



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

05/10/2023

1. Introdução

Prezados cotistas,

Apesar de observar pouca variação nos índices quando consideramos a abertura e fechamento de setembro, houve considerável volatilidade durante o mês. Dentre as variáveis locais, destaca-se o repique das taxas de juros de longo prazo, como exemplo a DI-31 que subiu 4,36% no mês (de 11,13 para 11,58% a.a.). Este movimento dos juros afeta os ativos de renda variável no curto prazo o que contribuiu para uma correção negativa da carteira do Fundo, que caiu 2,8% no mês. O índice Ibovespa apresentou leve variação positiva no período, de 0,8%, fortemente puxado pelos setores de petróleo e mineração (excluindo-se estes setores, o índice apresentou queda de 1% no mês).

O mês de setembro não teve divulgação de resultados corporativos, o que deixa nossos ativos mais expostos a eventos macroeconômicos. Entraremos em mais detalhes ao longo da carta sobre os acontecimentos locais e internacionais que movimentaram o mês.

Agradecemos a atenção e desejamos uma boa leitura.

2. Contexto Externo – EUA

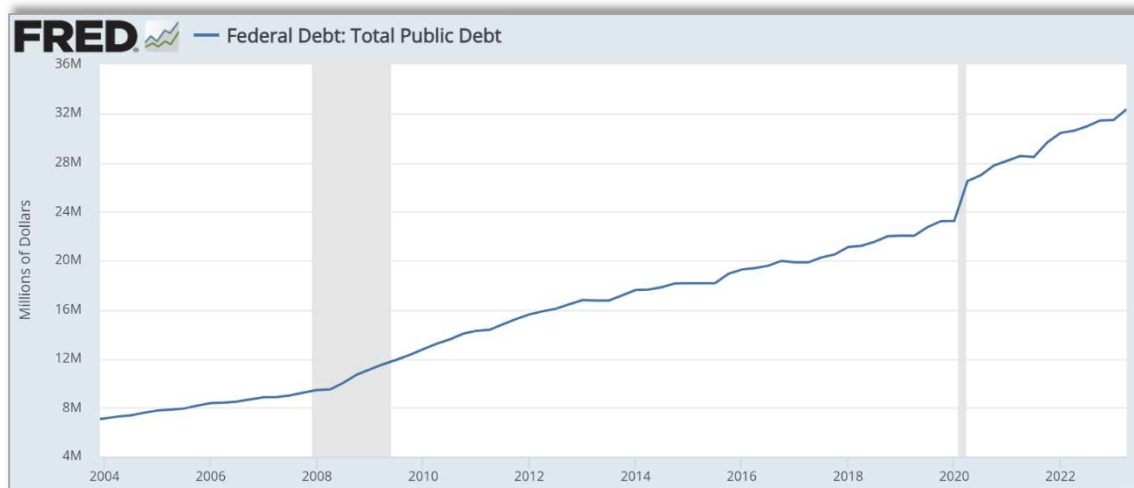
Internacionalmente os mercados experimentaram ainda mais volatilidade durante o mês de setembro, já que boa parte do movimento da curva de juros local foi puxada justamente pela curva de juros longo americana. A taxa de juros de 10 anos dos EUA abriu o mês em 4,11% e fechou em 4,57%, configurando uma alta de 11,3% no mês e, com isso, bateu o maior patamar desde junho de 2007. Esta variação também afetou os mercados de renda variável americanos, com o índice S&P 500 caindo 4,9% no mês.

US 10 Year Treasury Bond Note Yield:



fonte: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>

Em nossa avaliação, existem dois grandes fatores que contribuíram para a elevação das taxas longas nos EUA. A primeira é o QT (Quantitative Tightening), que consiste no FED vendendo seus ativos a mercado, sendo estes em grande parte títulos do tesouro americano. Esse excesso de oferta pressiona os preços dos títulos para baixo. Conseqüentemente, o juro relativo a esses contratos sobe. Adicionalmente, temos uma constante pressão que advém dos déficits fiscais americanos, os quais impactam a curva de duas formas: (i) O tesouro americano precisa emitir mais títulos para se financiar, aumentando a oferta destes no mercado e, portanto, reduzindo ainda mais seus preços e; (ii) O aumento do endividamento americano aumenta a percepção do seu risco fiscal. Com maior risco, os investidores exigem mais retorno. Abaixo a trajetória da dívida americana nos últimos 20 anos:



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

A reunião do FED, por outro lado, manteve constante a taxa básica de juros (na faixa entre 5,25 e 5,50%), podendo a depender dos dados macroeconômicos, elevar essa taxa em adicionais 0,25%. Jerome Powell destacou que o comitê ainda espera “evidências mais convincentes de que atingiram o patamar apropriado de juros”, fazendo referência a uma taxa de juros capaz de gerar os efeitos contracionistas desejados e retornar à inflação para dentro de sua meta.

A nossa conclusão é que, apesar de estar com um nível relativamente alto de juros reais, a economia dos EUA está com dificuldades de desaquecer, algo necessário para puxar a inflação para os patamares pré-pandêmicos. Existem duas forças antagônicas trabalhando. De um lado, o excesso de gastos do governo federal acaba por alimentar a inflação, retardando o início do próximo ciclo de queda de juros. De outro, a política monetária de juros mais elevados e restritivos conduzida pelo FED pressionam a economia a desacelerar.

