

São Paulo, 5 de julho de 2022.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Ouvindo os gringos

Uma das coisas mais interessantes do nosso trabalho é poder falar com pessoas diferentes e aprender coisas novas. Nas últimas semanas participamos de algumas conferências internacionais e discutimos nesta carta os pontos que mais geram debate no cenário macro global.

Só se falou do Bruno – recessão pela frente?

O principal ponto discutido nas reuniões e nas rodas de conversa era o risco de uma recessão global, principalmente nos Estados Unidos e na Europa. Em nossa

carta de [maio](#), falamos mais sobre o risco de uma desaceleração maior na economia americana.



Para um economista com quem conversamos, a probabilidade de a economia americana entrar em uma recessão nos próximos 18 meses é de 50%, um grande choque, dada a resiliência da economia nos últimos trimestres. Uma questão que está sendo acompanhada de perto é o emprego, já que o mercado de trabalho continua bastante apertado, com mais vagas ofertadas do que pessoas procurando trabalho.

O Índice de confiança da universidade de Michigan é visto como um indicador antecedente do emprego. Historicamente, quando esse índice cai, o desemprego aumenta. O gráfico abaixo mostra a evolução desses dois indicadores desde 2000 (índice de confiança invertido):

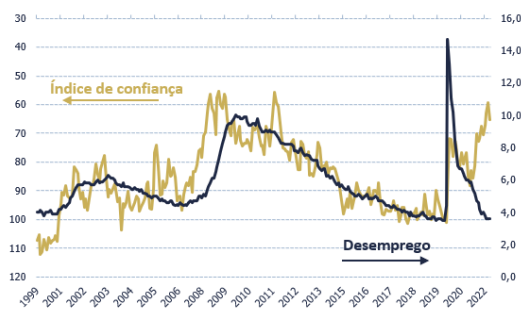


Fig.1 - Índice de confiança x Desemprego

Com taxas de juros mais altas, um impulso fiscal menor (menos gastos do governo) e desemprego

subindo, como mostra o índice de confiança acima, parece ser difícil de se evitar uma desaceleração na economia americana.

Na Europa, o risco de uma recessão também é real. Além dos impactos negativos das altas taxas de juros, a redução do fornecimento de gás e petróleo da Rússia pode levar a racionamento de energia no inverno europeu. A parada para manutenção do gasoduto Nordstream no final de julho aumenta ainda mais essa incerteza. No verão, os estoques de gás têm que ser reabastecidos. Uma menor oferta de gás russo agora pode fazer falta no final do ano.

O que mais importa: atividade ou inflação?

Ao longo de junho, o mercado parece ter virado uma chave importante. A preocupação principal dos agentes passou a ser a recessão, ao invés da inflação. Mesmo com dados de inflação em linha ou até um pouco mais altos que o esperado, as taxas de juro de longo prazo caíram.

O gráfico abaixo mostra a queda dos juros de 5 anos e da inflação implícita ao longo dos últimos meses nos Estados Unidos (média esperada para os próximos 5 anos). Inflação implícita é a diferença entre o juro nominal e o juro real na precificação de títulos do governo, e indica a expectativa do mercado para a inflação.



Fig.2 - Juros x Inflação

A alta inflação continua sendo o grande vilão no curto prazo. Porém, a recente queda da inflação futura indica que cada vez mais o risco de uma recessão global possa contaminar mais os preços de mercado.

As estimativas de lucro estão muito altas

O preço de uma ação ou de um índice de ações é, de forma simplificada, função da multiplicação entre o índice Preço/Lucro (P/L) e a estimativa de lucros. Se as curvas de juros se estabilizarem por aí, o índice P/L do S&P500 (índice da bolsa americana) pode se estabilizar em torno de 16x, parecido com sua média histórica.

Porém, uma eventual recessão pode ainda ter um impacto negativo nas estimativas de lucro. O crescimento de lucro é historicamente o principal



fator determinante para o desempenho de longo prazo de uma ação. No caso do S&P500, os lucros estão intrinsecamente ligados ao ciclo econômico.

