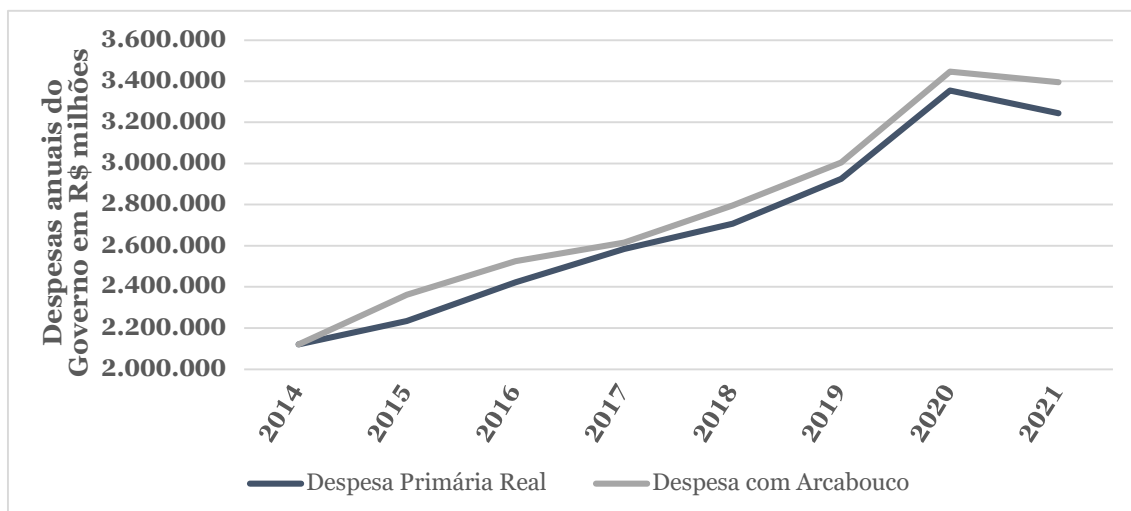


Fonte: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/estatisticas-fiscais-do-governo-geral>

Porém nem tudo são flores. Nossa avaliação é a de que, apesar do arcabouço ser melhor do que não haver limite nenhum (como era antes de 2016), ele ainda é relativamente frágil e mais perdulário do que o antigo teto de gastos.

O ponto central da discussão, e isso já foi explicitado até na apresentação de slides liberada pelo Ministério da Fazenda, é que o arcabouço foca em um equilíbrio fiscal ancorado no crescimento de receitas e não no corte de despesas. Isso é frágil, pelo simples motivo de que não é possível sempre confiar no crescimento das receitas, algo que seria uma visão excessivamente otimista leviana. Durante uma recessão, por exemplo, pode haver um cenário de forte retração nas receitas e, caso o governo tente forçar a mão aumentando as alíquotas durante esse período, pode acabar acentuando a recessão e a ciclicidade da economia, além de não conseguir arrecadar conforme esperado.

Além disso, o arcabouço possui outro ponto problemático que é o piso de crescimento de receitas. Este limite obriga que as receitas cresçam a uma taxa real mínima de 0,6% todos os anos, ou seja $IPCA + 0,6\%$. Isso é basicamente uma proibição de se cortar despesas, algo completamente contraproducente e que não vemos sentido de constar na regra, visto que a regra deve existir para limitar o governo e não para estimulá-lo a gastar mais. Por causa desta limitação específica, caso a regra estivesse vigente desde 2014, teria dificultado o ajuste fiscal dos anos 2015, 2016 e 2017, por exemplo, de forma que estaríamos numa situação pior hoje, com uma despesa aproximadamente R\$ 150 Bi acima da atual:



Fonte: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/estatisticas-fiscais-do-governo-geral>

Outra consequência do arcabouço focado no crescimento das receitas é que isso vai gerar um grande aumento dos tributos em um futuro de curto prazo. Isso contribui para a deterioração das expectativas dos agentes econômicos e, por consequência, atrasa ainda mais a nossa retomada econômica;

Ao final de tudo, apesar de não ser ideal, o arcabouço é melhor que nada, pois pelo menos indica uma intenção de buscar-se um superávit, e sua divulgação já contribuiu para o arrefecimento das curvas de juros do Brasil. Neste contexto, tivemos já em março uma redução de -4,3% da taxa de juros pré DI-31, de 13,42 para 12,80% a.a. Seria muito positivo para a economia brasileira, caso essa cláusula do piso de crescimento para despesas seja retirada do texto final durante a tramitação no congresso. Isso melhoraria muito o arcabouço.