



Carta da Gestão

05/06/2024

Prezados(as) cotistas,

Maio foi um mês bastante desafiador para o mercado brasileiro. Tivemos diversas notícias importantes na questão macroeconômica, tanto nacional quanto internacionalmente, que afetaram significativamente o nosso mercado. Por hora, vale mencionar que continuamos em um ambiente global de juros extremamente elevados, o que explica a performance passada aquém do esperado nos mercados de renda variável, mas que ao mesmo tempo nos proporciona atrativas oportunidades para os próximos meses e anos.

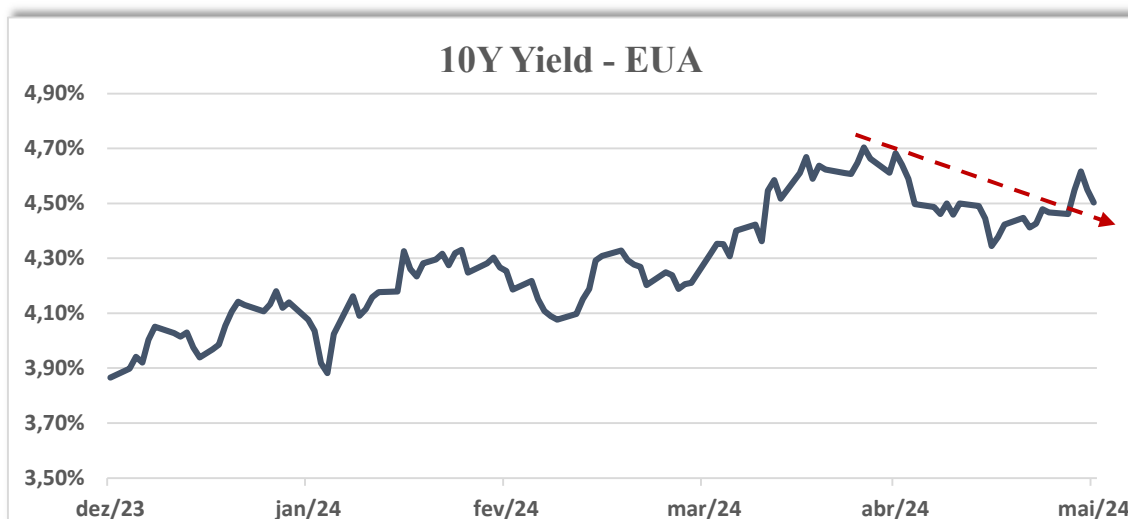
Dito isto, a Carteira do Harpia Value Investing se defendeu bem no mês, caindo 0,2% contra uma queda de -3,0% do índice Ibovespa e de -3,4% do índice de Small Caps (SMLL11).

A seguir comentaremos com mais detalhes os principais acontecimentos do mercado brasileiro e americano. Agradecemos a atenção e desejamos a todos uma boa leitura.

Contexto Internacional

Conforme já vínhamos mencionando em cartas anteriores, uma das principais variáveis globais que impactam os mercados, principalmente de emergentes como o Brasil, é a taxa de Juros da economia americana. Isto acontece porque investir em juros americanos ainda é considerado na maior parte do mercado como um investimento 100% livre de risco, se tornando uma referência global de custo de oportunidade. Com isso, quanto maior está a taxa de juros americana, maior o retorno que um investidor “exige” para investir em qualquer outro mercado. Desta forma, uma taxa alta acaba atuando como um “ímã” de capital, tirando capital de outros mercados para financiar o tesouro americano.

Como uma boa notícia, temos que a taxa de juros de 10 anos americana inverteu sua tendência e caiu no mês de maio, após 4 meses consecutivos de alta. A taxa abriu em 4,68% e fechou em 4,50%, uma queda percentual de 3,8%.



Isto ocorre principalmente devido a uma mudança de expectativa do mercado, que vinha anteriormente postergando suas previsões de início de corte de juros pelo FED, tendência que foi invertida com os dados econômicos de Maio.

