



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

06/11/2023

1. Introdução

Prezados cotistas,

O mês de outubro foi marcado por intensa volatilidade nos mercados de renda fixa globais. A esvaziada agenda microeconômica – relativa aos resultados das empresas – tornou o preço dos ativos de renda variável, principalmente de países emergentes, como o Brasil, ainda mais suscetível a esse quadro.

As movimentações atípicas nas curvas de juros americanas, que influenciam os juros globais, predominaram como fator decisivo para o intenso aumento dos juros de longo prazo do Brasil. Ademais, o conflito entre Israel e Hamas, mesmo que localizado em uma área restrita, adicionou uma pitada de incerteza quanto ao preço justo do barril de petróleo futuro, principalmente no que tange o risco de contágio da guerra para o Irã, player relevante neste mercado.

Pouco mudou no cenário interno. Vemos o Brasil como relativamente bem-posicionado. O país ainda apresenta riscos fiscais, mas não foram os fatos e os números que mudaram, e sim, a narrativa e o humor do mercado, que continua operando de maneira quase que bipolar.

Com tudo posto, nosso fundo, composto de empresas de menores capitalizações de mercado, sofreu mais que o índice Ibovespa, tendo queda de 6,9% no mês, contra 2,9% do Ibovespa.

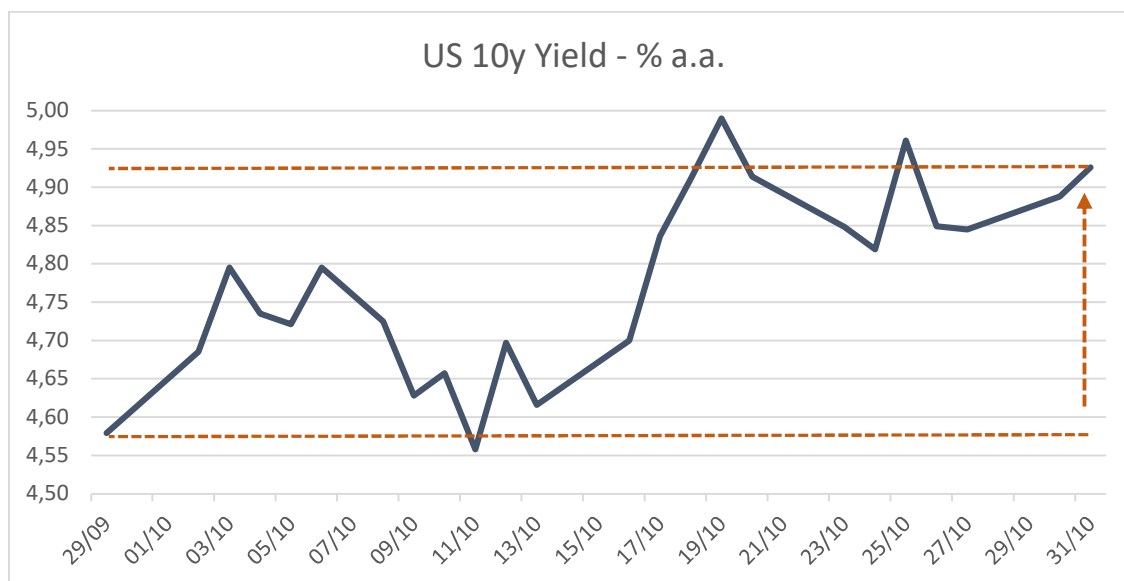
A seguir detalharemos mais os eventos do mês e nossa visão mais desenvolvida sobre os tópicos em questão.

Nos colocamos à disposição para quaisquer dúvidas e desejamos bons investimentos.

2. Contexto Externo – EUA

O efeito do aumento de juros de 10 anos nos Estados Unidos foi o fator predominante para a queda do Ibovespa e de nossa carteira. Esse sim um fator que justifica a volatilidade do mês. Como observamos no gráfico abaixo, os juros que começaram o mês em 4,57%, terminaram em 4,88%, um aumento de 6,6%.

US 10 Year Treasury Bond Yield:



fonte: <https://fred.stlouisfed.org/>

Apesar de lamentável e triste, o conflito entre o grupo terrorista do Hamas e Israel não foi o grande responsável por esse aumento de percepção de risco. A verdade é que as teses de soft landing e hard landing estão perdendo força conforme saem novos dados macroeconômicos relativos à saúde da maior economia do mundo, ou seja, cada vez mais, parece improvável uma recessão nos Estados Unidos.

O nível de aquecimento do PIB americano no terceiro trimestre foi impressionante. A economia americana cresceu 4,9% no trimestre, mesmo com o FED estipulando o juros norte-americano em patamar restritivo, a 5,25%-5,50% ao ano. Ou seja, se por um lado a política monetária restritiva tenta frear um pouco a atividade, por outro, a política fiscal extremamente expansionista pressiona o crescimento a patamares muito acima de um equilíbrio saudável.

