



**HARPIA**  
ASSET MANAGEMENT

**Carta da Gestão**

10/01/2024

Prezados(as) clientes,

O mês de dezembro manteve a tendência de queda nos preços dos ativos brasileiros. No mercado de juros, observamos uma desvalorização generalizada, elevando as taxas. O mercado de ações seguiu a mesma direção, assim como outros mercados domésticos. Como reflexo, nosso fundo Harpia registrou uma queda de 11,7% no mês, amplamente distribuída entre as diversas posições.

A origem desse movimento é amplamente conhecida: a questão fiscal brasileira. O gatilho específico foi o pacote fiscal anunciado pelo governo Lula. As medidas de corte apresentadas por Fernando Haddad não foram irrelevantes. Apesar de alguma desidratação no Congresso, estimativas de mercado indicam uma economia anual entre R\$ 40 bilhões e R\$ 60 bilhões.

No entanto, um ponto de atenção estrutural importante surgiu: a proposta de isenção de IR para salários de até R\$ 5.000,00. A contrapartida dessa medida, que seria a taxa adicional de rendas acima de R\$ 50 mil mensais (uma espécie de taxa de dividendos), levanta preocupações. Segundo a Receita Federal, contribuintes nessa faixa salarial pagam, em média, entre R\$ 200,00 e R\$ 300,00 mensais de IR, o que resultaria em um impacto fiscal entre R\$ 3,4 bilhões e R\$ 5,1 bilhões por mês, ou entre R\$ 40 bilhões e R\$ 60 bilhões anuais. Esse montante praticamente anula os efeitos dos cortes, podendo até gerar perdas fiscais adicionais.

Em outras palavras, o governo não apresentou apenas cortes de gastos, mas sim uma espécie de ajuste tributário velado. Isso demonstra uma compreensão limitada dos desafios estruturais do Brasil, o que é preocupante. O arcabouço fiscal deveria ser um meio para alcançar objetivos maiores, como a redução da dívida pública, e não um fim em si mesmo. Avançar na direção contrária é motivo de preocupação. Para agravar a situação, a meta de inflação de 3% ao ano, em um país emergente como o Brasil, é altamente desafiadora, considerando as necessidades de investimento em infraestrutura e a alta indexação da economia.

No momento, os atritos entre os poderes Executivo, Legislativo e Judiciário têm se intensificado. Embora essa situação seja muitas vezes mascarada por uma cobertura midiática enviesada, ela representa o pior nível de conflitos institucionais em pelo menos uma década. Por isso, acreditamos que o Governo terá dificuldade em aprovar no Congresso as medidas de isenção de IR e aumento de tributação. Continuaremos acompanhando de perto essas discussões.

De forma geral, o governo Lula 3 tem enfrentado desafios significativos na área fiscal e na condução de políticas públicas. Ao mesmo tempo, o mercado financeiro tem reagido de forma muitas vezes desproporcional, influenciado por pessimismo e desancoragem da realidade. Tanto o governo quanto o mercado cometem erros em suas abordagens, contribuindo para o cenário atual.

Apesar do pessimismo generalizado, a economia brasileira tem demonstrado resiliência. O país cresce acima de 3% ao ano há mais de quatro anos, com inflação controlada em torno de 4,5%, podendo chegar a 5,5% este ano. O setor privado apresenta baixos níveis de alavancagem e taxas de crescimento nos lucros entre 15% e 20% ao ano nesse período. Ainda assim, o pessimismo domina as narrativas econômicas, agravado pela insistência de parte do mercado em metas de inflação incompatíveis com a realidade brasileira.

O resultado dessa dinâmica é claro: juros reais elevados, atualmente em torno de 7%, com projeção de atingir 10% ao final deste ciclo de aperto monetário. Os ativos estão extremamente depreciados, com FIIs oferecendo yields de até 1,5% ao mês, debêntures privadas sendo emitidas a CDI + 7% e ações negociadas a múltiplos similares aos observados nos Estados Unidos durante a crise de 1929. Essa situação reflete um equilíbrio precário entre as restrições do mercado e as limitações do governo, ambos prejudiciais ao país.

As teorias financeiras modernas, muitas vezes baseadas em parâmetros americanos, consideram a volatilidade dos preços como a principal medida de risco, com os títulos públicos sendo considerados a classe de menor risco. Embora essa premissa tenha sua lógica, a realidade é mais complexa. No caso específico de títulos de renda fixa privados, as leis de falência garantem que credores sejam pagos antes dos acionistas, reduzindo o risco de cauda desses instrumentos.

Mas e quando o risco está na moeda? Nesse cenário, a lógica se torna mais nebulosa. Um exemplo histórico ilustra essa complexidade: em meados de 1990, após assumir a presidência, Fernando Collor de Mello decretou o confisco da poupança. Naquela época, muitas empresas hoje listadas em bolsa já existiam e tinham suas ações negociadas. Um exemplo é a Kepler Weber. Enquanto os recursos da poupança foram confiscados, os investidores que detinham ações da empresa preservaram seus ativos. Isso porque uma ação representa um direito de propriedade sobre um bem real, enquanto investimentos em poupança e títulos públicos são respaldados apenas por credibilidade.

A questão central, atualmente, está no risco associado ao Real. Não se trata de prever uma hiperinflação, mas sim de avaliar a credibilidade da gestão pública. Infelizmente, a percepção é de baixa confiança. Por outro lado, o mercado tem insistido na manutenção da meta de inflação em 3% como forma de pressionar o governo a manter-se firme na defesa do poder de compra do real. Paradoxalmente, a consequência da meta excessivamente rígida é a própria piora da condição fiscal do país, gerando efeitos colaterais significativos.

