

São Paulo, 06 de julho de 2023.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

## A Ilha Perdida

O mercado brasileiro está em recuperação cíclica? Essa é uma pergunta frequente nas últimas semanas. Afinal, nos primeiros seis meses do ano, os principais ativos de risco brasileiros (real, renda fixa e Ibovespa) tiveram um dos melhores desempenhos semestrais dos últimos tempos.

Mas o que significa recuperação cíclica? Fatores cíclicos estão associados às flutuações econômicas de curto a médio prazo que



ocorrem em resposta aos ciclos de negócios. Eles são chamados de "cíclicos" porque tendem a seguir um padrão previsível ao longo do tempo, geralmente em linha com as fases de expansão e recessão do ciclo econômico.

Em nossa carta de [outubro de 2019](#), exploramos a ideia de que o Brasil é uma Ilha do Tesouro. O livro de Robert Louis Stevenson de 1883 narra a saga do jovem pirata Jim Hawkins, em busca do tesouro perdido do lendário Capitão Flint.

Na ocasião, nos referíamos aos diversos tesouros escondidos no Brasil, como o potencial da reforma da previdência e de outras reformas liberais, além do benefício claro da queda das taxas de juros. Ainda pensamos da mesma forma.

Porém, os preços baixos dos ativos brasileiros ainda sugerem que uma parte dos tesouros segue à vista das pessoas, assim como o ouro de aluvião. Nesta carta, exploraremos alguns dos tesouros que são mais bem percebidos e mais relacionados ao movimento cíclico do mercado. Sim, estamos em uma recuperação cíclica, que pode, dependendo dos desenvolvimentos nos próximos anos, se tornar uma recuperação mais estrutural. A busca pelos tesouros continua.

## As pistas fáceis

Em nossas últimas cartas, viemos reforçando alguns aspectos cíclicos importantes, que podem influenciar positivamente os mercados, como a queda da inflação e dos juros, o *valuation* atrativo da bolsa e um posicionamento ainda bastante favorável, por parte dos investidores.

## Qual nível de inflação é boa para os mercados?

Após quase um ano de altas sucessivas, as expectativas de inflação começaram a ceder nas últimas semanas. E não devem parar de cair. O IPCA neste ano, que chegou a ser estimado em quase 6%, deve fechar o ano abaixo de 5%, convergir para menos de 4% em 2024 e seguir uma trajetória de queda.

Esta projeção, que parece simples, carrega uma mensagem poderosa. Desde 2000, em todos os anos em que a inflação, medida pelo IPCA, ficou abaixo de 4,5%, o Ibovespa subiu. Foram 6 anos nos quais a bolsa subiu em média 38%. No último período, entre 2017 e 2019, a bolsa subiu mais de 90%.

O gráfico abaixo mostra a relação entre o retorno da bolsa (eixo vertical) e a inflação (horizontal). Se os economistas estiverem certos, pode ser um ambiente bastante favorável à renda variável.

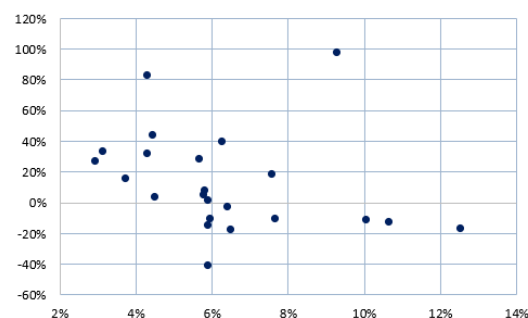


Fig.1 - Retorno Ibovespa x Inflação

## Mas as taxas de juros não caíram demais?

Em algumas discussões, investidores levantam essa possibilidade: mas as taxas de juros já não caíram demais? Aqui, temos que fazer algumas distinções. No mercado existem diferentes taxas de juros, principalmente as taxas de juros futuras e a taxa determinada pelo Banco Central (SELIC).

A SELIC, que atualmente está em 13,75% ao ano, é a taxa que remunera o depósito dos bancos. Já os juros futuros são negociados no mercado e variam diariamente. Têm prazos diferentes e podem ser nominais (incluindo a inflação) ou reais (excluindo a inflação).

