



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

07/10/2024

Prezados(as) cotistas,

Neste mês, a típica carta de gestão do fundo Harpia dará enfoque a fatores domésticos. Optamos por aprofundar nossa opinião sobre o cenário interno. Acreditamos que o cenário externo por hora é bastante benigno. O que se desenha é um soft landing nos Estados Unidos, ou um arrefecimento da economia americana sem recessão, com queda gradual no Fed Fund Rate (taxa de juros básica americana).

Adicionalmente, acredita-se que haverá continuidade na queda dos juros na Europa, com estabilização da atividade econômica e estímulos fiscais e monetários chineses como tentativa de propulsão da segunda maior economia do mundo. Sem maiores surpresas, todos os ventos externos sopram a favor do Brasil.

Internamente há uma grande discussão sobre se o crescimento do PIB no Brasil é sustentável ou está ligado a uma economia com consumo superaquecido devido a um suposto excesso de estímulos fiscais. Buscaremos aprofundar essa discussão ao longo desta carta. Por fim, atualizaremos os Srs(as) cotistas sobre novidades de nossas investidas.

No mais, no mês de setembro, o fundo Harpia apresentou resultados em linha com o índice Ibovespa, recuando -3,4% contra -3,1% do índice.

Como sempre, agradecemos a confiança e desejamos a todos uma boa leitura.

Discussão

No início do ano de 2024, especificamente no dia 08 de janeiro, o Banco Central do Brasil emitiu seu primeiro relatório Focus de 2024. Esse relatório é basicamente um compilado de expectativas de agentes do mercado financeiro sobre as principais variáveis econômicas, como PIB, câmbio, juros, inflação, conta corrente, resultado primário, entre outros.

Nele, o mercado estimava em 2024 uma alta de 1,59% para o PIB e de 3,90% para o IPCA. Agora, em Outubro, o mercado espera que o PIB cresça entre 3% e 3,2% e o IPCA alcance algo em torno de 4,4%. Ou seja, o país provavelmente alcançará um crescimento duas vezes maior do que o estimado inicialmente enquanto a inflação deverá ser 0,5% acima do estimado, ou 13% maior do que o consenso inicial.

Analisando o mesmo relatório de consenso de mercado, FOCUS, para os anos de 2021, 22 e 23, temos os seguintes resultados: Em janeiro de 2023 o mercado esperava um crescimento de PIB para o ano cheio de 0,77%, com IPCA associado de 5,39%. Os números entregues em dezembro do mesmo ano foram de IPCA de 4,63% e 2,9% de crescimento de PIB.

No início de 2022, o consenso de economistas de mercado esperava um crescimento de PIB de 0,22% e IPCA de 5,03%. Os números reais foram de crescimento de 2,9% de PIB com IPCA de 5,79%.

Em janeiro de 2021, o consenso apostava em um crescimento de PIB de 3,41% e um IPCA de 3,34%. Os números efetivos foram crescimento de PIB de 4,8% e IPCA de 10,06%.

Seremos generosos e excluiríamos o ano de 2020 de nossa análise, dado caráter excepcional dos eventos ocorridos. Como definimos o COVID como um cisne negro, acreditamos que este ano seja uma exceção.

Abaixo segue uma tabela resumindo as informações supracitadas. Todos estes dados podem ser adquiridos no site do Banco Central do Brasil, na área de pesquisa FOCUS de mercado.

Fonte: Relatório Focus

	PIB Esperado (Janeiro)	PIB Efetivo	Erro	IPCA Esperado (Janeiro)	IPCA Efetivo	Erro
2021	3,41%	4,80%	41%	3,34%	10,06%	201%
2022	0,22%	2,90%	1218%	5,03%	5,79%	15,1%
2023	0,77%	2,90%	277%	5,49%	4,63%	-15,6%
2024	1,59%	3,2%**	101%	3,90%	4,4%**	12,8%
		Acumulado	8,04%		Acumulado	7,14%

**Expectativa Focus em 07/10/2024

Através de uma simples análise, constatamos que os modelos econométricos tanto do mercado quanto do Banco Central, são bastante erráticos. Usualmente, o mercado subestimou tanto o PIB quanto a inflação no período pós-pandemia. O erro acumulado para o PIB foi de incríveis 8,04%, algo na ordem de grandeza de US\$160 bilhões de dólares, ou ainda 880 bilhões de reais, aproximados.