Do lado da inflação também tivemos bons dados, tivemos no dia 15/05 a divulgação do CPI dos EUA que veio em 0,3%, abaixo do esperado que seria 0,4%. Isto também contribui para aliviar as pressões sobre a curva de juros e com certeza foi um dos fatores que contribuíram para esta inversão de tendência mencionada.

Temos ainda os preços do barril de petróleo, que seguiram sua tendência de queda, abrindo o mês em 79,00 USD e fechando em 76,99 (negociando a 73,89 na data mais recente de 04/06). Após uma significativa alta de curto prazo do petróleo no mês de Abril, devido aos temores da entrada do Irã e outros países produtores na guerra entre Israel e Hamas, é muito positivo ver o petróleo arrefecendo, pois isso contribui para diminuição da inflação global e, portanto, menor pressão global sobre o juros.

Ainda hoje, em 05/06, tivemos a divulgação dos dados do mercado de trabalho nos EUA, que cresceu menos do que o esperado em Maio, o que também contribui para a visão de uma antecipação do início do ciclo de corte de juros por lá.

Cenário Brasileiro

Enquanto globalmente tivemos notícias majoritariamente positivas, dentro do mercado brasileiro o mês foi marcado por uma grande quantidade de ruídos, em especial, relacionados ao Copom ocorrido no dia 08 e sua decisão final de reduzir a velocidade do corte de juros, de 0,5% para apenas 0,25% de corte. A decisão não foi unânime: Quatro membros, mais ligados à ala governista dentro do Copom e dos quais faz parte o provável futuro presidente, Gabriel Galípolo, votaram por manter o ritmo da redução em 0,5%, enquanto os demais 5 membros, que incluem o atual presidente, Roberto Campos Neto, votaram por reduzir em somente 0,25%.

Dentre os principais motivos citados pelos defensores da redução do ritmo estão a piora das projeções fiscais do Brasil para este ano e os próximos, considerando principalmente a revisão das metas fiscais realizada pelo governo em Abril. Além disso, à época da realização deste comitê, ainda não havia sido divulgada a inflação mais recente dos EUA (mencionada no capítulo anterior), portanto entendia-se ainda não haver previsão de início de corte de juros nos EUA.

Com isto, uma parte significativa do mercado entendeu que o ciclo de corte de juros estaria chegando ao seu fim, com a próxima reunião aplicando o último corte. Além disso, também houve muitos rumores de que haveria um “racha” dentro do Copom, e que a próxima gestão seria excessivamente permissiva em relação à taxa Selic. Não concordamos com nenhuma destas visões e explicaremos a seguir.

Primeiramente, não achamos que a dissidência entre as duas alas do Copom foi meramente “política”. A situação de fato é ambígua e de difícil interpretação, tornando normal o aparecimento de divergências. Além disso, entendemos que

existe hoje um pequeno conflito de interesses por parte do Gabriel Galípolo, que almeja a indicação de próximo presidente do Banco Central, tornando-o mais permissivo momentaneamente, o que entendemos que deixará de ser um fator após ele assumir seu mandato.

Principalmente, não concordamos de maneira alguma com a visão de que o ciclo de corte de juros no Brasil esteja chegando a um fim. Pode ser até que haja uma pausa dos cortes por um período, mas não achamos que a Selic terminal deva ser de 10,25%. Apenas para ilustrar, considerando as projeções de inflação para os próximos anos em torno de 4%, com a Selic neste valor estamos falando de um juros real de 6,25%, um dos maiores do mundo, incompatível com a realidade da nossa economia.

