

São Paulo, 5 de abril de 2022.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

## Sobre fluxos e opiniões

Se não houvesse opiniões diferentes, não haveria mercado. Para que uma transação aconteça, obrigatoriamente dois agentes têm que ter posições opostas. Para todo comprador, há que haver um vendedor.



Em alguns casos, até pode ser que essas posições não reflitam necessariamente uma diferença de opinião. Um exportador, por exemplo, tem que repatriar recursos para pagar os salários de seus funcionários e seus fornecedores em reais. É um vendedor natural de dólares, independentemente de suas expectativas futuras sobre a direção da moeda. Uma investidora, preocupada com os rumos do país, compra dólares para diversificar ou proteger sua poupança. Posições opostas, mas não necessariamente visões opostas.

Para o mercado de ações, essas relações são mais diretas, uma vez que quase não há compradores ou vendedores naturais de ações. A decisão de um vendedor pode ser passiva (um fundo vende uma ação porque teve um resgate), mas foi originada por uma decisão ativa (um cotista solicitou um resgate). Alguém decidiu vender.

O fluxo da bolsa é um jogo de soma zero. As compras são sempre equivalentes às vendas. Neste primeiro trimestre, vimos mais de R\$60 bilhões de compras líquidas de estrangeiros. Se eles estão comprando, os brasileiros estão necessariamente vendendo. Mas o que será que eles estão vendendo?

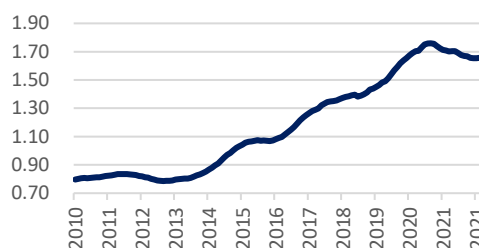
## O melhor mercado do mundo

A bolsa brasileira já subiu 36% em dólares em 2022, a maior alta entre as principais bolsas mundiais. Acreditamos que alguns fatores expliquem esse movimento:

**Commodities** – Pelo segundo ano consecutivo, as *commodities* estão entre as classes de ativos que mais bem performam no ano. Dizer que o Ibovespa tem quase 40% de empresas produtoras de *commodities* em sua composição não deveria ser uma grande novidade. Porém, há um aspecto muito interessante por trás desse número. A geografia brasileira é uma das melhores do mundo.

Geografias não se copiam e não podem ser transportadas. [São vantagens perpétuas do povo que habita aquela determinada região](#). Pode parecer que não, mas ao longo dos últimos anos, o país soube aproveitar bem essa vantagem.

Um exemplo. O gráfico abaixo mostra a evolução da produção de petróleo no Brasil comparada com a do México. Em 2010, a produção brasileira era cerca de 20% menor que a mexicana. Hoje, é 70% maior. O Brasil é auto suficiente em energia (majoritariamente limpa e renovável) e alimentos. Em tempos de escassez, isso traz uma tremenda vantagem relativa aos outros países.



**Rotação** – A alta de juros no mundo levou a uma forte rotação de ativos. Juros mais altos levam a preços mais baixos de ações, principalmente aquelas com um crescimento mais alto. Quanto maior seu crescimento, maior o valor de uma empresa está no longo prazo. O valor presente desses distantes fluxos de caixa fica menor com a alta dos juros no mundo.

Além da parte de *commodities*, o Ibovespa tem um peso alto de bancos. Estes se beneficiam de juros mais altos, que aumentam suas receitas, e por terem fluxos de caixa distribuídos no tempo, não concentrados no longo prazo.

Nessa linha, os quatro países com pesos maiores no índice de mercados emergentes (China, Taiwan, Coreia e Índia) têm um peso muito grande de empresas de tecnologia em sua composição, cujo valor está mais no longo prazo.

Apesar do desempenho neste ano, o Brasil continua representando apenas 2% do valor de mercado global, fora dos Estados Unidos, bem abaixo dos 10% no final dos anos 2000.



A guerra na Ucrânia pode também favorecer alguns aspectos menos tangíveis no processo de rotação do investimento. Afinal, quanto vale investir em uma democracia ao invés de em um regime autoritário?

**Juros altos** – Em março, o *Fed*, banco central americano, finalmente iniciou o seu processo de alta de juros, aumentando a taxa de 0% para 0,25% ao ano. Um dos principais debates correntes no mercado é quanto o *Fed* terá que elevar os juros. O mercado já estima que essa taxa subirá para além de 2,5% no ano que vem, mas alguns economistas acham que o *Fed* poderia ir além.

Porém, no Brasil e em alguns outros países da América Latina, boa parte do ciclo de alta de juros já foi feito. Desde março do ano passado, nosso Banco Central subiu a SELIC de 2% para 11,75% atualmente, conforme mostra o gráfico abaixo:



O ponto importante aqui é que, enquanto nos Estados Unidos e em outras economias desenvolvidas a taxa de juros ainda está subindo, no Brasil, os juros já estão altos. Juros crescentes são normalmente associados a menos crescimento econômico à frente. Os investidores então podem preferir comprar empresas em países que já tenham feito o ajuste nos juros.