Para inflação o acumulado apresentou erro substancial, porém, se excluirmos o ano de 2021, em que basicamente o mundo todo teve uma surpresa inflacionária como consequência de um excesso de liquidez sincronizado e global, o erro acumulado foi de apenas 0,39%. Para o IPCA, de fato parece que os modelos vêm capturando uma boa dinâmica.

Ou seja, se nem equipes de economistas com modelos econométricos supostamente robustos, cursos, pós-graduações, títulos e inúmeros inputs conseguem acertar previsões macroeconômicas consistentemente, isso nos faz questionar se nós, gestores bottom-up, conseguiremos. Sinceramente, acreditamos que não. Isso nos dá ainda mais confiança de que a seleção de ativos de renda variável tem de ser caso a caso, através de stock picking. Mesmo assim, a seguir, emitiremos nossas considerações e opiniões sobre o cenário atual e perspectivas futuras.

Recentemente, o mercado financeiro brasileiro se dividiu em duas vertentes. A primeira, que acredita que o PIB potencial do Brasil é de 1,5% e que qualquer crescimento adicional a esse número trará pressões inflacionárias por falta de uma oferta agregada de bens. E a segunda, que acredita que o PIB potencial do Brasil cresceu e hoje deve rodar ao redor de 2,5%.

A vertente mais pessimista é hoje a maioria no mercado. Estes são os economistas que previram que o PIB Brasileiro em 2022, 23 e 24 seria de 0,22%, 0,77% e 1,59%, respectivamente. O mais interessante é que em 2022 o Brasil apresentava como presidente, Jair Bolsonaro, ao passo que hoje temos no cargo Luiz Inácio Lula da Silva. Ou seja, não nos parece clubismo. Nos parece uma narrativa pessimista de baixa fundamentação numérica sem ideologia associada. Enquanto isso a taxa de crescimento de lucros das empresas de capital aberto no Brasil tem sido de 15% a 20% ao ano.

Nesse sentido, essa narrativa pessimista sobre a realidade brasileira, infelizmente capitaneada pelo presidente do Banco Central do Brasil, Roberto Campos Neto, ajudou a acrescentar alguns pontos percentuais de prêmio nas curvas de juros futuras ao longo dos últimos anos. Essa narrativa que vem tomando fôlego é fundada em apenas dois números: PIB potencial e Dívida Bruta/PIB. Essa vertente ignora o fato de o Brasil apresentar aproximados US\$ 350 bilhões de reservas cambiais e se recusa a trabalhar com endividamento líquido. Também se não acredita que o PIB potencial brasileiro é superior a 1,5% ao ano.

Veja, aqui não estamos defendendo a política fiscal do atual governo. De fato, a atual gestão tem um comportamento perdulário no que tange a administração da coisa pública. Gasta mais do que o que deveria. Consequentemente, luta para aumentar arrecadação através do aumento de impostos. É um governo que se comunica mal com mercado. Ou sequer faz questão de se comunicar. Cria ministérios excessivos, fomenta burocracia e parece não aprender com os próprios erros.

Este governo vem lutando para aprovar uma reforma tributária. Verdade seja dita, esta reforma não tem como objetivo principal a redução da complexidade tributária do país. Isso ocorrerá e será benéfico para o país, contudo, o verdadeiro objetivo da reforma será de aumentar a arrecadação. Simples assim. Pelo que vem sendo desenhado, por hora, acreditamos que o secretário de desenvolvimento econômico, Bernard Appy, também teve como objetivo, ao definir as alíquotas (como estão hoje), criar incentivos extras para o desenvolvimento da indústria nacional, com cargas relativamente maiores para o setor de serviços, hoje o menos tributado.

Ou seja, se pudéssemos resumir o quadro político-econômico brasileiro hoje, diríamos que de um lado temos um Banco Central Hawk, que se perdeu numa visão excessivamente pessimista, guiado por uma meta de inflação irreal de 3% (tão irreal que a banda da meta é de 1,5% para mais ou para menos). De outro, temos um governo que gasta mais do que deveria, com pouca responsabilidade fiscal e excessivamente otimista. Porém, que vem contingenciando e congelando gastos à medida que os gatilhos do arcabouço entram em vigor. Em suma, temos uma política fiscal expansionista contra uma política monetária hawkish (contracionista). Há excessos e problemas de comunicação em ambos os lados.

