HARPIA

ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

06/12/2024

Prezados(as) cotistas,

O mês de novembro foi, mais uma vez, marcado por intensa volatilidade. Ao que tudo indicava, até os últimos três pregões, o mês seria bastante tranquilo, com a agenda corporativa de resultados saindo bastante positiva. Porém, após o anúncio do pacote fiscal do governo no fim do mês, o mercado se estressou bastante, elevando as curvas de juros e revertendo toda esta alta em um movimento abrupto de busca por liquidez. Mês findo, apresentamos queda de 10,6% contra 3,1% do índice.

A seguir, entraremos em maiores detalhes sobre como enxergamos esse movimento, assim como nosso racional para os próximos passos.

Como sempre, a equipe Harpia agradece a confiança e deseja uma boa leitura.

Análise do Cenário Doméstico

Ao que tudo indicava, o foco do mês seria nos excelentes resultados corporativos, divulgados recentemente por nossas investidas. Nosso maior investimento, a Moura Dubeux, segue impressionando a nós e ao mercado. Iniciou neste dia 22 um novo ciclo do negócio, marcado pela distribuição de dividendos intercalares e bastante significativos.

No entanto, apesar da lupa microeconômica apontar para uma empresa bastante sólida e atrativa, que negocia a 0,6 vezes seu valor patrimonial, sem dívida, com yield de dividendos superior a 12% ao ano e negociando a cerca de 4x seu lucro líquido, foi uma das posições mais impactadas nesse movimento de queda observado a partir da divulgação do pacote fiscal do governo Lula.

Não vamos negar que fomos surpreendidos. Até agora, entendíamos que o mercado estava sendo excessivamente punitivo com o governo, exigindo prêmios exagerados e metas descabidas, como a meta de inflação estipulada pelo CMN, a qual somos críticos.

O pacote de corte de gastos do governo não foi fraco. Também nada espetacular. A verdade é que esse pacote não resolve a trajetória de aumento do endividamento brasileiro. Tampouco o novo arcabouço é capaz de fazê-lo. Porém, uma das questões estruturais mais importantes foi endereçada: O limite de crescimentos do salário mínimo. Alguns pontos como desindexação do BPC ficaram de fora. No mais, as contas de economia para os cofres públicos giram entre R$50 bilhões e R$71 bilhões nos próximos dois anos. Adicionalmente, existe um grande impacto positivo de carrego para os anos além de 2026.

Agora, se os cortes de gasto vieram em níveis aceitáveis, por que observamos um dos maiores drawdowns diários da história do fundo, altas recordes no dólar e movimentos de circuit break nos mercados de títulos públicos?

Sinceramente, acreditamos que a questão seja a sinalização apresentada por este governo. Em paralelo ao anúncio de cortes, que vem sendo ventilado há mais de mês, o governo decidiu, ao que tudo indica, de última hora, soltar uma cartada bastante populista. A implementação de uma política de isenção de IR para salários inferiores a R$5.000,00 por mês, assim como mais impostos para aqueles que recebem mais do que R$50.000,00 mensais.

Essas duas últimas medidas minaram completamente a confiança do mercado nesta administração, que demonstrou completo despreparo em entender o cerne da questão. Este governo falhou em conseguir entender que pouco importa o arcabouço fiscal, teto de gastos ou qualquer outra política. O que interessa em última instância é um crescimento sustentável atrelado a uma dinâmica mais saudável das contas públicas. É sobre a trajetória da dívida pública.

Esse anúncio demonstrou que o ministro Haddad não conseguiu entender essa urgência e ou não conseguiu transmiti-la ao presidente Lula e aos seus companheiros de partido.

Dito isso, a trajetória de endividamento do Brasil deve continuar subindo, porém com as medidas apresentadas, a uma taxa substancialmente mais baixa, de fato. Qualquer possibilidade de estabilização da estrutura de capital do país sob essa administração pública, ou seja, nos próximos 2 anos, se tornou bastante remota.

