



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

01/11/2024

Prezados(as) cotistas,

O mês de outubro foi marcado por intensa volatilidade nas ações brasileiras. Acreditamos que por mais que o ambiente externo ainda se configure como benigno, o tema fiscal brasileiro impediu com que o índice Ibovespa, assim como boa parte dos ativos negociados em bolsa no Brasil avançasse. Em paralelo, as curvas futuras de juros seguiram um ritmo bastante forte de valorização, com avanço observado em todos os vértices. O câmbio, que esperávamos que se mantivesse mais controlado, também apresentou variação, com o Real se depreciando 6,2% frente ao dólar.

No mês, o índice Ibovespa apresentou queda de 1,6%. Já a carteira Harpia, apresentou significativa valorização de 3,5%. Ao que observamos, isso se deve à continua melhora operacional das empresas investidas, as quais apesar de terem valorizado, ainda continuam baratas na esteira de múltiplos extremamente descontados, ou analogamente, margens de segurança bastante significativas.

É fato que a probabilidade de uma vitória do ex-presidente americano Donald Trump aumentou, adicionando um componente extra de volatilidade ao cenário externo. Contudo, acreditamos que as narrativas midiáticas são bastante tendenciosas, e isso não é uma tendência americana. Também observamos isso no Brasil. Nesse sentido, é improvável que um segundo mandato de Trump altere substancialmente a dinâmica de comércio global a ponto de gerar grandes disrupções, guerras ou uma retomada da tendência inflacionária nos Estados Unidos, país muito maior do que um indivíduo, por sinal.

No que tange o ambiente interno, o que observamos é uma narrativa pessimista bastante forte e desconectada da realidade. Diariamente recebemos relatórios de bancos como Itaú, BTG e Santander, nos informando que os investidores brasileiros, em rodadas de investimentos no exterior, continuam a vender a ideia de que o risco Brasil é grande demais para qualquer alocação. Esta síndrome não é observada apenas na população menos favorecida, mas também na elite financeira da Faria Lima, a qual é composta predominantemente por especuladores de curto prazo.

Isso não significa dizer que o cenário interno é mil maravilhas. O panorama atual é bastante complexo sob a ótica macroeconômica. Pouco antes da pandemia, o conselho monetário nacional estipulou uma nova meta de inflação, bastante ambiciosa, meta essa de 3% ao ano, com banda de 1,5% para mais ou para menos. O contexto econômico brasileiro e global era outro. Observávamos mais de uma década de juros reais próximos a zero ou até mesmo negativo em boa parcela dos países desenvolvidos. Esse fato possibilitava através do diferencial de juros taxas naturalmente mais baixas no Brasil. A dinâmica do mercado de trabalho no Brasil também era outra. Era comum observarmos uma taxa de desemprego que orbitava os 10% a 14%. Assim como o PIB potencial, segundo os economistas à época, jamais superaria os 1,5% ao ano.

No entanto, a realidade mudou. O dólar se apreciou bastante frente ao real, a balança comercial brasileira cresceu a níveis recordes, o desemprego caiu demais, a parcela de investimentos em função do PIB no Brasil voltou a retornar a patamares mais próximos a 18% (acredito que chegamos próximos a 14% em 2016-2017). E adicionalmente, os gastos parafiscais do governo federal aceleraram bastante. Esse é o ponto de bastante preocupação do mercado, com razão.

Algumas contas públicas, como o BPC (benefício de prestação continuada) e contas vinculadas ao INSS, assim como diversas outras, são indexadas. Neste caso específico, ao salário mínimo. Com o objetivo de acelerar o crescimento econômico o governo instalou políticas de valorização do salário mínimo muito superiores aos tetos estipulados no arcabouço fiscal. Foram criados outros programas sociais, como o pé de meia, que ajudaram a turbinar esse crescimento. Nesse sentido, o atual governo, acelerando os gastos fiscais e para fiscais (contas que não entram para o cálculo primário da União), tornou uma SELIC de 11%, que em condições normais seria restritiva à quase qualquer economia saudável do mundo, inócua, no que tange a convergência da inflação para o centro da meta estipulada pelo CMN de 3% (que ao nosso ver, também está errada). Mesmo assim, não observamos uma expansão desmedida. Levando-se em consideração os gastos parafiscais e ajustando gastos extraordinários como os parte dos precatórios e do auxílio ao Rio Grande do Sul, o governo deve entregar um déficit fiscal de 1% do PIB em 2024.