Contudo, olhando sob o retrospecto de 2023 e 2024, essa combinação foi surpreendentemente positiva. É bem verdade que o consumo das famílias cresceu 4,9%, assim como os gastos do governo cresceram 3,1% no acumulado do ano. Números que associados a um baixo índice de desemprego, de 6,9%, assustam o grupo de economistas que defende uma inflação de 3% ao ano a qualquer custo.

A formação bruta de capital fixo, uma das proxies para realização de investimentos, subiu 5,7% no segundo trimestre de 2024 frente ao mesmo período de 2023. Crescimento ainda superior ao consumo das famílias e aos gastos do governo. Também é bem verdade que em 2024, tivemos de acordo com

a SECEX (secretaria de comércio exterior), um aumento de importações de 8% ano contra ano no acumulado de 2024, frente a um aumento de 0,8% nas exportações de mesmo período, mesmo com uma forte quebra de safra de soja e milho, principais itens na pauta exportadora brasileira. Mesmo assim, o resultado da balança comercial, que ajuda a compor o cálculo de PIB, se apresentou superavitário em US\$59 bilhões até setembro. Estima-se que esse número possa chegar entre US\$ 70 bilhões e US\$80 bilhões ao final do ano.

Ou seja, não nos parece que esse crescimento estimado de 3,2% do PIB para 2024 seja apenas consequência de um consumo interno superaquecido. Há uma disseminação positiva entre diversas variáveis. A maioria do mercado e dos economistas está excessivamente pessimista com a dinâmica de crescimento e acredita que o PIB potencial está restrito a 1,5%. Não somos especialistas no assunto, porém esse mesmo consenso nos últimos anos apresentou-se bastante errático. Nos parece que a narrativa vem continuamente se descolando da realidade, chegando hoje ao ponto de termos subestimado US\$160 bilhões em PIB em quase 4 anos. Isso equivale a 80% do PIB da Grécia. Observamos isso com mais propriedade no universo de renda variável há mais de 4 anos.

Há uma perspectiva de melhora dos termos de troca da balança comercial brasileira. A neutralidade climática esperada para 2025 deverá fortalecer a produção de soja e milho. A possível redução das importações como consequência do aumento da SELIC adicionalmente a um diferencial de juros crescente entre Brasil e Estados Unidos, deverá, em tese, favorecer o real. Nosso cenário base mudou bastante para o câmbio.

Do lado da cautela, temos o fiscal. O resultado primário está relativamente controlado. Deverá apresentar déficit de algo em torno de 0,5%. Com SELIC em 10,75% e tendência de alta, a situação fiscal nominal deverá piorar de fato. Adicionalmente, aumentos futuros na SELIC devem frear o consumo das famílias. Qual será a SELIC terminal e o impacto que isso terá no crescimento econômico futuro, não sabemos. Mas é fato que o COPOM não está satisfeito com uma inflação entre 4% e 4,5% ao ano. Querem 3%. Na nossa opinião, para o nível institucional brasileiro e com atual governo, a meta está muito mal desenhada. Isso também ajuda a acrescentar prêmio na curva de juros.

Também é verdade que o desemprego está atipicamente baixo, especialmente quando comparado aos padrões observados de 2014 a 2022. Isoladamente isso não é ruim, mas é um fator que acrescenta incertezas quanto à tese de superaquecimento da economia e, portanto, adiciona mais prêmio de risco na curva de juros.

Companhias Investidas

Na frente corporativa, temos um evento interessante e importante de se mencionar. A Moura Dubeaux, empresa que acompanhamos desde 2020, está organizando uma AGE (assembleia geral extraordinária), com intuito de modificar o estatuto da empresa, que define que a distribuição de dividendos intercalares, quando houver, deve ser aprovada por assembleia de acionistas. A modificação proposta visa dar poder ao conselho de administração no que tange a autorização da distribuição de dividendos intercalares, reduzindo a burocracia da necessidade de convocação de assembleias caso a caso.

