



Carta da Gestão

03/07/2024

Prezados(as) cotistas,

O mês de junho foi marcado por um ambiente externo sem muitas novidades, com leve melhora na tendência inflacionária nos Estados Unidos e Europa. Também estiveram em evidência ao final do mês, as eleições francesas e o debate presidencial americano, entre Trump e Biden.

Em linhas gerais, o dólar apresentou leve apreciação no mês, vide o dólar index, indicador que demonstra a força do dólar frente a uma cesta de commodities. No Brasil, o Real apresentou um dos piores desempenhos de moedas frente ao dólar no mundo, o que embaralhou as expectativas internas futuras de inflação e acabou pressionando a curva longa de juros para cima.

No mês, o Ibovespa subiu 1,5%, enquanto o fundo Harpia Value Investing sofreu com uma queda de 1,1%, muito pressionado pela sua composição de empresas de menor capitalização e liquidez, que tendem a sofrer mais em momentos de maior volatilidade, como o ocorrido no mês.

Contexto Internacional

Na Europa, a vitória do partido Reunião Nacional, na França, fez pouco preço. Evitando entrar na questão política e ou ideológica, uma análise pragmática do ambiente Europeu, de maneira mais ampla, indica que a inflação da região vem lentamente convergindo para o alvo de 2%. Os dados mais recentes indicam que a inflação anualizada do bloco atingiu 2,5%, com core em 2,9%. Essa tendência, amplamente antecipada permitiu com que o ECB iniciasse, de maneira gradual, o ciclo de redução dos juros na região, que saíram de 4% anuais em maio para 3,75% a.a ao final de junho.

Nos Estados Unidos, observamos um leve fortalecimento de 0,75% do dólar index, que iniciou o mês de junho em 104,63, terminando o mês em 105,42. Os dados macroeconômicos mais recentes indicam que a inflação por lá também vem lentamente convergindo ao alvo de 2%. No mês de maio, não houve inflação nos Estados Unidos, ou seja, CPI de 0%. O core apresentou alta de 0,2% no mês, muito ligado ao aumento do custo de residência, que teve aumento de 0,4% no mês. Ademais, indicadores do mercado de trabalho indicam que também vem havendo um desaquecimento nas vagas de empregos e salários dos americanos.

Ou seja, podemos resumir o mês de junho, sob a ótica do ambiente externo, como um mês sem grandes novidades, levemente positivo, com indicadores econômicos apontando que é muito possível que ainda esse ano, o FED inicie o ciclo de corte de juros. A própria curva de juros de 10 anos dos Estados Unidos teve pouca variação, abrindo o mês em 4,51% e fechando em 4,34%.

Cenário Brasileiro

Em tese, ainda que abaixo da expectativa do mercado, essa queda dos juros longos americanos deveria favorecer o Brasil, assim como os países emergentes em linhas gerais. Isso nos faz questionar: se o ambiente externo teve bom comportamento, por que o Real sofreu tanto?

Acreditamos que essa não seja uma resposta simples. Tampouco há uma única explicação para o fato.

Em primeiro lugar, inúmeras falas irrazoáveis do presidente Lula, questionando a autonomia do Banco Central e o atual nível da SELIC, geraram dúvidas no mercado quanto a leniência do próximo presidente do BACEN à inflação. Ou seja, o presidente gerou incertezas desnecessárias sobre o futuro.

Em segundo lugar, a questão fiscal voltou a preocupar. Apesar de aumentos mensais na arrecadação, o déficit fiscal de maio alcançou R\$63,9 bilhões. Foi o segundo pior resultado fiscal frente ao PIB, para o mesmo mês, desde 2001. Contudo, acreditamos que apesar da fotografia não agradar, esse resultado negativo pode trazer bons frutos.

Abstraindo-se ideologias, o que observamos no mês, foi um reaquecimento substancial sobre a discussão da importância do controle de gastos do governo, com discursos de Simone Tebet e de Fernando Haddad favoráveis a medidas de redução de despesas. Apesar de ainda embrionárias, essas discussões são muito bem-vindas. Ou seja, parece que lentamente o governo começa a entender, pela dor (no caso pela disparada do dólar e dos juros futuros), da importância do equilíbrio das contas públicas. Essa questão é acompanhada de perto.

Em terceiro lugar, achamos que finalmente o mercado entendeu que esse governo tem DNA de gastos mais forte. Ou seja, achamos que houve uma quebra de expectativas do mercado quanto à capacidade do arcabouço fiscal e da eficácia das medidas de aumento arrecadatório do governo entregarem uma trajetória sustentável do endividamento público. Isso ocorrer um ano e meio após o início do terceiro governo Lula é excelente. Em entrevista ao Brazil Journal, Marcos Lisboa, ex-presidente do Insper, colocou muito bem que essa é uma das primeiras vezes na história em que no Brasil se discute uma crise futura antes mesmo da materialização da mesma. Ou seja, há um processo de amadurecimento do mercado e classe política.