Gostaríamos de enfatizar a nossos investidores que a crise atual não se origina no setor privado brasileiro, que continua robusto e muito atrativo. Convidamos nossos leitores a agendar reuniões conosco para analisarmos os resultados de nossas investidas, que têm sido bastante positivos.

A carteira Harpia é composta apenas de empresas sólidas, com bastante capacidade de repasse de preço e pagamentos de dividendos, muitas vezes superiores à SELIC; e baixa alavancagem, a exceção de uma tese, o grupo Simpar, que apresenta alto endividamento. De qualquer forma, os preços depreciados de todos nossos ativos aliados a valuations atrativos tornam a margem de segurança desses investimentos bastante alta.

Esperamos para 2025, como cenário base, reduções nas taxas de crescimentos dos lucros de nossas investidas. Isso não significa que os lucros cairão, apenas que seus ritmos de expansão devem se reduzir, como consequência de uma SELIC, em que o mercado estima que alcance até 15,5% ao ano. Ou seja, a tendência para esse nível de preços é que os múltiplos o final de 2025 fiquem ainda mais comprimidos.

Sob uma perspectiva dos últimos 5 anos, o que ocorreu no mercado de ações é que os preços dos ativos ficaram “de lado”, oscilando há 4 anos, vezes para cima, vezes para baixo. Em alguns meses, a nossa carteira apresentou valorizações de na casa de 2 dígitos, em outros meses, a carteira teve depreciação de 2 dígitos, como observado ao final de 2024.

Acreditamos que o comportamento do mercado no Brasil seja similar ao de uma mola. Um cenário muito comum que presenciamos é o seguinte: operacionalmente, muitas das empresas negociadas em bolsa, que costumam atuar em seus mercados por várias décadas, primeiro passam por um processo de crescimento, otimização de sistemas e readequação na alocação de capital, que posteriormente resulta em lucros e dividendos maiores. Mas o mercado não necessariamente apresenta demanda por esses ativos. Por vezes devido ao perfil psicológico do povo brasileiro, em que acreditamos que seja muito averso ao risco, por vezes devido ao custo de oportunidade de se alocar os recursos em renda fixa, que devido a um histórico de SELIC alta, apresenta atratividade substancial. Mas tão importante quanto, devido à característica do investidor brasileiro em agir buscando retornos imediatos e reação em massa, muitas vezes até impulsivamente. No mercado brasileiro, é muito comum a expressão “primeiro você vende, depois você faz conta”. A busca pela eficiência máxima da precificação de cada notícia individual, acaba por gerar paradoxalmente uma ineficiência ainda maior a longo prazo.

Desta maneira, os preços dos ativos de renda variável não se comportam de maneira linear. Diríamos que o padrão da movimentação de preço dos ativos no Brasil é em níveis. Ou seja, o mercado fica tipicamente durante anos com preços “de lado”, concomitantemente, as receitas e os lucros melhoram, porém o mercado não precifica essa melhora da realidade interna da empresa. Os múltiplos, como por exemplo, a razão entre o preço do ativo vs o lucro do ativo, ficam menores. As taxas de retornos dos investimentos ficam maiores.

Como uma mola, quanto mais compactados os múltiplos, mais energia potencial vai se acumulando. Até que em um dado momento, fica impossível sustentar a compactação dessa mola e essa energia potencial vira movimento. Geralmente, no mercado, a força responsável pela compactação da mola são os juros. Quando tratamos de margem de segurança, buscamos analisar quanto de energia potencial existe em uma dada mola, ou tese.

Muito analistas e especialistas ficam buscando triggers para explicarem ex-post movimentações de preços. Mas a verdade é que não existe relação direta entre os preços dos ativos e seus resultados no curto prazo. O que determina o preço de um ativo é a demanda por ele. Porém o que determina seu valor, é qual a remuneração do capital que ele oferece a seus acionistas. Como diz Warren Buffet, preço é o que você paga, valor é o que você leva.

Hoje, no Brasil, vivemos um momento em que a mola dos preços está compactada a níveis jamais vistos. Os ruídos internos são altos. O risco fiscal existe, porém, não justificam os níveis de preços. A única variável que justifica esse preço são os juros, o custo de oportunidade do dinheiro. Quanto tempo essa força que retém o movimento da mola dos preços perdurará, não sabemos. Porém, hoje enxergamos ativos que tem potencial de multiplicação de 4, 5 e até 6 vezes o nível de preços atuais.

A valorização de nossa carteira não deve se dar no curto prazo. Nossa expectativa é bastante neutra. Para 2025, alcançaremos um patamar de SELIC não observado desde 2004. Os lucros corporativos devem continuar crescendo, porém a taxas menores. A volatilidade permanecerá bastante elevada.

A razão pela qual mantemos investidos e recomendamos a nossos investidores em aumentar a alocação em renda variável gradualmente, é que é impossível prever quando a convergência do preço para o valor ocorrerá. Porém ao sinal da primeira melhora estrutural da questão fiscal do país, ou no sinal de um leve fluxo

positivo de capital estrangeiro para bolsa brasileira, veremos um movimento muito parecido com 2009, ou 2016, ou 2020 pós-covid. O potencial para excelentes retornos está na mesa, e depende somente paciência dos investidores. Nestes momentos, achamos importante relembrar a seguinte frase, popularizada entre grandes investidores de valor: O investimento em renda variável é um jogo de transferência de riqueza dos impacientes para os pacientes.

Agradecemos a atenção e ficamos à disposição para mais esclarecimentos.

Equipe Harpia,

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

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

