



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

07/07/2023

1. Introdução

Prezados cotistas,

Há muitos meses estamos comentando e produzindo estudos acerca do nível da curva de juros de longo prazo no Brasil. Nosso posicionamento durante este período foi muito claro: Entendíamos que estávamos no ponto alto do ciclo e que, a qualquer momento, poderíamos iniciar o ciclo de queda dos juros, o que por sua vez produziria o início do período de “bull market” dos ativos da bolsa. Olhando agora, nos parece muito provável que o tão aguardado ciclo de queda de juros finalmente começou e estamos nos preparando para colher todos os frutos plantados durante o período de baixa.

Neste contexto de juros em queda, obtivemos uma performance bastante positiva, onde a cota do Harpia Value Investing FIA variou positivamente em 10,3% durante o mês, contra 9,0% do IBOVESPA e 8,2% do índice de small caps (SMLL11). Dentre nossas posições, ficaram em destaque no mês o Grupo Positivo (POSI3, +36,0% no mês), Grupo SBF (SBFG3, +26,6% no mês) e a construtora Moura Dubeux, (MDNE3, + 21,6% no mês). Não houve divulgações de resultados neste mês, de forma que os diversos movimentos observados foram provocados majoritariamente por fatores macro, como a variação da curva de juros já mencionada. As divulgações referentes ao 2º Tri de 2023 começam a partir do final deste mês.

Com isso, convidamos os Srs(as) cotistas à breve leitura de nossa carta mensal, agradecendo como sempre pela confiança e reforçando nosso compromisso com a transparência de informações. Desejamos a todos uma boa leitura.

2. Contexto Local - Brasil

No ambiente doméstico parece que houve uma forte inflexão na trajetória do sentimento dos mercados. Após 3 anos assistindo a curva longa de juros subir gradualmente (De fev/2020 a fev/2023), chegamos ao final de junho com 3 meses seguidos de quedas substanciais na curva. Desde o pico de 13,78% a.a, a taxa já caiu mais de 300 bps, atingindo no momento desta carta, o valor de 10,66%. Considerando somente o mês de junho, a taxa variou de 11,54% em 31/05 para 10,64% em 30/06, uma variação de 90 bps. Segue abaixo o gráfico de juros futuros DI 2031, com velas semanais.



Fonte: Tradingview – DI 2031

Lembrando que a precificação de um ativo gerador de caixa se dá pela projeção dos fluxos de caixa futuro e o seu desconto até o presente, através da fórmula:

$$V_{PL} = \frac{V_F}{(1 + i)^n}$$

Sendo “Vpl” o valor presente líquido, “Vf” o valor futuro, “i” o custo de oportunidade e “n” o número de períodos descontados.

Sendo assim, a queda na curva de juros surte um efeito imediato na precificação dos ativos, além é claro, do efeito indireto no aumento do resultado das empresas, através da redução da despesa financeira e do aquecimento da demanda de seu mercado consumidor.

Mas por quais motivos o juros estão caindo? Antes de mais nada, é importante ressaltar que os ciclos de juros são uma ocorrência natural da economia humana, então é de se esperar um arrefecimento após um ciclo prolongado de alta. Mas fora isso, existem uma série de fatores macro que estão contribuindo para esse ciclo de queda acelerado.

1. A inflação está arrefecendo. A trajetória dos índices de preço vem surpreendendo favoravelmente, o IPCA-15 de junho veio no valor 0,04%, de forma que a inflação acumulada em 12 meses deve convergir para aproximadamente 5,0%. Grande parte disso vem do bom trabalho do banco central na proteção da moeda e dos superávits alcançados no Brasil nos últimos

anos fiscais. Uma inflação mais baixa abre caminho para o início da redução da SELIC no 2º semestre deste ano.

2. Expectativas de crescimento do PIB também têm surpreendido positivamente e sucessivamente. Sim, existe uma concentração desta alta no setor de agronegócio, mas isso não muda o fato de que um PIB maior cria um fôlego adicional para o Brasil, uma vez que aumenta a estimativa de arrecadação (reduzindo o déficit projetado para o fim do ano) e reduz o índice de dívida/PIB do Brasil, suavizando nosso risco fiscal e, portanto, melhorando o nível de risco do ambiente de negócios.