O gráfico abaixo mostra uma relação entre as estimativas de crescimento de lucro do S&P500 e uma estimativa de crescimento de PIB feita pelo Banco Central de Atlanta, chamada GDP Now:



Fig.3 - Lucro x Crescimento

Este índice é atualizado sempre que há a divulgação de um dado econômico importante nos Estados Unidos. Em sua última atualização, o GDP Now estimou uma queda de 2,1% (ponto amarelo) para a economia americana no segundo trimestre do ano.

Há uma grande volatilidade nesse indicador. Porém, se essa desaceleração estiver correta, poderemos sim ver revisões negativas para as estimativas de lucro do S&P500.

Quais os próximos passos na China?

O crescimento da economia chinesa continua desapontando neste ano. Em nossas discussões, alguns desafios cíclicos ainda preocupam: 1) política de Covid zero – ainda pode ser prematuro assumir que a China vai continuar no movimento de reabertura. Este é um risco que deveria perdurar até que a maior parte da população esteja devidamente vacinada; 2) as margens das pequenas e médias empresas (PMEs) podem continuar a se contrair, por conta da diferença entre a alta inflação dos produtores (IPP) e a inflação dos consumidores (IPC). Essa margem mais baixa pode comprometer a saúde financeira das PMEs, que empregam cerca de 70% dos trabalhadores chineses; 3) os preços ainda baixos do mercado imobiliário podem ter um impacto negativo em confiança. Uma das principais formas de poupança dos chineses é em imóveis. Uma confiança mais baixa pode ter um impacto negativo em consumo.

Ainda existem também alguns desafios estruturais: 1) demografia – a população da China deveria chegar em um pico nesta década. Crescimento populacional negativo é um peso contra o crescimento econômico; 2) aumento da

ideologia – um dos marcos do governo de Xi Jinping é o aumento da influência do governo na economia, através de maiores regulamentações e expansão das empresas estatais; 3) geopolítico – o aumento da tensão global pode fazer com que empresas e países prefiram ter sua cadeia de suprimentos mais próxima de seus mercados ou ao menos mais diversificada. A China teve uma grande vantagem na globalização, que pode ser reduzida nas próximas décadas.

Ainda acreditamos que os desafios para a economia chinesa são grandes. Porém, começamos a observar alguns dados que sugerem que o pior, ao menos do lado do ciclo econômico, pode já ter passado. O gráfico abaixo mostra um de nossos modelos para o índice PMI chinês, um indicador antecedente de atividade econômica. Por mais que ainda não esteja acima de 50 (expansionista), o pior parece ter ficado para trás.

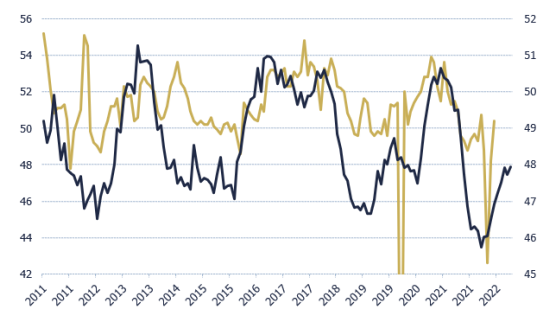


Fig.4 - Índice PMI

E o Brasil?

Sobre o Brasil, continuamos a ouvir falar sobre as preocupações com aumento de gastos do governo, mas que elas podem passar depois do ciclo eleitoral. Apesar de a inflação continuar em alta, o nosso Banco Central foi muito mais agressivo em subir juros. Resta saber se a inflação consegue de fato cair com o desemprego também caindo.

Por outro lado, parece haver quase um consenso que os ativos brasileiros estão baratos. Seja a bolsa (5,5x P/L), os juros (juro real de 6,1%) ou a moeda (5,25), os preços parem atrativos.

Porém, o risco de uma desaceleração mais forte da economia global deve manter a volatilidade alta nos mercados. Permanecemos, portanto, com os níveis de riscos dos nossos fundos próximos ao neutro.

Agradecemos 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 Capital

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia Capital

Gráfico 3: Atlanta Fed, Bloomberg e Dahlia Capital

Gráfico 4: Bloomberg e Dahlia Capital

