

São Paulo, 07 de março de 2023.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Prêmio de risco

Por que uma pessoa invadiria um templo sagrado, em busca de um tesouro perdido? Ou enfrentaria nazistas, populações nativas hostis ou mesmo

colecionadores gananciosos e inescrupulosos? Indiana Jones, eternizado nas telas pelo ator Harrison Ford, faria tudo isso.



Mas sempre em busca de uma recompensa.

Esta recompensa pode vir de várias formas. Pode ser um tesouro, uma relíquia que precisa ser preservada ou mesmo a vida de um amigo ou de um familiar em perigo. Mas Indiana se expõe ao risco sempre em busca de algum retorno.

Nos mercados financeiros não é diferente. Em maior ou menor grau, as pessoas sempre buscam remuneração por um risco que estão correndo.

Será que os prêmios de risco estão corretos?

Um dos principais prêmios de risco do mercado é o das ações americanas. Investir em ações implica arriscar o capital e ser o último a receber os recursos da empresa. Por outro lado, são os acionistas que mais se beneficiam quando a economia cresce ou quando um produto ou serviço oferecido pela empresa dá certo.

Uma das formas de calcular o prêmio de risco no mercado de ações é comparar o quanto uma empresa gera de lucro em relação ao seu valor de mercado, com a taxa de juros real de longo prazo. Quanto maior for essa diferença, maior é o prêmio de risco demandado pelo mercado.

O gráfico abaixo mostra esse indicador para o mercado americano. De 2013 até meados de 2022, esse número ficou razoavelmente estável, perto de 6%.



Fig.1 - Prêmio de risco do mercado de ações americano.

Ou seja, os investidores demandavam um prêmio de 6% ao ano para investir em ações, ao invés da renda fixa nos Estados Unidos. Porém, curiosamente, esse prêmio caiu para cerca de 4%. Por que houve essa queda?

O preço de uma ação depende essencialmente de três fatores distintos: 1) a taxa de crescimento que a empresa tem, 2) o risco que ela corre e 3) o retorno marginal sobre o capital investido. Empresas com maior crescimento, menor risco e maior retorno têm preços (e múltiplos) mais altos.

Se o prêmio de risco então está baixo, quer dizer que as expectativas do mercado com relação a essas três variáveis melhoraram. Será mesmo? Alguns indicadores antecedentes mostram que estamos diante de uma desaceleração da economia americana. Isso poderia levar a um crescimento mais baixo dos lucros e a retornos também inferiores. Além disso, o processo de alta de juros ainda não terminou nos Estados Unidos. Juros mais altos significam mais riscos para as empresas.

A queda desse prêmio de risco pode vir então de outros fatores, como, por exemplo, o excesso de liquidez que ainda existe no sistema, o excepcionalismo americano, uma crença de que a alta das taxas de juros possa ser temporária ou até mesmo que os mercados estejam simplesmente mal precificados. Logo saberemos.

Será que os prêmios no Brasil estão altos?

O Brasil parece passar pelo inverso do que aconteceu recentemente nos Estados Unidos. Fazendo a mesma análise para a bolsa brasileira, o prêmio de risco ainda está em um dos patamares mais altos dos últimos 15 anos.

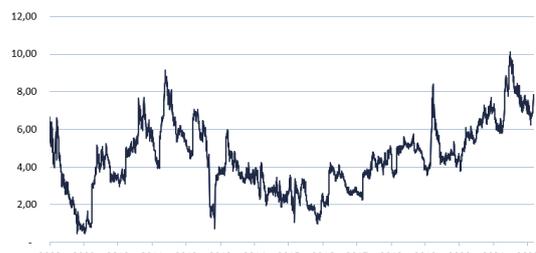


Fig.2 - Prêmio de risco do mercado de ações brasileiro.

Além das preocupações com as políticas econômicas do novo governo, uma das explicações que mais ouvimos para esse prêmio alto no Brasil é que o nível de lucro das empresas brasileiras deveria cair. Revisões negativas de lucro significam que o crescimento pode ser bem abaixo do esperado.