3. Balança comercial favorável. O Brasil também tem sido afetado positivamente pelo contexto macro do mundo. A política fiscal extremamente expansionista (em relação aos déficits fiscais) das economias do hemisfério norte têm aquecido a demanda pelas exportações brasileiras, o que também ajudará na arrecadação e no PIB, melhorando a perspectiva de nossa dívida interna. A projeção para 2023 é de um superávit comercial de US\$ 61,2 Bilhões.

4. O arcabouço fiscal, guardadas as devidas ressalvas (já comentadas em cartas anteriores), eliminou o risco de cauda da economia brasileira. Enquanto nos governos anteriores a gestão do PT crescia gastos do governo a uma velocidade média de 7,5% ao ano, com o arcabouço, esse número fica limitado a, no máximo, 2,5%. Isso deu aos investidores muito mais tranquilidade para alocar seu capital no Brasil.

Por fim, vale comentar acerca da reforma tributária que acabou de ser aprovada no congresso. Infelizmente, devido à celeridade dessa aprovação, houve muito pouco tempo para analisarmos o texto em detalhes e formar uma opinião sólida. Pretendemos trazer uma opinião mais embasada na próxima carta. Por hora, vale comentar que somos favoráveis à simplificação do sistema tributário brasileiro, porém nos preocupam dois principais pontos que são (i) a diminuição da autonomia dos estados brasileiros e consequente fim da competição fiscal e (ii) a possibilidade de aumento da carga tributária global do país. Neste contexto, vemos com muito bons olhos um dos aditivos incluídos pelo relator da reforma, Aguinaldo Ribeiro, que cria uma “trava” para impedir o aumento da carga tributária usando como referência o valor de 2022, de 33,71% do PIB. Esperamos que este aditivo seja aprovado e incluído na versão final da PEC.

3. Contexto Internacional - EUA

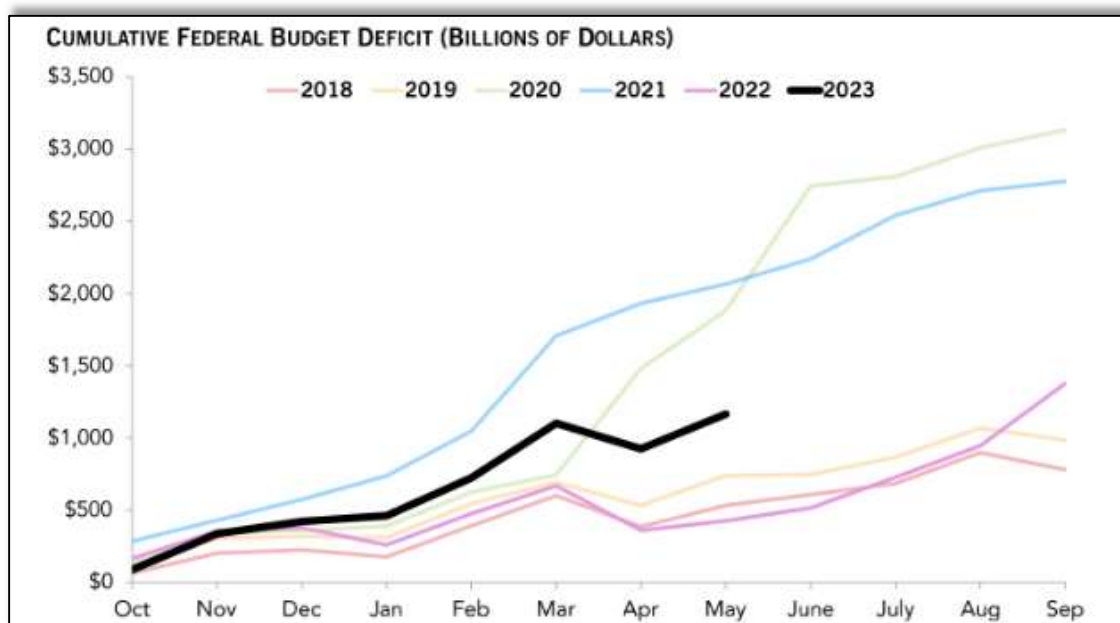
Economia não dá sinais de recessão, diferente do que era amplamente esperado. FED pausa aumento de juros na reunião de junho. CPI de maio, liberado em junho teve aumento de 0,1% no mês, queda de 75% frente à abril, quando o índice subiu 0,4%. Como consequência, o mercado passou a precificar como cada vez menos provável a tese de um hard landing, ou seja, de uma recessão mais intensa e prolongada. Por outro lado, como reflexo de uma economia ainda aquecida, com números fortes do mercado de trabalho e que mostra um desemprego de 3,7% frente a população economicamente ativa, o FED passou a divulgar mais ativamente que continuará a elevar os juros por lá. Desta forma, a curva de juros de 10 anos, proxy de custo de oportunidade para investimentos em renda variável, saiu de 3,63% para 3,85% no fechamento do mês de junho.



