



**HARPIA**  
ASSET MANAGEMENT

**Carta da Gestão**

05/09/2023

## 1. Introdução

Prezados cotistas,

O mês de agosto foi marcado por uma intensificação da volatilidade e realização de lucros pelos agentes econômicos. Algumas questões pesaram no humor dos investidores após o recente rally de alta. O holofote da vez foi o ambiente externo, principal causador dessa queda, apresentando instabilidades na China e nos Estados Unidos. Já internamente, no fim do mês, voltou a pauta do mercado a preocupação com a sustentabilidade fiscal do Brasil, estressando a curva de juros longa (+3,11% no mês) e ofuscando os excelentes resultados das nossas investidas. Com isso, após cinco meses de alta, tivemos uma leve correção de -2,2% frente a uma queda mais acentuada de -5,1% do Ibovespa.

Como sempre, agradecemos a confiança que os senhores(as) depositaram em nossa gestão e os convidamos para a leitura da carta do mês de agosto. Nos colocamos à disposição para maiores informações.

## 2. Contexto Externo – China e EUA

Os dois grandes temas dominantes do mês foram o (i) desaquecimento da economia chinesa, especificamente o setor imobiliário chinês e (ii) a resiliência da atividade econômica e do nível de emprego nos Estados Unidos e seus reflexos nos juros americanos.

O setor imobiliário da China voltou aos noticiários indicando que novos players do segmento de construção podem apresentar defaults frente a seus credores em breve, sendo o foco dos temores a empresa Country Garden, uma das maiores do setor no país asiático. Ademais, a economia chinesa como um todo mostra sinais de arrefecimento. Este fato, no agregado, nos parece menos preocupante que o do segmento imobiliário, pois a China ainda dá sinais de que consegue manter um crescimento razoavelmente alto, de por volta de 5% ao ano. O problema, porém, não é o crescimento em si, mas sim a frustração deste número frente ao que o mercado esperava. Deste tema, vale acompanhar o desfecho do segmento imobiliário chinês, responsável por uma parcela substancial da demanda de aço global e, portanto, da demanda por minério de ferro da Vale, o que impacta diretamente a balança comercial brasileira.

A economia americana apresenta sinais de robustez e inflação resiliente. Dados de julho apontam que a inflação por lá sobe 3,2% frente ao mesmo mês de 2022. Com um crescimento do PIB do 2T2023 de 2,1% frente ao 2T2022 que, apesar de abaixo do esperado de 2,4%, trouxe de volta o questionamento de se o Federal Reserve elevará mais os juros. Hoje já num intervalo de 5,25% a 5,5% ao ano, retoma-se a discussão de que pode haver um desaquecimento abrupto na economia no futuro caso o banco central americano de fato realize esse

movimento. Por outro lado, números mais recentes de desemprego mostram sinais de alívio no mercado de trabalho. Os dados de agosto indicam que o desemprego subiu para 3,8%, maior nível desde agosto de 2022.

De qualquer forma, no agregado do mês, as incertezas somadas às realizações de lucros dos investidores fizeram o S&P500 cair 1,77% no mês, enquanto a curva de juros de 10 anos americana teve forte alta, de 3,18% no mês.