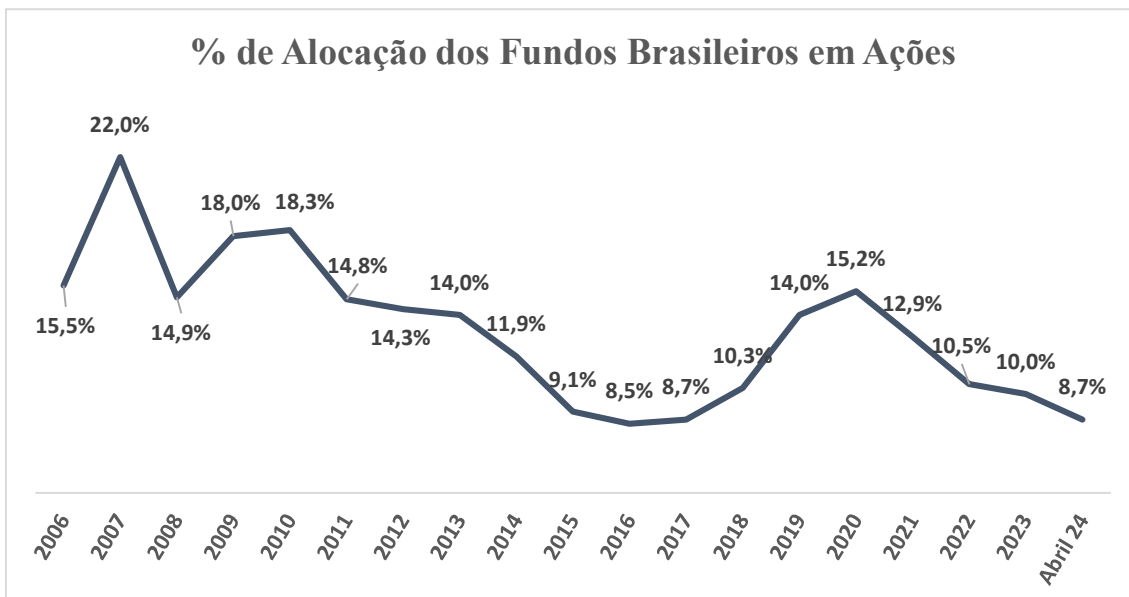
Conforme mencionado, entendemos que talvez os cortes passem por uma pausa ao fim deste ano, dado que os juros nos EUA ainda estão bastante elevados, porém, com o início dos cortes lá (que deve ocorrer no fim deste ano ou início do ano que vem), será “aberto” um enorme espaço para redução do juros por aqui, o que permitiria que o Copom voltasse com os cortes da Selic no ano que vem.

Existe também o fato de a economia brasileira estar se mostrando mais resiliente do que o esperado. Tivemos resultados corporativos surpreendendo positivamente no 1º Tri, assim como um bom crescimento do PIB, de 0,8% contra uma expectativa de 0,7%. Entendemos que a economia informal e os ganhos de produtividade advindos da adoção de novas tecnologias conseguiram se sobrepôr aos desafios fiscais gerados pelo atual governo.

Conclusão

Estamos diante de um cenário bastante complexo, porém que configura quase uma “tempestade perfeita” em questão de oportunidades de investimento. Ao mesmo tempo que boa parte do mercado doméstico se encontra bastante “pessimista”, temos uma combinação de três fatores muito positivos: (i) Tendência de queda de juros local e global no médio e longo prazo, (ii) resultados corporativos com forte tendência de alta (previsão de crescimento de 28% nos lucros das empresas de capital aberto) e (iii) ativos negociando em níveis históricos de descontos.

Apenas para ilustrar o tamanho da assimetria que estamos vivendo, se considerarmos a participação em ações dos Fundos de Investimento brasileiros, estamos hoje nos menores níveis desde 2016, ano que precedeu o maior “bull run” da bolsa brasileira nos últimos 15 anos. Isto indica que o mercado de fundos está extremamente sub alocado em renda variável, mais um motivo para nos deixar otimistas com o futuro.



Sendo assim, continuamos dedicados à nossa estratégia de investir em boas empresas, a preços baratos e que nos entregue fortes lucros. Estamos projetando para este ano e o próximo fortes pagamentos de dividendos, portanto mesmo que a bolsa não reaja, continuaremos a colher resultados e aproveitar o momento para aumentar nossas participações dentre as investidas. Eventualmente e obedecendo a lei de regressão a média, o mercado buscará corrigir estes preços, momento no qual esperamos colher resultados expressivos.

Agradecemos a atenção dispensada e desejamos a todos bons investimentos.

Equipe Harpia,

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

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