Fonte: Tradingview – 10 Yr Yield

Porém, mesmo com esse aumento, acreditamos que dados os indicadores macroeconômicos recentes americanos, dificilmente a economia por lá apresentará uma recessão mais severa. Talvez sequer entre em recessão.

De qualquer modo, estamos atentos ao ambiente externo, acreditando que independentemente do nível terminal de juros por lá, os elevados juros reais Brasileiros ajustados pelo mitigado risco fiscal do país, aliado à uma balança comercial americana deficitária e a déficits fiscais elevados em conjunto com um endividamento soberano americano recorde, faz com que a atratividade do Real supere o Dólar. Esse movimento tende, em tese e sem surpresas geopolíticas, a culminar em um período de mais estabilidade inflacionária no Brasil. Abaixo um gráfico anual ilustrando a complicada situação fiscal americana.



Fonte: Depto do tesouro americano / Peter G. Peterson Foundation

4. Conclusão

Conforme explicamos ao longo da carta, temos no Brasil um ambiente de investimento que conta ao mesmo tempo com (i) ativos bastante depreciados e aquém de seu valor justo e (ii) um ambiente macroeconômico com enorme espaço para cortes de juros. Levando isso em consideração, nossa perspectiva para os próximos 24 meses da bolsa brasileira é bastante positiva.

Nossa estratégia não é focada em market timing e sim no stock picking, portanto não vamos ficar ativamente operado este momento de mercado, apenas vamos garantir que estamos bem posicionados em ativos de grande potencial de upside para aproveitar ao máximo esse período de bull market que se avizinha. É importante ressaltar que tudo isso não implica que não ocorrerão percalços pelo caminho. O curto prazo é sempre difícil de prever e muita coisa pode acontecer, inclusive fortes correções, mas no médio e longo prazo acreditamos estar diante de uma bela oportunidade de investimento.

Adicionalmente, no mês de julho estão previstas as divulgações de resultados de duas de nossas investidas: Vulcabrás e Cambucci. Acompanharemos tais resultados de perto.

Agradecemos a atenção dispensada e nos colocamos à disposição,

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

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



Referências

1. Dados Econômicos dos EUA / FED / CPI

- <https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>
- <https://www.theguardian.com/business/2023/jun/14/fed-interest-rate-pause-inflation>
- <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2023/06/02/employment-situation-in-may/#:~:text=The%20unemployment%20rate%20rose%20from,unemployment%20in%20the%20same%20month%3F>
- <https://www.pgpf.org/the-current-federal-budget-deficit>

4. Cenário Econômico e Político Brasileiro:

- <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/06/19/mercado-reduz-novamente-estimativa-de-inflacao-para-2023-ve-alta-do-pib-acima-de-2percent-e-queda-maior-do-juro.ghtml>
- <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/07/03/balanca-comercial-tem-superavit-de-us-106-bilhoes-em-junho.ghtml>
- <https://portal.fgv.br/noticias/igp-m-junho-2023>
- <https://www.infomoney.com.br/politica/relator-inclui-trava-para-tentar-evitar-aumento-da-carga-tributaria/>