Por fim, temos uma opinião interna de que provavelmente houve um movimento de overshooting no dólar. Ou seja, muitas instituições estavam compradas no real frente ao dólar e, conforme ocorreu apreciação da divisa americana, essas posições foram sendo liquidadas em um curto período de tempo, elevando a demanda por dólares americanos e consequentemente enfraquecendo o Real.

Nossa Visão Sobre o Momento

O ambiente corporativo brasileiro vem apresentando sinais bastante positivos. Os resultados de boa parte das empresas negociadas em bolsa vieram bastante fortes, com crescimentos de EBITDA e lucros, de maneira generalizada. Boa parte da amostra de empresas negociadas apresenta níveis bastante sustentáveis de estrutura de capital, ou seja, alavancagem proporcional ao tamanho da operação.

As perspectivas dos resultados das empresas do fundo Harpia, ao nosso ver, também é bastante positiva. Os anos de 2024 e 2025 serão anos que apresentarão

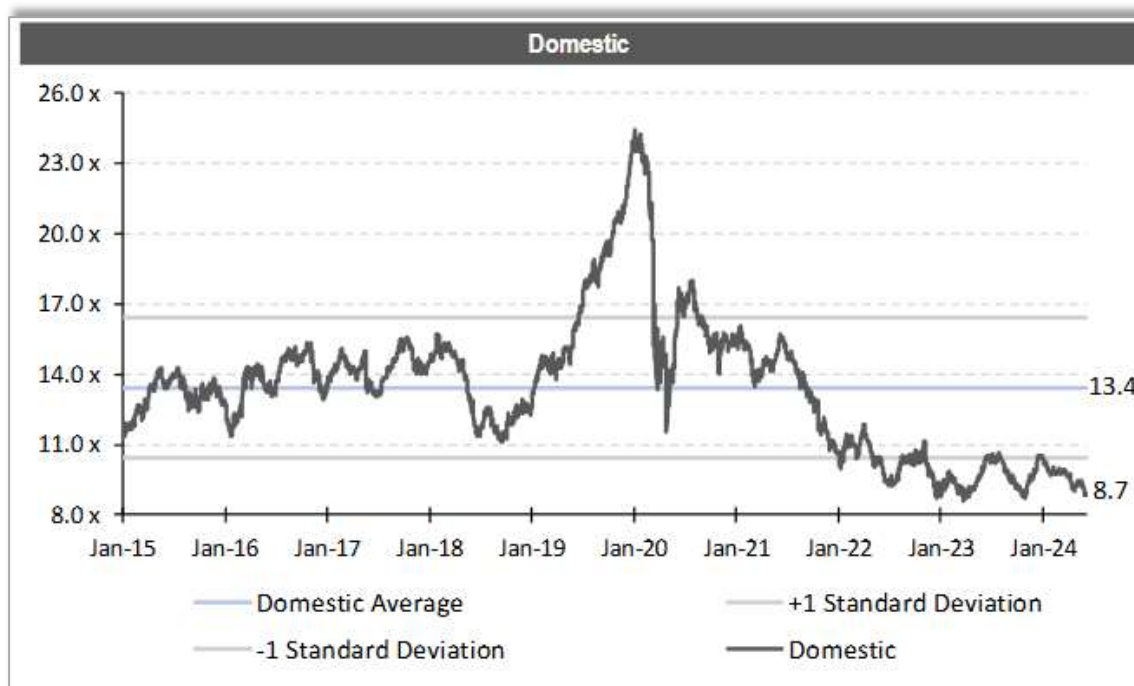
maturação de diversas teses, como Moura Dubeaux, Cambuci, CEA, entre outras. Isso significa que o volume de dividendos da nossa carteira deve apresentar incrementos substanciais nos próximos 12 a 18 meses.

Entendemos que os últimos três meses em particular, foram bastante difíceis para a vida dos investidores em renda variável. Contudo, acreditamos que uma boa parte dessa correção de preços foi devido a uma narrativa excessivamente negativista.