Fonte: <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>

### 3. Contexto Interno - Brasil

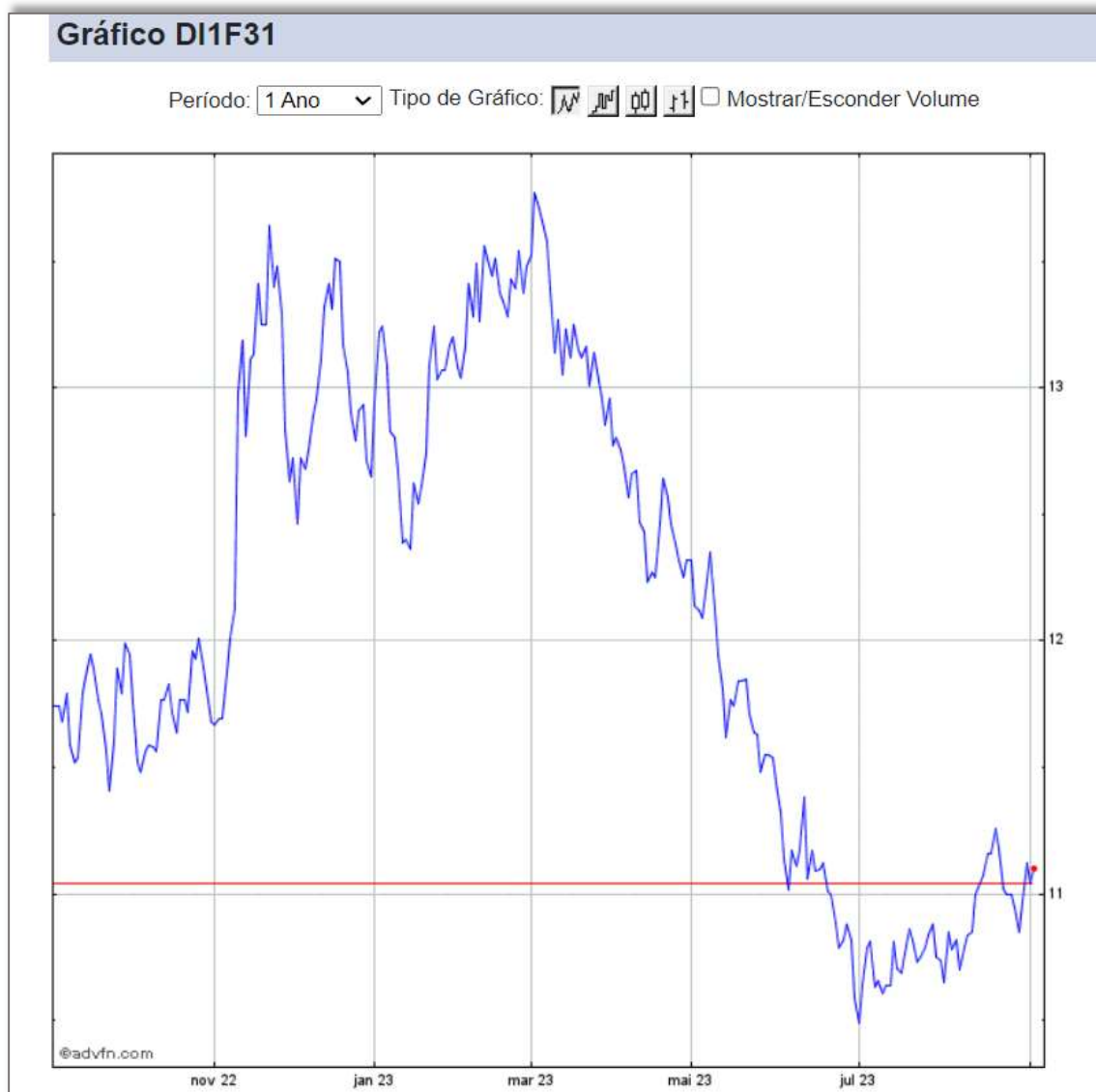
Como consequência do aumento das incertezas externas, realizações de lucros e do aumento dos juros de 10 anos americanos, a curva de juros longo brasileira teve forte aumento no mês. Como sempre mencionamos, aumentos dos juros longos costumam gerar fuga de ativos de renda variável dado aumento do custo de oportunidade. Acreditamos que esse movimento foi acentuado no mês de agosto no Brasil devido às fortes altas dos últimos cinco meses e ao aumento da percepção do risco fiscal dados os expressivos e sucessivos déficits primários de junho e julho, nos valores de R\$ 45 bilhões e R\$ 35,9 bilhões, respectivamente.

Contudo, por hora ainda acreditamos que esses números são isolados, com agravantes de repasses da União para municípios. Não compramos a ideia de um cenário comercial benigno com uma dinâmica de câmbio depreciado e preços elevados de commodities a ponto de possibilitar as arrecadações recordes previstas no LDO de 2024 enviada pelo governo ao congresso recentemente.

Entendemos, portanto, que os próximos quatro anos tendem a ser de déficits fiscais, porém contidos na média entre 0,5% e 1,5% do PIB ao ano. Números infinitamente menores do que o cavalariço déficit de 8% ao ano americano. Ou seja, relativo ao fiscal, o Brasil deverá se destacar no mundo, mesmo com resultados medíocres.

Em nossa opinião, a trajetória de queda da SELIC virá em dois tempos. O primeiro, que já se iniciou, que são os cortes que devem levar a SELIC ao patamar de 9,5% a 10% ao ano, como estimado pelo mercado através da pesquisa FOCUS. Já o segundo movimento deve se dar quando os Estados Unidos iniciarem o seu processo de redução de juros. Não sabemos quando isso ocorrerá, mas esse movimento abrirá espaço para o COPOM, assim como quase todos os bancos centrais do mundo (movimento possivelmente restrito a países com dinâmica fiscal minimamente equilibrada. Exemplo oposto disso é a Argentina), a reduzirem seus juros para manterem seus diferenciais constantes. Este último movimento é incerto, mas deve dar um fôlego ainda maior para a curva de juros.

