



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

Julho/2024

Prezados(as) cotistas,

O mês de julho foi um mês de baixa volatilidade para ativos de renda variável no Brasil, muito devido às fortes correções de preço dos meses anteriores. Observamos as discussões internas bastante focadas na questão fiscal e suas ramificações no que tange as expectativas de inflação e atividade econômica do mercado para horizontes futuros. O temor do mercado acerca de um desequilíbrio fiscal mais severo nos meses anteriores arrefeceu, com o governo já atuando parcialmente no sentido de contenção de gastos.

A economia americana continua dando sinais de arrefecimento, o que ao que tudo indica pode abrir espaço para que o FED inicie o ciclo de corte de juros já em setembro deste ano.

Logo no início do mês de agosto, nos dias 02 e 05, observamos pregões bastante preocupantes no Japão, cujo principal índice, Nikkei, teve queda de 5,8% e 12,4%, respectivamente. Essas quedas foram as maiores quedas em dois pregões consecutivos da história do Japão, ultrapassando a segunda-feira negra de 1987. Entendemos que essas quedas apesar de muito significativas, tem origem técnica, devendo apresentar caráter bastante pontual. Nem o índice Ibovespa, nem nossa carteira apresentou quedas substanciais que valham destaque. Entraremos em mais detalhes no decorrer da carta.

Ademais, o mês de agosto será marcado pela divulgação de resultados trimestrais de nossas investidas, o que será abordado na carta do mês que vem.

De todo modo, o mês de julho foi bastante positivo para o Fundo Harpia. Tivemos valorização de 11,1% contra 3,0% do Ibovespa e 1,5% do índice de Small caps SMLL11, muito fruto de nossa paciência em permanecer investidos em momentos em que o mercado apresenta pânico excessivo.

Agradecemos a atenção e desejamos a todos uma boa leitura.

Contexto Internacional - EUA

Observamos ao longo do mês de julho, uma forte reprecificação nos juros de 10 anos dos Estados Unidos. A curva que iniciou o mês em 4,48% ao ano, terminou julho em 4,11%, uma queda de 8,3%. Os dados de inflação vêm se comportando conforme as expectativas do mercado, com convergência gradual dos principais índices de preços ao estipulado alvo de 2,0% anuais.

Contudo, um dos principais indicadores antecedentes de inflação e atividade, os dados de payroll, divulgados no dia 2 de agosto, indicaram uma geração de 114 mil novas vagas de empregos, contra uma expectativa de 176mil vagas abertas. Esse indicador vem mostrando tendência de queda nos últimos dois anos, e forte queda nos últimos três meses, o que indica que a economia americana está perdendo força. Isso deve diminuir a pressão do mercado de trabalho nos preços da economia, abrindo espaço para o FED iniciar o ciclo de corte de juros ainda neste ano. O mercado tem expectativas de que isso ocorra a partir de setembro.

Por hora, o mercado acredita que possam ocorrer dois cenários extremos: o primeiro, a economia americana começa a dar sinais de desaquecimento, o FED como resposta inicia o ciclo de corte de juros. Como consequência dos menores Juros, a economia se estabiliza. Os Estados Unidos conseguem então um feito histórico, iniciam um ciclo de redução de juros antes da recessão se iniciar. Esse cenário é o que o mercado denomina de “no landing”. Esse seria o cenário ideal do ponto de vista de estabilidade de preços globais, porém não necessariamente o cenário mais lucrativo no longo prazo.

Já o segundo cenário seria um hard landing. Ou seja, a economia americana continua se enfraquecendo a ponto de entrar em uma recessão. Os cortes de juros do FED se mostram mais defasados do que o estimado. A recessão se aprofunda. Abre-se espaço para cortes maiores dos juros nos Estados Unidos e provavelmente retoma-se a política de quantitative easing com o banco central americano expandindo seu balanço e recomprando títulos públicos através de mecanismos específicos, forçando com que os juros longos caiam por toda curva. Em termos exclusivamente de juros, esse cenário provavelmente apresentaria maiores quedas, contudo, a redução da atividade global pressionaria o preço das commodities no curto e possivelmente médio prazo, para baixo, impactando bastante o Brasil, cuja balança comercial depende predominantemente de exportações de commodities metálicas e agrícolas. Ademais, os governos que arrecadam com royalties oriundos da exploração de petróleo no país, apresentariam quedas de arrecadação, e a atividade econômica também seria bastante impactada. Provavelmente o dólar se apreciaria contra o real como um mecanismo natural de compensação dos termos de troca. No curto prazo, esse cenário seria bastante adverso sob o ponto de vista de estabilidade de preços e taxa de câmbio. Porém, a médio-longo prazo, com uma redução maior dos juros e mais liquidez, provavelmente, de maneira paradoxal, a apreciação dos ativos de renda variável seria maior e mais intensa (análogo ao movimento observado durante o COVID).