Conversando com alguns empresários, temos a sensação, no entanto, que essa parte da isenção de IR para salários de até 5 mil reais não passará no congresso. Já existe uma enorme força por parte da iniciativa privada para tentar conter o avanço dessa medida populista. E ao que tudo indica, diversos congressistas, inclusive os presidentes Rodrigo Pacheco e Arthur Lira, já deram sinais de que essa medida não entrará sequer na pauta de votação.

Nesse sentido, o governo que não vai bem e se mostra bastante desorganizado, expôs sua fragilidade ao tentar implementar uma medida puramente populista em um dos pacotes mais importantes de sua gestão (o pacote de corte de gastos). Observamos contínua queda de popularidade do governo, queda de apoio político e queda de apoio do setor privado.

Mesmo assim, o PIB deve crescer em torno de 3,5%, com inflação entre 4,5% e 5%. As expectativas de crescimento do PIB para ano que vem já são de 2,5%, com uma SELIC de até 14%. Os lucros corporativos continuam crescendo rapidamente. O nível de alavancagem do setor privado é baixo.

O momento é extremamente complicado e desafiador. Por isso, não previsões macroeconômicas sobre o que pode acontecer são muito difíceis. Estamos investidos em empresas sólidas, que geram caixa, desalavancadas e que pagam dividendos (por muitas vezes acima da rentabilidade da SELIC). Os níveis de desconto das ações brasileiras hoje são maiores do que em 2015, último ano do mandato da presidente Dilma, no qual o cenário era bastante diferente.

Acreditamos que o trauma do mercado financeiro com a gestão petista venha dos anos de 2014 e 2015. Essas feridas claramente ainda não cicatrizaram. Por isso, observamos um mercado totalmente disfuncional como o brasileiro. Juros reais acima de 7%, descontos de mais de 200% em diversos ativos de renda variável, incapacidade de novas empresas buscarem IPOs. Esse momento nos parece perfeitamente adequado para se aumentar a alocação de capitais em bolsa brasileira. É oferta e demanda pura. Quando ninguém quer comprar um ativo, geralmente é o melhor momento de se o comprar, pois o excesso de oferta torna seu preço atrativo.

Em resumo, o mercado claramente exagerou nos movimentos do final de novembro, mas de certa forma fez seu papel. Evidenciou ao governo a importância da gestão responsável das contas públicas através, principalmente, do overshoting no dólar. Essa queda aguda da bolsa deve se dissipar lentamente nos próximos meses, porém ficou a mensagem clara de que o mercado não mais dá o voto de confiança ao governo.

Pelo menos para os próximos meses, esperamos que a volatilidade do mercado continue se comportando desta maneira, até que tenhamos uma definição melhor de como será endereçada a questão da trajetória da dívida pública brasileira.

Por fim, a mensagem que gostaríamos de passar é de tranquilidade. O perfil de investimentos da gestão da Harpia é focado em retornos absolutos. Períodos de stress na cota como o observado não são atípicos e ocorrem ao menos uma vez no ano. Nosso cálculo se baseia em CAGR (Compound Annual Growth Rate), que em português significa Taxa de Crescimento Anual Composta, métrica que avalia a taxa média de retorno do nosso Fundo ao longo de grandes períodos. Portanto, quando tomamos nossas decisões de investimentos, buscamos maximizar a rentabilidade do cotista no longo prazo, mesmo que isso implique em carregar empresas de menor valor de mercado que geralmente são mais voláteis no curto prazo. Adicionalmente, conforme já mencionado, priorizamos sempre empresas com caixa líquido, margens saudáveis e mercados consolidados, pois sabemos da importância de preservar o capital do cotista no longo prazo e minimizar qualquer risco de perda permanente patrimônio. Também sempre respeitamos o conceito de margem de segurança. No final das contas, não compramos números que oscilam na tela do Computador, e sim tijolos, máquinas, sistemas de produção, know-how, governança, reputação, ativos, ou seja: Empresas; que são um conjunto de bens reais, físicos e tangíveis.

Equipe Harpia,

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

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

HARPIA
ASSET MANAGEMENT