O governo americano está financiando esse crescimento de maneira artificial, através de déficits fiscais enormes. De acordo com o tesouro americano, as receitas do ano fiscal de 2023, encerrado em setembro, totalizaram 4,44 trilhões de dólares, enquanto as despesas alcançaram 6,13 trilhões de dólares. Um déficit acumulado de USD 1,7 trilhão. Ou seja, um déficit de aproximadamente 6,5% do PIB.

Desta maneira, mesmo com os dados de inflação, hoje em 3,7% nos últimos 12 meses, convergindo lentamente à meta de 2% anuais estipulada pelo FED, há um

aumento na percepção de risco quanto à sustentabilidade deste crescimento econômico americano. Ou seja, o mercado passa cada vez mais a precificar crescentes riscos fiscais dada a trajetória da dívida americana.

A história nos mostra que balanços fiscais precários acabam por comprometer a estabilidade da moeda de um país, até mesmo podendo impactar sua taxa de crescimento futura.

De maneira geral, o cenário que se configura é extremamente difuso no que tange a análise de dados e previsibilidade futura. De um lado, a economia vem crescendo, como já exposto, em ritmo acelerado. O mercado de trabalho vem apresentando taxas de desemprego extremamente baixas, orbitando em torno de 3,8%. De maneira lenta, a inflação ao consumidor vem convergindo à meta de 2%. Diametralmente oposto, o custo desse crescimento artificial gera incertezas sobre o futuro, dado que déficits anuais de 6,6% do PIB são números de ordem de grandeza equivalentes ao período pós segunda guerra mundial, podendo sacrificar demasiadamente as gerações futuras.

Em linhas gerais, é devido a este quadro que a percepção de risco sobre a qualidade dos títulos públicos americanos se deteriorou, culminando no forte aumento das taxas de longo prazo e estressando os mercados globais.

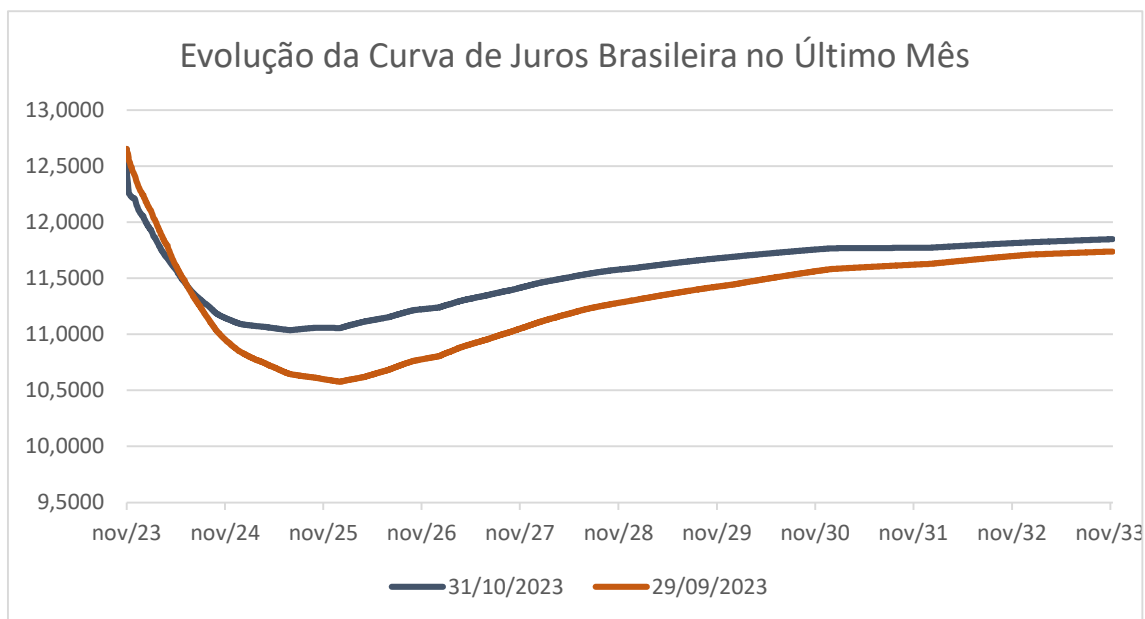
3. Contexto Interno - Brasil

Hoje acreditamos que o cenário Brasil é menos incerto que o cenário externo. Principalmente quando levamos em consideração o difícil cenário fiscal americano.