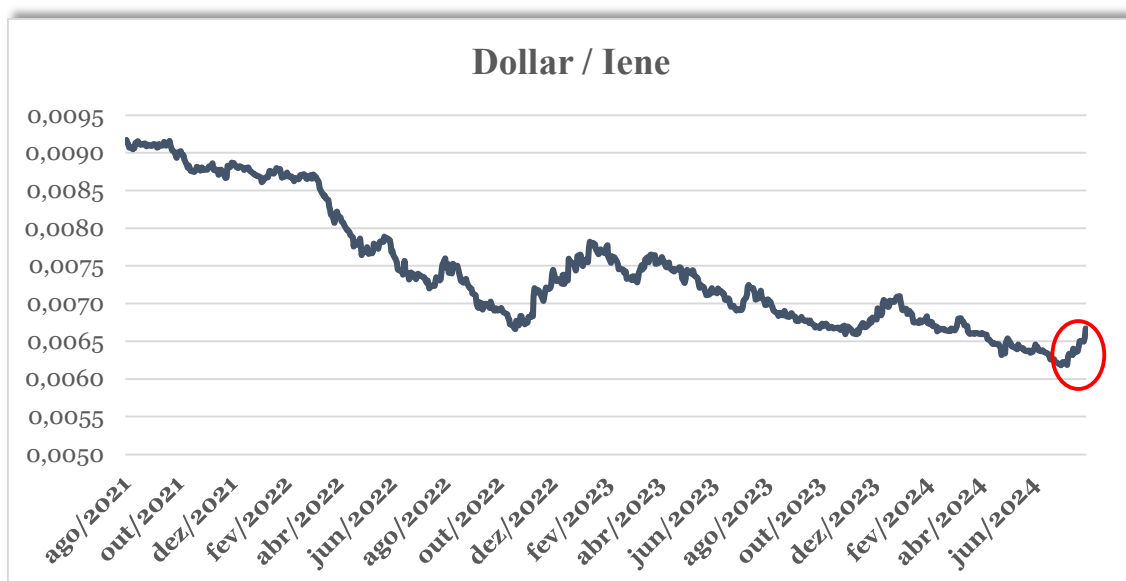
Nossa opinião é de que, sendo este um evento não binário, muito provavelmente a realidade se desenhará em um meio termo, talvez mais próxima do primeiro cenário do que do segundo. De qualquer forma, com os atuais mecanismos do Banco Central americano, qualquer crise, por mais intensa que seja, terá seu efeito rapidamente mitigado devido à capacidade de rápida implementação do Quantitative Easing, o qual, caso não associado a uma expansão fiscal como a observada durante o período da COVID, pode não ter efeitos inflacionários significativos a curto prazo.

Japão

Entendemos que a instabilidade observada no índice Nikkei e no Iene tiveram origem técnica de caráter conjuntural. O cenário se iniciou com o banco central do Japão mantendo sua taxa básica de juros em patamares negativos por quase 8 anos. Isto decorre de uma série de fatores, mas principalmente da altíssima alavancagem da economia japonesa (dívida pública em quase 300%/PIB) combinada com inflação historicamente baixa. Após praticamente 3 anos vendo sua moeda se desvalorizando constantemente, o banco central do Japão finalmente se viu obrigado a voltar a subir suas taxas de juros, com uma pequena

primeira elevação de 0,2% no 1º semestre deste ano mais 0,15% ao final de julho, atingindo uma taxa final de 0,25% a.a.

Esta mudança de tendência pegou muitos investidores no contrapé, especialmente os quais acumulavam posições vendidas contra o Iene. Em suma: Dada as baixas taxas de juros e a constante desvalorização, muitos players tomavam empréstimos em Iene para investir nos mais diversos ativos. Este “trade” ganhou popularidade e as posições vendidas em Iene se acumularam. Com a súbita tendência de valorização do Iene, estes investidores alavancados se viram forçados a encerrar suas operações para evitar prejuízos futuros maiores. A liquidação desse trade foi feita através da venda de seus ativos e recompra de Ienes para pagar seus empréstimos. Este movimento acaba pressionando os ativos para baixo e o Iene para cima, criando um ciclo vicioso conhecido como “Short squeeze”, que levou o Iene a disparar.



Neste processo de venda de ativos para cobrir posições vimos diversos ativos de renda variável sofrendo “sell-off” no começo deste mês, com destaque para o já mencionado índice Nikkei e empresas de tecnologia americanas. Os mercados brasileiros, porém, passaram por este período pouco afetados. Acreditamos que um dos fatores mais determinantes é o fato dos ativos da bolsa brasileira já estarem negociando em preços historicamente baixos. Adicionalmente, o mercado brasileiro está relativamente leve em termos de investimento estrangeiro, tendo boa parte deste capital saído nos últimos anos durante as altas de juro nos EUA.