### O sinal

Ainda sobre os juros, março trouxe também uma outra novidade. O Banco Central brasileiro anunciou que o ciclo de alta de juros está terminando. Salvo um cenário externo muito adverso, os juros podem subir “apenas” mais 100bps para 12,75%. Um sinal claro que estamos próximos ao pico de juros.

Por que isso é importante? O fim do ciclo de aperto de juros pode indicar também que estamos próximos ao pico da inflação. Parte da sensação negativa que vemos na economia acontece por conta da alta do índice da miséria

(inflação + desemprego). O desemprego vem surpreendendo para baixo e uma queda da inflação pode melhorar ainda mais esse índice.

Historicamente, uma inflexão da inflação é associada a uma inflexão da bolsa. Quando aquela faz um pico, esta também tende a fazer um vale. Um dos melhores momentos para investir em bolsa é quando a inflação e os juros estão caindo.

Assumindo que a SELIC se estabilize em 12,75% ao ano, nos perguntamos até quando ela tem que se manter nesse nível. O Focus, um boletim semanal publicado pelo Banco Central com as estimativas dos economistas, indica uma inflação em 2023 de 3,80%. Uma outra forma de se pensar na queda de juros é se questionar o quanto de juro real a economia brasileira demanda ou suporta. Será que uma taxa de juros real acima de 8% já não é o suficiente? “*Is enough enough?*”

### O passado

Apesar de o conflito na Ucrânia continuar, os ativos de risco tiveram uma boa performance no mês. No lado internacional, o destaque positivo ficou com as *commodities*, com uma maior preocupação com a oferta de diferentes produtos. O petróleo subiu 10%, o cobre, 6,7% e o minério de ferro, 12%. A inflação ainda alta fez com que os juros de 10 anos nos Estados Unidos subissem para 2,3%. Apesar disso, as bolsas tiveram um retorno positivo, com a bolsa americana subindo 3% e o Ibovespa, 6%. Um outro destaque positivo foi a queda no dólar de 8% para 4,74.

### O futuro

Os sinais que observamos nos mercados favorecem o desempenho de ativos brasileiros. Estamos com o maior nível de risco no Brasil nos últimos dois anos, através de bolsa, NTNBS e até uma posição vendida no dólar. O nível de preços (*valuation* baixo da bolsa e juros altos) [historicamente favorecem um desempenho positivo](#) para esses ativos. Seguimos atentos aos sinais, mas sempre tentando ver o que as pessoas ainda não estejam vendo.

Agradecemos a confiança,

Dahlia

[contato@dahliacapital.com.br](mailto:contato@dahliacapital.com.br)

+55 11 4118-3148



**AVISO LEGAL:**

A Dahlia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Dahlia Capital") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados não caracterizam e não devem ser entendidos como recomendação de investimento, análise de valor mobiliário, material promocional, participação em qualquer estratégia de negócio, solicitação/oferta/esforço de venda ou distribuição de cotas dos fundos de investimento aqui indicados. A Dahlia Capital não realiza a distribuição de cotas dos fundos de investimento sob sua gestão e o investidor interessado deve iniciar relacionamento e/ou direcionar sua intenção de investimento junto aos distribuidores/plataformas indicados na aba "como investir". As informações e materiais aqui dispostos não constituem assessoria ou consultoria jurídica, contábil, regulatória, fiscal ou de qualquer outra natureza em relação às alternativas de investimento e/ou assuntos diversos contidos nos documentos. A Dahlia Capital não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações, nem por decisões de investimento tomadas com base nas informações aqui contempladas. Algumas das informações aqui contidas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Dahlia Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos, ou por quaisquer outros erros, omissões ou pelo uso de tais informações. As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados têm caráter meramente informativo e não consideram objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares de cada investidor, além de não conterem todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir em um fundo de investimento. Antes de investir, é recomendada ao investidor a leitura a lâmina de informações essenciais, se houver, o regulamento e os demais documentos regulatórios aplicáveis do fundo de investimento, notadamente o capítulo que trata sobre os fatores de risco a que o fundo poderá estar exposto (encontrados no site da CVM). O investidor deve sempre se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados para opinar e decidir sobre os investimentos que melhor se enquadram em seu perfil, levando em consideração sobretudo os riscos e custos/taxas aplicáveis. Fundos de investimento mencionados neste documento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Não há qualquer promessa ou garantia de performance, sendo que eventual referência de rentabilidade passada ou histórica não representa garantia de rentabilidade futura. A Dahlia Capital não se responsabiliza por decisões, atos ou omissões do investidor ou de profissionais por ele consultados e/ou contratados.

**CRÉDITOS FINAIS:**

Imagem: Shutterstock

Gráfico 1: *Bloomberg* e Dahlia Capital

Gráfico 2: *Bloomberg* e Dahlia Capital

Gráfico 3: *Bloomberg* e Dahlia Capital