Quando olhamos a curva de juros futura de 10 anos, por exemplo, de fato houve uma queda acentuada nos últimos quatro meses de quase 14% para 10,6% atualmente. Porém, boa parte dessa queda foi por conta de uma expectativa de inflação mais baixa. O gráfico abaixo mostra o que aconteceu com a taxa de juros real de 10 anos, que está um pouco acima de 5%, caindo 120bps desde fevereiro.





Fig.2 - Juro Real de 10 anos

No Brasil, tem se debatido muito qual a taxa de juros real neutra, que é a taxa na qual a economia opera em seu potencial máximo, sem pressões inflacionárias. Essa taxa no longo prazo não é simples de se determinar, mas alguns economistas sugerem um nível entre 4,0% e 4,5%.

Há que se considerar também o que acontece em outros mercados. Nos Estados Unidos, a taxa real está em 1,6%, um dos níveis mais altos dos últimos 5 anos. Um movimento para cima ou para baixo, poderia impactar também a taxa no Brasil. Com a queda da inflação global, poderemos ver taxas ainda mais baixas.

### Após a alta, as ações ainda estão baratas?

Os preços das ações no Brasil ainda são atrativos. Uma das métricas utilizadas no mercado é o índice Preço/Lucro das empresas. Para o Ibovespa, esse indicador está em 8x atualmente, contra uma média histórica de 10,4x.

Mesmo quando olhamos para esse mesmo indicador das empresas *Small Caps* na bolsa, vemos um desconto parecido (9,6x atual vs média de 12,3x). O gráfico abaixo mostra uma média histórica desses dois índices combinados.

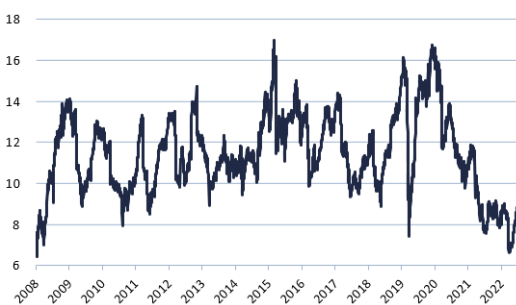


Fig.3 - Small Caps e Ibovespa combinados

### Os investidores já compraram bolsa?

Apesar da alta recente, os investidores parecem pouco posicionados na bolsa. Nossos estudos sugerem que a alocação em bolsa é muito sensível à taxa de juros, particularmente a SELIC. É apenas

quando a SELIC começa a cair que a alocação em renda variável começa a subir.

Uma outra forma de olhar esse posicionamento é comparar o valor de mercado atual da bolsa brasileira (cerca de R\$4 trilhões) com a base monetária nacional (M4 de R\$11,5 trilhões), que inclui todos os depósitos bancários e ativos financeiros. Esse indicador está em um dos menores níveis da história, muito parecido com as mínimas de 2016 e da COVID em 2020.



Fig.4 - Market Cap Ibovespa x M4

### O passado

Em junho, mesmo com a alta das taxas de juros nos Estados Unidos, os ativos de risco tiveram um desempenho positivo, principalmente no Brasil. O Ibovespa subiu 9%, acumulando três meses consecutivos de alta, o que não acontece desde 2019. O excessivo prêmio de risco nos preços dos ativos e a confirmação de políticas econômicas mais ortodoxas por parte do governo, contribuíram para esse desempenho.

Na China, apesar de o sentimento na economia continuar fraco, alguns sinais de estímulos do governo, como corte de juros e aumentos de investimento em infraestrutura, fizeram com que os preços das *commodities* subissem no mês.

### O futuro

Continuamos com um nível de risco mais alto nos nossos fundos, com posições mais otimistas principalmente nos ativos brasileiros, particularmente na bolsa. Mantemos nossos portfólios balanceados, com posições em ações, moedas e *commodities* e com proteções, principalmente contra uma desaceleração mais acentuada da economia americana.

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe 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

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 3: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 4: Bloomberg e Dahlia