Conforme já mencionado, o movimento determinante no mês foi a valorização da curva de juros longos, vide o do DI31, como segue abaixo:



Fonte: <https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bmf/DI1F31/grafico>

Porém, acreditamos que isso é apenas uma acomodação temporária. O movimento de queda da Selic spot e as dinâmicas já mencionadas devem no, médio prazo, forçar a retomada desse movimento de queda dos juros longos.

Por fim, o ambiente interno de agosto foi marcado pela temporada de resultados do 2º trimestre. De maneira resumida, nossas investidas apresentaram resultados operacionais e contábeis muito acima do esperado, com destaques para Moura Dubeaux, Vulcabrás, CEA e Simpar.

## 4. Conclusão

De maneira resumida, o mês teve, como mencionado, turbulência na frente macroeconômica, com aumento da percepção de risco global através de indicadores americanos difusos, impactando a curva de juros longa por lá e um crescimento chinês aquém do esperado. Ademais, internamente, a dinâmica fiscal de junho e julho acendeu luz amarela. A inflação respondeu com leve aumento, enquanto os juros longos internos tiveram aumento por toda a curva, apesar do ciclo de corte de juros pelo COPOM.

Apesar de o âmbito corporativo ter nos surpreendido positivamente e de iniciarmos no ciclo de queda de juros, historicamente benéfico à ativos de risco, as incertezas externas minaram a confiança dos investidores, o que somado ao fato da bolsa ter tido uma sequência substancial de altas, culminou em um mês volátil e de realização de lucros para os ativos de risco. O balanço do ano, contudo, ainda é muito positivo.

Por fim, acreditamos que a resiliência operacional das nossas investidas em conjunto com seus atrativos níveis de preços e respectivos valuations, tornam o balanço de riscos muito favorável ao investimento em renda variável. Isso nos faz crer que, a médio prazo, com estabilização do cenário externo, devemos retomar o movimento de valorização dos nossos ativos, assim como o índice, em menor grau. Portanto, entendemos que esse ciclo positivo está apenas se iniciando, contudo, sabemos que o caminho será sinuoso, com momentos de alta volatilidade e correções, o que faz parte da natureza deste mercado. Como é de praxe, serão recompensados os investidores mais pacientes e que miram num horizonte mais longo.

## 5. Resultados Corporativos

### **3R Petroleum:**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/55b913af-cd4c-48d5-bc19-48c63916b8a5/cbd6ef3e-7028-e3e5-8b00-24f5e6cd434e?origin=1>

### **Moura Dubeux**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0b55ea34-4419-4e98-859b-742720701ad7/d02cca50-628d-39b6-ee9c-5cbaae4e4f03?origin=1>

**Simpar:**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0f7b667d-72c4-4013-ad2f-58abeff9b857/db65690b-ba56-8e8c-256a-b037b8ef8147?origin=1>

**Mils:**

<https://ri.mills.com.br/Download.aspx?Arquivo=LtleW6cLKIkJnmzY2kdV2g=&linguagem=pt>

**Positivo:**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/19ddbe1a-5e78-40e3-b7c8-28ff664cc1ed/86def62c-0643-f014-8d42-36ec3d6cbfa4?origin=1>

**JSHF:**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/1389c06d-4b85-4082-ae2b-3cc3b67db647/4cd58b04-9801-a0be-cd23-4b2a5b25abd6?origin=1>

**C&A:**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/402adf94-e9a7-4c66-9bd9-3d0ec018abd5/76193fc7-e58d-04a9-fe47-dcfd8f034313?origin=1>

**Trisul:**

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/b39881f3-1c97-405a-9650-9af4218e46bd/7a877014-be4d-baba-95f0-9ed9ecec25ce?origin=1>

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. Déficit Primário Brasileiro

- <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/julho/governo-central-registra-deficit-primario-de-r-45-22-bilhoes-em-junho-de-2023>

### 2. China

- <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/bancos-norte-americanos-reduzem-expectativa-do-pib-da-china-em-2023-apos-serie-de-dados-fracos/>
- <https://www.bbc.com/news/business-66667082>

### 3. Economia dos EUA

- <https://www.cnbc.com/2023/08/10/cpi-inflation-july-2023-.html>
- <https://www.investmentweek.co.uk/news/4123734/weaker-expected-us-gdp-grows-quarter-2023>
- <https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate#:~:text=Rises%20to%203.8%25-.The%20unemployment%20rate%20in%20the%20US%20rose%20to%203.8%20percent,222%20thousand%20to%20161.484%20million>