Isso poderia acontecer não só através de interferências diretas do governo em preços



específicos, como gasolina e juros dos bancos, mas também por conta do ciclo de preços das *commodities*.

O gráfico abaixo mostra o histórico das estimativas de lucro (em pontos) para o Ibovespa em 2022 e 2023. Nota-se que a estimativa de 2023 é 16% inferior à de 2022. Ainda que uma maior interferência política e uma atividade mais fraca reduzam as estimativas de 2023 em mais 10%, o prêmio embutido nas ações brasileiras pareceria bastante elevado.



Fig.3 - Estimativas de lucro para o Ibovespa em 2022 e 2023.

Uma outra forma de olharmos para os prêmios implícitos no Brasil é olhando o risco-país. Este é principalmente medido pelo CDS (*Credit Default Swap*), um seguro para se investir naquele determinado país em títulos denominados em dólares.

Hoje, para os títulos de 5 anos soberanos brasileiros no exterior, o prêmio de risco está em 220 pontos. De forma simplificada, o governo brasileiro paga 2,2% ao ano a mais que o governo americano para emitir sua dívida.

Aqui é importante comparar também como esse prêmio de risco está em relação a outros países emergentes. O gráfico abaixo mostra o risco Brasil em relação a uma média de países da América Latina e África do Sul. Ao contrário do prêmio de risco implícito pelas ações, o risco medido pelo CDS no Brasil parece estar relativamente baixo.

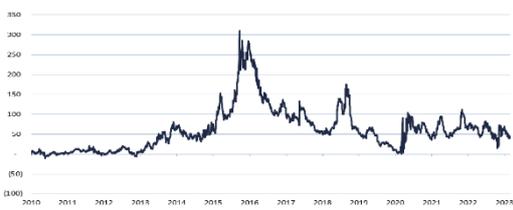


Fig.4 - Risco Brasil em relação a uma média de países da América Latina e África do Sul.

Porém esse indicador também reflete o baixo nível de endividamento em moeda estrangeira do país. De acordo com o relatório mensal de dívida do Tesouro, apenas 4% da dívida brasileira (cerca de US\$45 bilhões) estava em moeda estrangeira em janeiro deste ano.

Devemos então fazer esse exercício olhando para a taxa de juros local. A taxa de juros real de 10 anos no Brasil está em 6,4%. O gráfico abaixo mostra duas curvas. A linha vermelha compara a taxa brasileira com a americana. Desde o final do ano passado, houve um aumento desse prêmio, mas ainda abaixo de picos históricos. Por outro lado, a linha azul mostra o valor da taxa em níveis absolutos, estando cada vez mais próximos dos níveis da crise de 2016.



Fig.5 - Risco Brasil em relação a uma média de países da América Latina e África do Sul.

Os juros brasileiros nesses níveis não parecem sustentáveis. A não ser que o crescimento do PIB ou o superávit primário no país sejam razoavelmente altos, ainda sem visibilidade nesse governo, a elevação da dívida pública brasileira nesse nível de juros pode ser bastante rápida.

O futuro

O baixo prêmio de risco pode limitar uma perspectiva mais favorável para as ações americanas, principalmente em função do risco de uma desaceleração mais forte da economia.

Por aqui, o prêmio de risco da bolsa continua elevado, porém o risco de revisões negativas de lucro, por conta de indefinições políticas e também desaceleração da economia, podem fazer com que esse prêmio continue elevado.

Na renda fixa, o nível de juros não parece ser sustentável a longo prazo. Porém sua queda será facilitada se houver decisões mais austeras na questão fiscal por parte do governo. Os sinais continuam dúbios, mas poderemos ter melhores definições (de um lado ou de outro) ao longo dos próximos meses.

Em nossos fundos, mantemos níveis de risco abaixo do neutro, buscando diferentes assimetrias em ações, mercados e *commodities*.

Será que os prêmios já são altos o suficiente para que Junior investisse por aqui?

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe Dahlia

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

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 3: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 4: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 5: Bloomberg e Dahlia

