

São Paulo, 07 de maio de 2024.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Novos aires

“Mais *alguna cosa*, senhor?” Não é apenas anedótico, já que as estatísticas oficiais mostram um aumento de estrangeiros no mercado formal no Brasil. Conseguimos percebê-los trabalhando, por exemplo, em lojas e restaurantes nos bairros de São Paulo, coisa rara alguns anos atrás.

Os dados ainda mostram que essa população estrangeira no Brasil é pequena. A maior parte dela ainda vem da América Latina, apesar da barreira de linguagem e de uma opção mais tentadora da migração ao norte.



Talvez devêssemos nos acostumar mais com isso. O Brasil, um país construído por imigrantes, já está chegando perto do pico de sua população, principalmente após o IBGE “sumir” com quase 12 milhões de pessoas após o Censo de 2022 (o Censo contou 203 milhões de brasileiros ante a uma expectativa de 215 milhões).

Crescimento vs Inflação

No final de abril, os economistas do Bank of America Merrill Lynch (BofA) revisaram suas estimativas macro econômicas para o Brasil. Para 2024, esperam que o PIB cresça 2,7% (2,2% antes) e a taxa SELIC caia apenas para 10,25% (apenas mais x cortes de 25bps).

O Brasil tem consistentemente crescido mais que o inicialmente esperado nos últimos 3 anos (desde a pandemia). Na verdade, o erro acumulado das projeções de crescimento no começo de cada um dos anos para o final do ano é de 6,7%, maior até que a variação observada na pandemia. Os economistas de mercado, pesquisados pelo Banco Central, já subestimaram um impacto equivalente a uma pandemia no PIB brasileiro nos últimos 4 anos!

A narrativa que os economistas do BofA, que estão bem acima do consenso, querem transmitir é que a economia brasileira vai bem e que seu crescimento potencial é mais alto do que no período pré-pandemia. A contrapartida disso é que podemos ter, dependendo do cenário

externo, uma taxa de juros mais alta por um tempo.

Mas afinal para bolsa, o que mais importa? Mais crescimento ou mais juros?

A nossa resposta rápida para isso seria: mais crescimento mais do que compensa os juros mais altos. Porém, há que termos um pouco mais de cautela. Quando olhamos os números, a resposta deveria ser um mais ponderado “depende”.

Depende do horizonte de tempo do investidor. Para o investidor de curto prazo, o movimento dos juros tem um impacto maior que a variação do lucro. Afinal, de um dia para outro, as estimativas de lucro de um índice amplo de ações não oscilam muito.

Investidores fazendo seleção de ações para o curto prazo tem sim que se preocupar com as estimativas de lucro, que podem mudar bruscamente, após um resultado, uma mudança de regulamentação ou uma aquisição, por exemplo.

Analisando as estimativas históricas de lucro e os juros futuros de 10 anos, elaboramos o gráfico abaixo do índice IBX100 (100 maiores ações da bolsa brasileira) através de uma regressão:

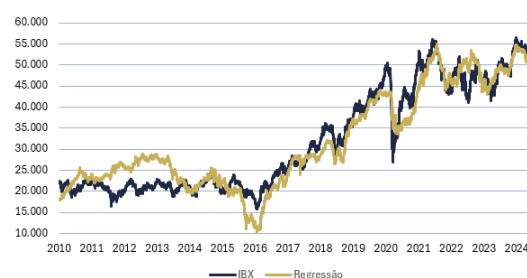


Fig.1 - IBX-100 x Regressão

A linha azul mostra o valor real do IBX100 e a linha vermelha mostra a regressão. O valor de uma ação, ou de um índice, essencialmente reflete esses dois fatores (lucros e juros).

De acordo com a regressão, o impacto de uma oscilação de 1% no lucro tem um impacto de 0,75% no IBX100 atualmente, ao passo que 1% de variação nos juros teria um impacto de 0,55%.

Além disso, a variação do lucro começa a ter mais relevância que a variação dos juros a partir de nove meses. Para investidores de médio prazo, estimar o lucro das empresas é tão importante quanto estimar o que vai acontecer com os juros.

