

São Paulo, 14 de janeiro de 2022.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

## 2021

O Ibovespa terminou o ano de 2021 com uma queda de 11,9%, uma das performances mais fracas entre as bolsas mundiais. Outra coisa que nos chama a atenção é que as 10 maiores quedas do índice (das 96 empresas que o compõem) explicam praticamente todo esse movimento.



As razões para esse fraco desempenho foram bem debatidas ao longo do ano: instabilidade política, alta da inflação e da taxa de juros, risco de uma deterioração fiscal maior que esperada e ainda impactos negativos da pandemia.

Os outros ativos de risco no Brasil também tiveram um desempenho negativo no ano. O dólar, por exemplo, subiu de 5,20 para 5,60. A curva de juros de 10 anos subiu de 7,2% para 10,7%. Porém, o desempenho mais fraco da economia parece ter tido um impacto maior na bolsa nos últimos meses, quando vimos um descolamento entre o Ibovespa e a curva de juros de longo prazo, conforme gráfico abaixo:



Há quem diga também que o debate das eleições para presidente em 2022 já tenha começado. Acreditamos que ainda é cedo para que o mercado comece a precificar o risco eleitoral. O debate por enquanto tem se focado nos potenciais candidatos ao Planalto. Ainda não sabemos se a Terceira Via irá se centrar em um candidato único. Ao mesmo tempo, vemos a formação de uma “geringonça brasileira”.

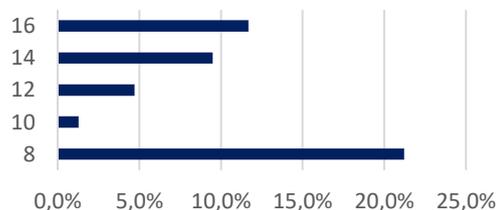
Em Portugal, após as eleições legislativas de 2015, a coligação Portugal à Frente teve a maioria dos votos, mas não conseguiu a maioria parlamentar para eleger o primeiro-ministro.

Antonio Costa, secretário-geral do Partido Socialista (PS), articulou acordos individuais com outros partidos de esquerda para formar uma coalizão. Na teoria, essa coalizão parecia fácil. Na prática, o PS era distante dos outros partidos de esquerda, tendo inclusive tomado posições diametralmente opostas a eles no passado.

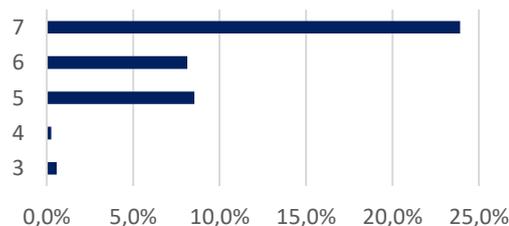
Porém, a esquerda de coalizão ganhava força na Europa, combatendo radicais, pregando a modernização do Estado e a defesa de valores humanistas. Em Portugal, a coalizão de Antonio Costa foi batizada de geringonça, por seu equilíbrio frágil, apesar de posteriormente ter sido razoavelmente bem sucedida. Será que composições improváveis podem aparecer e também ter sucesso no Brasil?

## Um bom ponto de partida?

Apesar do noticiário negativo, o ponto de partida para os ativos de risco no Brasil, ao menos historicamente, parece ser mais promissor. O índice Preço/Lucro do Ibovespa está em um dos níveis mais baixos da história em 7,0x (contra uma média histórica de 10x). Na média dos últimos 15 anos, quando esse índice fica abaixo de 8,0x, os retornos nos 12 meses seguintes são de 21%. O gráfico abaixo mostra o retorno médio do Ibovespa em 12 meses, em diferentes níveis iniciais do índice P/L:



A taxa de juros real de 10 anos no Brasil está acima de 5%. Historicamente, quando partimos acima desses níveis os retornos da bolsa são mais elevados. O gráfico abaixo mostra a média de retornos do Ibovespa em 12 meses, em diferentes níveis iniciais de taxas de juros reais, nos últimos 15 anos:



Mas, e a inflação? A alta da inflação para níveis acima de 10% foi talvez uma das maiores surpresas negativas em 2021. Porém, é possível



que estejamos perto de um pico. O nível dos reservatórios que abastecem as principais usinas hidrelétricas do país está subindo. O dólar já orbita a faixa dos R\$5,50 desde o início de 2020, de forma que a pressão inflacionária da depreciação da moeda pode se arrefecer nos próximos meses. Além disso, a inflação pode ter uma das maiores quedas dos últimos 10 anos, perto de 7%. O gráfico abaixo compara a inflação atual medido pelo IPCA com as estimativas dos economistas para os dois anos subsequentes:



## O ano do Tigre

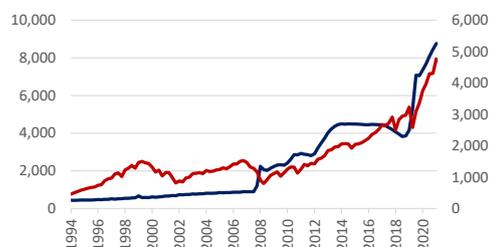
No horóscopo chinês, o ano de 2022 será o ano do Tigre. No cenário externo, poderemos ver duas situações distintas nas principais economias do mundo. Na China, após um longo processo de aperto monetário, que se iniciou em novembro de 2020, começamos a ver sinais de que o governo pode voltar a estimular a economia. Afinal, o ajuste em alguns setores já foi bastante forte. O gráfico abaixo mostra, por exemplo, a variação anual da produção de aço chinesa. Desde setembro a produção de aço vem caindo a uma taxa superior a 20% ao ano:



Os estímulos na economia chinesa podem ser particularmente positivos para os emergentes. Seja por conta do preço mais alto de commodities ou por conta de uma apreciação (ou depreciação mais moderada) da moeda.

Por outro lado, a economia americana ainda apresenta condições financeiras muito frouxas. A recente alta da inflação fez com que o Fed, Banco Central Americano, mudasse para uma postura mais rigorosa com os estímulos

monetários. Na última minuta de sua reunião, o Fed confirmou que vai zerar as compras de títulos, deve começar o ciclo de alta de juros nos próximos meses e também ventilou a possibilidade de reduzir o seu balanço até o final do ano. O gráfico abaixo mostra uma relação entre o balanço do Fed e o índice S&P500, da bolsa americana:



Porém, os movimentos do Fed são amplamente telegrafados. O mercado hoje já espera que taxa de juros suba três ou quatro vezes neste ano nos Estados Unidos. Temos aqui um bom motivo para atenção, mas talvez esse movimento do Fed já esteja ao menos parcialmente refletido nos preços dos ativos.

## O tempo

Para este ano, vemos alguns sinais diferentes à frente: o ciclo de aperto de juros nos Estados Unidos e as eleições no Brasil podem trazer mais volatilidade. Por outro lado, o ponto de partida da taxa de juros reais e do índice P/L da bolsa historicamente indicam bons retornos nos próximos 12 meses. Além disso, estímulos econômicos na China, uma atividade econômica (mais ou ainda) fraca e junto com a queda da inflação podem abrir espaço para que o Banco Central do Brasil inicie um ciclo de corte de juros ainda neste ano, que também historicamente é um bom sinal para investir em ações.

Investir não deveria ser um exercício de curto prazo. O tempo é talvez um dos principais fatores de sucesso de investidores, como Warren Buffett, [que acumulou mais de 95% de sua riqueza](#) após os 65 anos de idade. O tempo permite que a economia se reequilibre, que as forças políticas converjam para o centro e que as empresas se reinventem.

Um bom ponto de partida e o tempo. São nossos votos para 2022.

Agradecemos a confiança,

Dahlia  
[contato@dahliacapital.com.br](mailto:contato@dahliacapital.com.br)  
 +55 11 4118-3148



## AVISO LEGAL:

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 descritos. 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 aplicáveis.

As informações e materiais 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. 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e demais documentos do fundo antes de investir. 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 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, 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:

Gráficos: Bloomberg, Economatica e Dahlia Capital