A mídia, de maneira mais alarmista, pinta o cenário interno como sendo trágico, mas a realidade não é bem assim. Naturalmente, o histórico de governos do PT, principalmente dos governos Dilma não ajuda, portanto a baixa credibilidade no que tange ao cumprimento de metas fiscais é de fato justificada (a exceção do governo Lula I, no qual o cenário externo benigno foi muito específico e propiciou uma confluência de fatores os quais culminaram em um espetacular crescimento econômico, inflação e fiscal relativamente controlados, porém, com constante perda de produtividade econômica). Em termos fiscais, talvez o governo Dilma I e Dilma II tenham sido os piores da história nacional. Também é verdade que muitas das declarações do presidente Lula e de parte da ala mais radical do governo são preocupantes.

Na prática, porém, não compramos nem tanto ao céu, nem tanto ao inferno.

Na nossa visão, o stress do mês de outubro no mercado interno tem origem na perda de credibilidade e aumento da percepção de risco sobre a situação fiscal americana, que drenou liquidez dos mercados de risco globais. Sendo assim, observamos o seguinte movimento na curva de juros longo brasileira no mês:



fonte: <https://www.comdinheiro.com.br/>

Também é verdade que continuamos não acreditando na capacidade técnica e nos incentivos para este governo entregar superávits em 2024, ou sequer em 2025. Ano que vem temos eleições municipais e, como todo governo populista, os gastos tendem a se esticar, principalmente devido à fragilidade do PT que, mesmo ganhando a presidência em 2023, vem numa constante perda de relevância quando analisamos uma linha do tempo de 20 anos, vide a quantidade de concessões ao centrão em nome da governabilidade.

Por outro lado, o desemprego no Brasil continua em níveis saudáveis, a inflação vem convergindo para meta e a política fiscal expansionista por aqui não se compara ao quadro que vemos nos Estados Unidos. Por aqui, acreditamos ser muito mais possível um déficit de 1% ano que vem, com uma banda de 0,5% para mais ou menos. Os atuais sinais de desaceleração da economia (vide a prévia do PIB de agosto, com queda de 0,77%), a fragilidade da renda do brasileiro e o alto endividamento da população devem contrapor essa moderada expansão fiscal, o que não deve ser suficiente para impactar demasiadamente a inflação, ao menos como as coisas se desenham hoje.

O dólar por volta da faixa dos 5 reais, torna a economia brasileira mais competitiva no ambiente internacional. As commodities, em linhas gerais, mesmo com todas as turbulências vividas nos últimos anos, apresentam preços também saudáveis e volumes comercializados elevados, propiciando saldos muito positivos para nossa balança comercial, mitigando o quadro fiscal atual.

Por fim, os juros reais são o que interessa quando o assunto é o diferencial de juros Brasil vs Estados Unidos, pois continuam muito atrativos. Pouco importa o valor da meta de juros em termos nominais, o que interessa é o quanto de rendimento real esses juros acarretarão, ou seja, qual o rendimento líquido descontado da inflação ou, na visão de um investidor estrangeiro, pela variação cambial.

O Juros longo no Brasil hoje paga uma taxa nominal de 11,5% a.a. (considerando a curva DI-33). Mesmo considerando um juros de 9,5% (quase 20% de queda), a inflação e a depreciação cambial, ainda teríamos um Brasil mais atrativo para o

investidor global do que os EUA com seus Bonds de 10 anos que pagam atualmente 4,5% nominais. Isto mostra que ainda há bastante espaço para queda de juros no Brasil, ainda mais se considerarmos que no futuro os juros nos EUA tendem a cair, abrindo mais espaço para fechamento da curva brasileira.

Nossa estratégia não se baseia em utilizar qualquer uma dessas informações ou previsões macroeconômicas para tomar decisões de alocação de capital em nosso fundo. Também não consideramos notícias de curto prazo ou narrativas. Não gastamos recursos para proteção de capital, dado nosso mandato de investimento de longo prazo. Olhamos apenas para variáveis estruturais, já que a conjuntura política de curto prazo sempre flutua.

A razão pela qual decidimos abordar esse assunto nesta carta, é para dizer que a narrativa pessimista vem ganhando tração nos últimos meses e a volatilidade ainda deve ser o nome do jogo. No entanto, a realidade interna das coisas não se configura como uma tempestade. O Brasil continua sendo Brasil, com a diferença que hoje, os níveis de preços dos ativos de renda variável brasileiros negociam a múltiplos argentinos. Será que o risco, a execução e os níveis de governança dos nossos setores públicos e privados são os mesmos? Não é nem de perto o que as últimas décadas nos apontam.