E no longo prazo? Em períodos longos de tempo, os preços das ações perseguem os lucros das empresas. Para investir no longo prazo, entre



saber qual vai ser o lucro ou onde os juros estarão, é melhor nos esforçarmos no lucro.

Dia da Marmota?

Como escrevemos acima, o crescimento do PIB brasileiro vem surpreendendo para cima nos últimos anos. Para 2024, o processo de revisão das estimativas de crescimento deve continuar nos próximos meses, conforme mostra o gráfico abaixo:

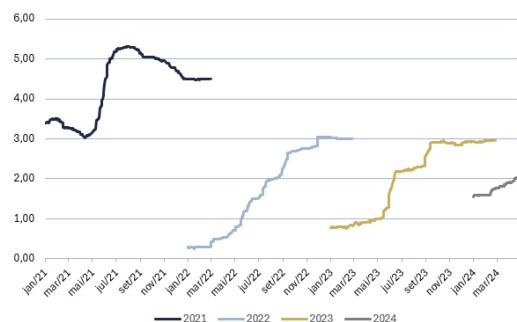


Fig.2 - Estimativas do PIB brasileiro.

Mais crescimento econômico deveria ter um impacto positivo no lucro das empresas. As estimativas de lucro do IBX100 têm sido estáveis recentemente. Ainda não conseguimos ter uma boa ideia dos resultados das empresas no 1º trimestre do ano (as empresas reportam resultado até o meio de maio), mas as indicações iniciais são positivas.

O gráfico abaixo mostra as estimativas de lucro do IBX100 desde 2000. Ainda parece que há pouco desse crescimento mais alto refletido.



Fig.3 - Estimativas de lucro do IBX-100 ao longo dos anos.

O crescimento também impacta diretamente as pessoas. Felizmente, a taxa de desemprego no Brasil está baixa e segue surpreendendo para baixo. O gráfico abaixo mostra a taxa acumulada de erro das estimativas de desemprego ao longo dos últimos anos. Em pouco mais de três anos, a taxa de desemprego foi 4% abaixo do esperado!



Fig.4 - Taxa acumulada de erro das estimativas de desemprego

Mas cuidado! No Brasil, parece ser errado soar otimista. Um dado bom sempre vem acompanhando de uma contraposição negativa. A taxa de desemprego muito baixa pode virar um gargalo e o Brasil não vai crescer tanto assim e a inflação vai subir (contém ironia).

Pode ser. Sim, é um dos vários cenários que trabalhamos. Algumas empresas começam a nos sugerir preocupação com mão de obra alguns anos adiante. Será que teremos que atrair mais imigrantes para suprir essa necessidade? Ao norte do continente Americano, temos um exemplo de um país que consegue, com a ajuda da imigração, combinar crescimento econômico forte e baixas taxas de desemprego.

O futuro

Os mercados seguem na esteira dos dados econômicos nos Estados Unidos e seus impactos na taxa de juros. Ainda vemos uma economia forte, mas que mostra sinais de desaceleração. Os cenários ainda são difíceis de serem estimados com exatidão, mas nos parece que o mercado moveu muito rápido para um cenário de quase não cortes de juros e talvez até de uma alta. Se esse cenário se reverter, podemos ter uma recuperação mais forte nos próximos meses.

No Brasil, apesar da volatilidade dos preços dos ativos, a economia tem sido melhor do que o esperado. Os dados de inflação indicam uma desaceleração nos próximos meses, sugerindo que a taxa de juro real é muito alta. O cenário externo permitindo, vemos a possibilidade de a SELIC cair para baixo de 10% no final do ano como ainda sendo factível.

Seguimos com uma posição balanceada, mas com um nível de riscos acima do que consideramos neutro, por conta do nível de preços dos ativos.

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: Dall-e

Gráfico 1: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 2: Banco Central e Dahlia

Gráfico 1: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 1: Bloomberg, IBGE e Dahlia