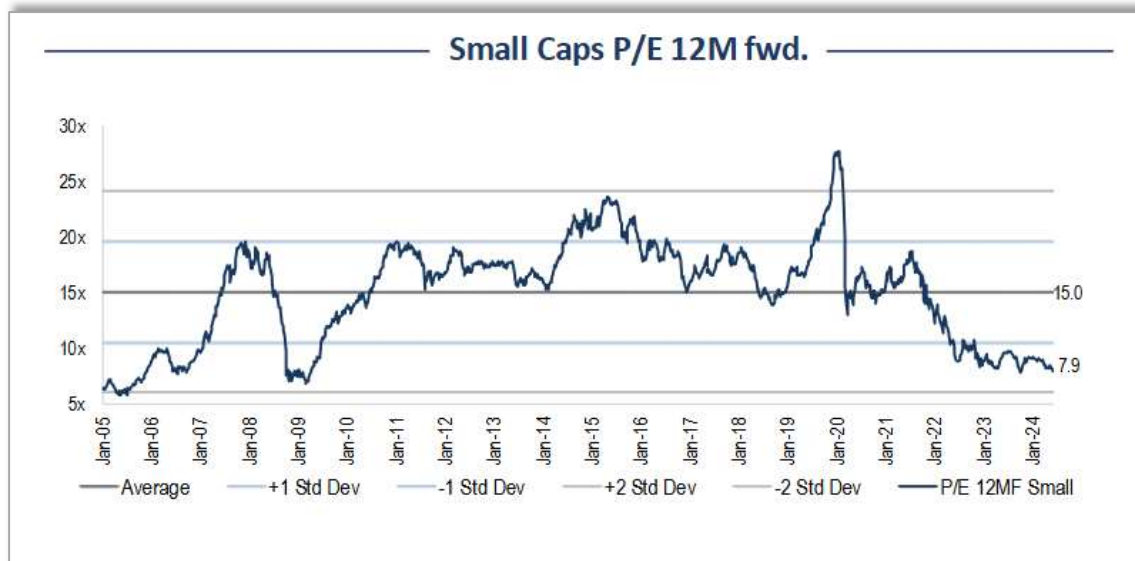
De fato, alguns sinais amarelos no que tange a sustentabilidade da trajetória da dívida foram acesos, porém, ainda é muito cedo para afirmar que o governo ignorará esses sinais. Muito pelo contrário. Apesar de declarações infelizes de Lula, parte de sua equipe já vem estudando possíveis ajustes adicionais aos contingenciamentos previstos pelo arcabouço. O que precisamos é monitorar se a ala racional do governo prevalecerá sobre a ala ideológica.

De qualquer modo, hoje, diversas casas de sell side, a exemplo do Santander, BTG e Itaú BBA, já utilizam taxas de desconto de 19,5% ao ano. Ou seja, um prêmio de risco de 9% frente à SELIC atual. Esses patamares de prêmios não são normais, sendo típicos de momentos de pânico.

Os níveis de preços dos ativos na bolsa hoje se encontram em patamares bastante atrativos frente às médias históricas. O BTG, através de relatório interno, calcula o preço lucro forward de 12 meses, baseado nas expectativas de resultados das empresas monitoradas versus os preços atuais. Excluindo-se do índice empresas exportadoras, (como Vale e Suzano, por exemplo) observamos o menor patamar de múltiplos da história recente (desde 2015). Abaixo segue gráfico:



Adicionalmente, quando olhamos as small caps, observamos múltiplos muito próximos à crise financeira de 2008, conforme gráfico abaixo:



Conclusão

Conforme abordado ao longo da carta, estamos vivendo um cenário complexo. O longo período de juros alto, que impactou a liquidez dos mercados, o pessimismo advindo do cenário político a despeito de uma economia robusta e de um ambiente de empresas lucrativas e saudáveis sendo negociadas a múltiplos historicamente baixos, criaram um cenário repleto de oportunidades de investimento lucrativas com boas margens de segurança.

Acreditamos que o Brasil possui instituições suficientemente robustas e frentes de receita diversificadas. O que falta para estabilizar a trajetória fiscal no médio e longo prazo é um controle de gastos de por volta de R\$30 bilhões a R\$50 bilhões anuais. A administração pública dificilmente permitirá que a atual trajetória da dívida perdure por tempo indeterminado. Em um regime de câmbio flutuante, isso acarretaria um cenário de disparada do dólar, aumento de pressões inflacionárias, aumento dos juros e redução de lucros e salários a termos reais. A consequência dessa dinâmica econômica inviabilizaria qualquer projeto de reeleição por parte do governo incumbente.

É através da análise do atual momento brasileiro, segregando questões estruturais e conjunturais através da análise objetiva dos números e da real situação econômica e corporativa nacional, que conseguimos abstrair o teor emocional que contamina os ânimos do mercado, nos levando a crer que, objetivamente, a carteira do fundo Harpia está bastante descontada e que as perspectivas são positivas.

Continuamos monitorando as nossas empresas investidas e prospectando novas oportunidades, certos de que a atual volatilidade nos preços das ações é de origem emocional e não racional, dado o atual nível de preços dos ativos.

De certo modo, pode-se afirmar que o Real vem sofrendo sim de ataques especulativos, não resultantes de nenhuma intenção oculta de algum agente

específico, mas sim da disseminação do medo e pânico que muitos dos veículos tradicionais de informação ajudam a espalhar. Claro que esse medo não é totalmente infundado, principalmente ao levar-se em consideração os pronunciamentos do presidente Lula e de alguns governantes mais radicais.

No entanto, racionalmente, acreditamos que o governo atual, fora do calor do momento, irá reavaliar sua postura, não por ideologia ou pragmatismo, mas sim por sobrevivência. Caso opte por manter uma linha radical de governar para poucos, e o resultado objetivo de suas ações for um arranjo econômico pior para a população brasileira em geral, suas chances de reeleição convergirão a muito próximo de zero.

O investidor que, neste momento, possui liquidez para comprar ativos e um horizonte de investimento longo o suficiente para esperar esta situação se normalizar, tem em suas mãos uma gigantesca oportunidade.

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