Contexto Interno – Brasil

A tônica predominante no Brasil continua sendo a questão fiscal, discutida incessantemente desde 2014. A economia brasileira continua bastante resiliente, apesar da SELIC em 10,5%. O nível de desemprego segundo dados mais recentes do IBGE é de 6,9%. O lucro de boa parte das empresas nacionais continua

crescendo a ritmos anuais médios acima de 10% e a inflação gira em torno de 4% ao ano.

A alavancagem do segmento corporativo é bastante baixa. Observamos estruturas de capital com baixa alavancagem de maneira disseminada pela economia. O mercado através da pesquisa FOCUS espera que o PIB cresça algo em torno de 2,2% em 2024. Porém, inúmeras instituições financeiras, apesar dos danos causados pelas chuvas no Rio Grande do Sul neste ano, já esperam crescimentos superiores a 2,5%.

Notamos, no entanto, uma forte volatilidade nas curvas de juros brasileiras, assim como no câmbio e nos ativos de renda variável nos meses de maio e junho. Essa volatilidade vem sendo fruto predominantemente de duas incertezas. A primeira, de origem externa, que é sobre o desfecho desse período contracionista nos juros americanos e seus impactos para economia do mundo. Já a segunda incerteza tem como origem a questão fiscal brasileira, ou ainda, a sustentabilidade da dívida pública.

Sobre a primeira questão, acreditamos os juros dos Estados Unidos devem recuar. O que ditará se o recuo será mais ou menos agressivo, será o nível de arrefecimento da atividade econômica americana, antecipado pelo mercado de trabalho e pela inflação. Ou seja, a questão aqui é sob qual panorama o FED cortará os juros. Será de uma maneira gradual com a economia americana evitando uma recessão ou será de uma maneira acelerada, como resposta a uma recessão em andamento. Seja qual for o caso, a médio prazo acreditamos que isso será benéfico para o Brasil. Os riscos aqui estão mais ligados à volatilidade do cenário do que ao desfecho final. Os ciclos econômicos sempre existiram e a circunstância restritiva da economia americana é de caráter conjuntural.

Já a questão interna tem um caráter estrutural um pouco mais delicado. É fato que a relação da dívida bruta sobre o PIB brasileira é bastante alta, orbitando próxima a 74% do PIB atualmente. Porém, também é fato que o Brasil possui uma das maiores reservas em dólares do mundo. Hoje essa reserva é de aproximadamente USD 350 bilhões. Dessa maneira, ao analisarmos a relação da dívida líquida vs o PIB, temos uma razão um pouco mais confortável, que hoje gira em torno dos 60-62%.

A questão que preocupa a maioria dos investidores não é sobre o tamanho da dívida, mas sim a trajetória da mesma. É fato que o governo Lula tem um DNA de gastos mais intenso do que os dois últimos mandatários, porém, com o atual arcabouço fiscal vigente, o ministério do desenvolvimento liderado pela ministra Simone Tebet realiza bimestralmente o cruzamento entre as receitas e as despesas fiscais primárias. Caso as despesas superem as receitas de acordo com as estimativas previamente desenhadas, é obrigatório que se façam contingenciamentos, em outras palavras, o governo é obrigado a cortar gastos.

Com a atual dinâmica econômica brasileira e global, não acreditamos que haja um risco de explosão da dívida primária neste governo. O maior risco, no entanto, é o de uma queda expressiva no preço das commodities (desde minério de ferro, até petróleo, madeiras, carnes, entre outros) e uma desaceleração da economia interna como consequência. Hoje o governo apresenta certa gordura que permite uma política fiscal expansionista. Contudo, em um cenário de recessão global,

mesmo que pontual, a dinâmica mudaria e a relação da arrecadação vs gastos teria uma piora substancial e bastante rápida.

Não enxergamos riscos estruturais de longo prazo para os investidores de bolsa, pois o preço dos ativos hoje já contempla os riscos supramencionados, apresentando descontos substanciais. Contudo, muito provavelmente, o que ocorreria caso houvesse um cenário de deterioração nos termos de troca nacionais decorrentes de uma recessão pontual mais acentuada nos Estados Unidos seria uma reprecificação do câmbio, onde o Real sofreria bastante contra o Dólar. Nesse sentido acreditamos que o maior risco do Brasil hoje é o câmbio.

Conclusão

Levando em consideração todo os cenários e contextos discutidos, acreditamos que o prospecto geral para os ativos da bolsa brasileira é bastante positivo, principalmente considerando o médio e longo prazo.

Primeiramente, porque nosso cenário base para a economia americana é de um leve arrefecimento, com corte gradual de juros por parte do FED. Estes cortes aumentarão o diferencial de juros entre EUA e Brasil, abrindo caminho para a entrada de capital no país. O segundo e principal fator é a constante melhora dos resultados corporativos combinada com os baixos níveis de preço das companhias, o que atribui uma excelente relação de risco/retorno para o investimento em bolsa neste momento.

Seguiremos acompanhando atentamente os resultados de nossas investidas e buscando aproveitar ao máximo este ciclo de redução de juros impulsionado pelos EUA que afetarão todos os mercados globais.

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