O corpo executivo liderado por pelo CEO Diego Villar e a família Dubeaux, que ainda controla cerca de 35% da companhia, tem enorme credibilidade conosco e com mercado. Definiram um plano de reestruturação em 2020. Expuseram o modelo de negócios da companhia com clareza. Ambiente e vantagens competitivas, ciclo de desenvolvimento dos produtos, política de aquisição de landbank, entre outros. A execução da estratégia foi melhor ainda. Nós da Harpia votaremos a favor da proposta. Acreditamos que essa alteração reduzirá a burocracia da companhia sem alterar sua governança. Enxergamos o movimento como positivo, devendo este marcar o início de um longo ciclo de distribuição de excelentes dividendos pela companhia.

Conclusão

Concordemos ou não, há um aumento contratado da SELIC, ancorado em dois pilares ao nosso ver, com baixa fundamentação; (i) meta de inflação de 3% com bandas de 1,5% e (ii) tese de que o PIB potencial brasileiro é de 1,5%. Salve engano, o horizonte relevante do COPOM é de 6 trimestres à frente, ou primeiro trimestre de 2026. Ou seja, acreditamos que na visão do COPOM, enquanto as expectativas de inflação para o primeiro trimestre de 2026 não estiverem entre 3% e 3,5%, a taxa SELIC deve continuar subindo. As expectativas de taxa terminal deste ciclo de aperto variam entre 12% e 13%.

Isoladamente, esse fator é negativo para o fluxo de capitais para renda variável. Porém, acreditamos que devido à sub-alocação da indústria nacional em ativos de renda variável, os fluxos de venda devem ser limitados. Achemos difícil que observemos um fluxo vendedor similar a 2021/2022. Àquela época, a SELIC saiu de 2% ao ano para 13,75%, levando o nível de alocação de fundos em ativos de renda variável, de acordo com BTG e com a ANBIMA, de 15,2% para os atuais 9,1%. Níveis estes que se assemelham à 2015, ano em que o déficit nominal do Brasil subiu cerca de 8% em função do PIB, o PIB retraiu 3,5%, houve aumento de desemprego e cenário externo desfavorável com baixos preços de commodities, levando a uma deterioração da balança comercial brasileira sem precedentes. Esse não é um cenário nem próximo ao que estamos vivendo. Inclusive, vivemos em um período onde as taxas de juros dos alocadores de capital relevantes do mundo, como Estados Unidos e Europa, estão caindo. Isso sem dúvida aumentará a demanda por ativos em países com maiores riscos, como o Brasil.

Curiosamente, os prêmios de risco nas curvas de juros hoje se assemelham ao biênio 2015/2016. Concomitantemente, os valuations de boa parte das empresas de capital aberto, especialmente da carteira Harpia, apresentam valuations extremamente descontados, algumas negociando abaixo de 4 vezes lucro e com indicadores de preço x valor patrimonial abaixo de 0,6x.

Se nem instituições financeiras com dezenas de analistas e economistas dedicados com modelos econométricos robustos e calibrados conseguem prever variáveis macroeconômicas com precisão, nós também não conseguimos. É nesse sentido que acreditamos que tentar adivinhar o tempo do mercado é puro chute.

Temos convicção que os ativos em renda variável no Brasil estão baratos. Boa parte dos ativos vem apresentando crescimentos médios de lucros de 15% a 20% ao ano, durante os últimos 4 anos. Isso descomprimiu demais os valuations. Muito provavelmente, pode-se considerar que a curva longa de juros também

esteja estressada e apresente oportunidades. Ao menos os universos de renda fixa e variável dentro do mercado se conversam.

Vemos o momento como extremamente atraente para aqueles clientes que tenham horizontes de investimento de longo prazo. E quando definimos longo prazo, não são 2 anos. Longo prazo é ao menos um ciclo econômico cheio. Isso pode levar algumas vezes 6,7 anos ou até mesmo 10 anos.

Para aqueles que apresentam disposição financeira, o momento é oportuno. Hoje, em termos de preços, os ativos brasileiros médios apresentam desconto similar a 2008, 2015 e muito abaixo do fundo da covid em 2020.

Equipe Harpia,

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

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