4. Conclusão

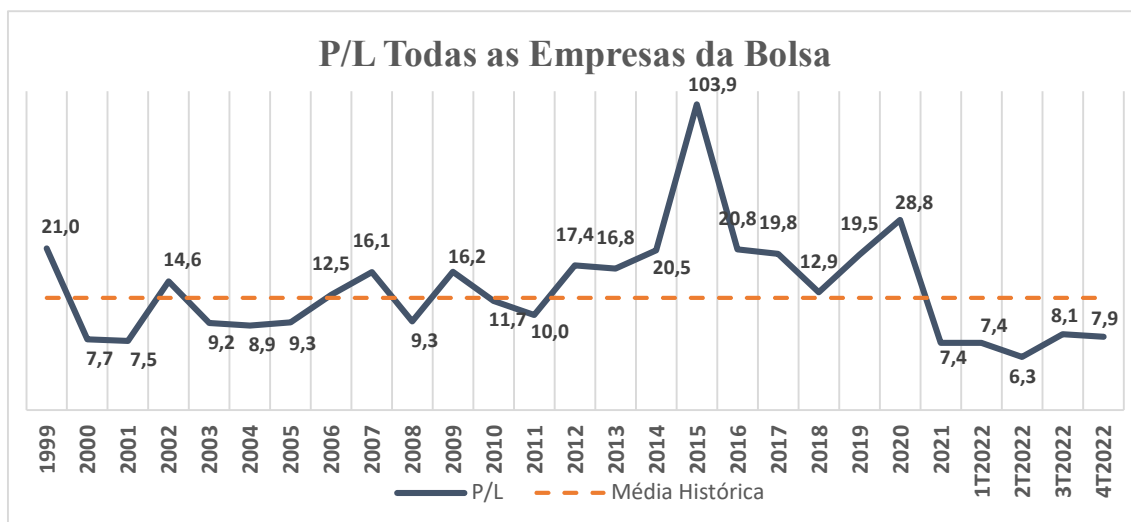
Juros mais altos no ambiente externo por um período mais extenso, o que o mercado vem chamando de “higher for longer” não significam “higher forever”. Ou seja, assim como qualquer ciclo econômico, por mais intensa que a volatilidade atual presente nos mercados possa parecer, ela é finita e um dia vai se esgotar.

Neste contexto, nossa estratégia de investimentos é muito simples: Compramos empresas que estejam sendo negociadas a altos descontos em relação ao seu preço justo, de forma que o seu potencial de valorização exceda os retornos proporcionados pela SELIC mesmo que a empresa leve muitos anos para atingir tal patamar de capitalização. O importante, neste caso, é garantir que a tese de negócios da empresa seja sólida o suficiente para perdurar por este tempo, análise que priorizamos antes de investir em qualquer negócio.

Além disso, os riscos operacionais e o nível de governança das empresas brasileiras se mostram em patamares muito superiores aos dos últimos 20 anos. Nossas investidas, em particular, além dessa característica, mostram que fizeram a lição de casa e apresentam níveis muito controlados de dívida. O ambiente competitivo para nossas empresas se mostra favorável.

Um exemplo desta resiliência é um de nossos top picks, a Vulcabrás, que mesmo num trimestre desfavorável para o seu setor, apresentou resultados recordes e uma sólida geração de caixa. Os resultados estarão disponíveis em anexo.

Em termos gerais, a realidade é que hoje, mesmo com uma SELIC aparentemente atrativa, os ativos da Bolsa brasileira seguem negociando a múltiplos historicamente atrativos. Vide gráfico abaixo.



fonte: <https://www.comdinheiro.com.br/>

Por fim, seguimos com aproximadamente 90% de exposição a ações, segurando uma posição de 10% de nosso patrimônio em caixa para eventuais oportunidades que possivelmente aparecerão neste ambiente de alta volatilidade.

Como sempre, agradecemos a atenção dispensada e nos colocamos à disposição para esclarecer dúvidas.

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

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



Referências

1. Juros e Economia Americanos

- <https://www.cnbc.com/quotes/US10Y>
- [https://www.bea.gov/news/2023/gross-domestic-product-third-quarter-2023-advance-estimate#:~:text=Real%20gross%20domestic%20product%20\(GDP,real%20GDP%20increased%202.1%20percent](https://www.bea.gov/news/2023/gross-domestic-product-third-quarter-2023-advance-estimate#:~:text=Real%20gross%20domestic%20product%20(GDP,real%20GDP%20increased%202.1%20percent)
- <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-deficit/#:~:text=In%20FY%202023%20total%20government,from%20the%20previous%20fiscal%20year.>
- <https://www.bls.gov/cpi/>

2. Juros e Mercado Brasileiro

- <https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bmf/DI1F31/grafico>
- <https://jovempan.com.br/noticias/economia/previa-do-pib-registra-queda-de-077-em-agosto-com-perda-acima-das-expectativas-do-mercado.html>

3. Resultados Vulcabrás

- <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/2a4ff98c-d670-4434-962c-10e11bafd659/e64339eb-0913-02d1-f101-f761a9ee312e?origin=1>