Porém, vivemos hoje em uma espécie de equilíbrio econômico sub-ótimo, ou ineficiente, aonde o país cresce a taxas próximas de 3%, com inflação entre 4% e 4,5% ao ano e com uma taxa de juros que possivelmente subirá para níveis próximos a 12%. Ou seja, um juros real de próximo de 8% ao ano. E esse é o centro do problema, pois mesmo que o país cresça 3% ao ano, nesta dinâmica, a dívida pública brasileira crescerá para níveis próximos a 85%-90% do PIB em alguns anos. O grande medo interno é da razão da dívida/PIB explodir e no final, a conta ser paga via inflação, como o histórico progresso do país nos mostra. O tema da dominância fiscal voltou a ser discutido e a precaução tornou-se um medo e o medo um pessimismo desenfreado, levando o preço dos ativos brasileiros aos níveis mais atrativos da história (similares a 2015-16), porém, com um risco substancialmente menor.

Mesmo assim não estamos pessimistas. A razão pela qual estamos, pelo contrário, otimistas, é de que de diversos outros indicadores econômicos apontam para uma situação saudável, como baixo endividamento externo, baixo risco de insolvência do tesouro, balança comercial bastante forte, não somente pelo preço das commodities, mas pela competitividade que um dólar de 5,8:1 trás para economia brasileira, e crescimento no nível de investimento em função do PIB para níveis não observados desde 2014. Ademais, o nível de alavancagem do setor privado é bastante reduzido. Observamos na bolsa, poucas empresas que estão com dívidas superiores a seus convenants. Lucros crescentes, margens bastante saudáveis e margem de segurança bastante grande são a tônica.

Do ponto de vista fiscal, vem sendo comunicado ao mercado, há cerca de 2 semanas, que o governo pretende realizar cortes fiscais estruturais de na ordem de R\$40 a R\$60 bilhões de reais por ano. Essa sinalização seria bastante positiva, tornando o Estado brasileiro superavitário. Ainda não existem fatos, apenas comunicações extraoficiais do ministro da fazenda, Fernando Haddad, da ministra do planejamento, Simone Tebet e de nomes importantes do Partido dos Trabalhadores, como Mercadante, entre outros. Caso esses cortes se concretizem, podemos observar uma inflexão bastante forte do fluxo vendedor e o início de uma pernada de alta, que para os atuais níveis de sobrevida, pode ser bastante significativa.

Por hora, é tudo especulação. Caso absolutamente nada seja feito nos próximos meses, muito provavelmente esse governo não será reeleito, pois as chances de transmissão desse solução atual, hoje contido no mercado financeiro, para economia real, seriam altas. Toda a dinâmica pioraria e a popularidade do presidente Lula, que hoje já é baixa, orbitando em torno dos 40%, mesmo com o

Brasil em pleno emprego e com PIB crescendo 3,5% ao ano, pioraria bastante. De outro lado, com cortes bem feitos e um plano bem traçado, provavelmente esse governo será reeleito. A economia brasileira entraria numa dinâmica possivelmente mais forte e o grau de investimento seria uma realidade não distante. Como acreditamos que os políticos são racionais e buscam por mais poder, olhando a conjuntura, faz sentido estarmos otimistas. Não parece uma decisão muito difícil, sequer um corte extraordinariamente grande.

De todo modo, como colocamos, estamos bastante otimistas. A carteira Harpia vem apresentando lenta valorização no ano de 2024, frente a uma desvalorização generalizada no mercado de ações em 2024, que vem se mostrando um ano bastante desafiador para indústria. Nossas investidas apresentam vantagens competitivas claras, bons produtos, boa gestão e níveis de preço, com perdão da palavra, exorbitantemente baratos. Como não compramos a tese de que o Brasil vai virar uma Venezuela, acreditamos que essa seja a oportunidade de uma década.

Equipe Harpia,

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

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