Não acreditarmos em cenários apocalípticos de depressões econômicas no curto prazo. Porém, entendemos que é de suma importância monitorar o andamento da economia americana e seu estado de liquidez. Este cenário de juros mais altos nos Estados Unidos deve postergar o início do bull market no mercado acionário brasileiro. No curto prazo, os efeitos positivos dos cortes de Selic aqui no Brasil estão sendo neutralizados pelo cenário externo conturbado.

3. Contexto Interno - Brasil

No Brasil tivemos reunião do Copom no mês. A decisão foi de seguir com mais um corte de 0,5%, assim como feito na reunião passada. Em sua nota, porém, o comitê brasileiro destaca que notou a alta das taxas de juros longas nos EUA (as quais mencionamos na seção anterior desta carta) e que isso requer atenção especial por parte dos países emergentes. Isto porque uma taxa de juros externa mais alta diminui a diferença de rentabilidade entre os títulos americanos e brasileiros, podendo pressionar o valor da moeda local. Esse movimento deve limitar os juros terminais do Banco Central, ao menos no médio prazo. De qualquer forma, tanto o guidance do COPOM, quanto a FOCUS, apontam, por

hora, para uma manutenção de ritmo de cortes de 0,5% na SELIC por um horizonte relevante de tempo. Esta, devendo terminar 2023 em 11,75% e 2024 em 9,5%.

Internamente, a nota do Copom ressalta a importância de uma política fiscal responsável:

“Tendo em conta a importância da execução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação e, conseqüentemente, para a condução da política monetária, o Comitê reforça a importância da firme persecução dessas metas.”

Ou seja, quando se deterioram as expectativas fiscais, diminui-se a expectativa de cortes de juros no futuro. Houve uma ligeira piora nas expectativas do resultado fiscal de 2023 e 2024, principalmente devido às frustrações nas receitas e nos impactos das medidas recém anunciadas pelo ministro Haddad.

Abaixo, segue o gráfico para a taxa de juros de 10 anos no Brasil (DI-33). Com destaque para o mês de setembro:



fonte: <https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bmf/DI1F33/grafico>

Apesar de tudo isso, é importante ressaltar que a tendência geral de médio prazo da curva de juros local ainda é de queda. Os níveis de juros reais aqui estão bastante altos (aprox. 6% a.a.) e estamos somente no início do ciclo de baixa, de forma que enxergamos esse movimento de alta dos juros como uma correção natural dentro de um grande movimento de queda. A extensão e intensidade dessa queda é que serão definidas de acordo com o que for permitido pelo cenário externo.

4. Conclusão

Estamos vivenciando, desde a pandemia, um momento bastante complexo e sem precedentes na economia global, que envolve excesso de liquidez, bruscas variações nas taxas de juros dos bancos centrais, grandes déficits fiscais e inflação em níveis que não víamos há muitas décadas. A combinação destes fatores gera incerteza no ambiente global de investimentos, o que nos leva à alta volatilidade que estamos experimentando desde então.

Com tudo dito, houve substancial stress no cenário externo e uma leve piora de expectativas sobre os resultados fiscais internos para 2023 e 2024, por hora ainda controlados. Como consequência, apesar das baixas variações dos índices de ações como Ibovespa e de uma queda controlada de nossa carteira, a volatilidade foi o fator predominante no mês, marcado por pregões de intensas altas e baixas. Na soma geral, praticamente se anulando.

A volatilidade não implica em risco quando se tem estabelecido um horizonte suficientemente grande (de 3 a 4 anos ou mais). A marcação a mercado do preço dos ativos sobe ou cai como consequência desses movimentos. No caso de ativos de renda variável, os valores intrínsecos destes também oscilam de acordo com juros, que funcionam como fator de desconto temporal de seus fluxos de caixa. Porém, a força positiva da melhora das operações também altera o valor das empresas. Em suma, hoje essas duas forças antagônicas atuam sobre o ambiente de renda variável, com ainda mais força sobre nossa carteira, que vem apresentando substanciais melhoras operacionais, porém sofreu com aumento dos juros longos.

Seguimos confiantes em relação à qualidade das empresas investidas pela Harpia e temos segurança de que continuaremos a colher bons retornos quando consideradas janelas suficientemente longas de análise. Mesmo com um ambiente de empresas ainda bastante descontadas, aproximadamente 2 desvios padrões abaixo de suas precificações históricas, a narrativa pessimista predominante neste mês pesou mais do que o fato de o ambiente operacional de nossas investidas estar mais saudável, impactando nossa cota. Desta forma, mantivemos uma proporção de caixa de cerca de 10% do nosso patrimônio, à espera de mais quedas, de tal maneira que possamos utilizar essa volatilidade à nosso favor, de maneira muito gradual, melhorando o preço médio de aquisição de nossos ativos.

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. Reunião do FED

- <https://www.cnbc.com/2023/09/20/fed-rate-decision-september-2023-.html>

2. Deficit Primário de Agosto

- <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/setembro/governo-central-registra-deficit-primario-de-r-26-35-bilhoes-em-agosto#:~:text=Em%202022%2C%20o%20Governo%20Central,alinhado%20%C3%A0s%20expectativas%20de%20mercado.>

3. Reunião do Copom

- <https://www.infomoney.com.br/mercados/bc-reduz-juros-em-050-ponto-percentageal-selic-vai-a-1275/>