

São Paulo, 05 de setembro de 2024.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Sobre juros e lucros

Sara Delfim, uma de nossas sócias fundadoras e membro da nossa equipe de gestão, em um evento recente lançou o que parecia uma charada: “No último ano, o Ibovespa subiu mais de 15%, sendo o melhor ativo no Brasil, e mesmo assim, hoje está mais barato que um ano atrás.”



Como isso é possível? Há várias formas de determinamos se o preço de um produto, um bem ou uma ação está caro ou barato. Para um produto, comparamos com outros itens similares, pensamos na utilidade dele em nossas vidas. Para um imóvel, calculamos o preço por m² em imóveis ou regiões próximas.

Para uma ação, fazemos coisas similares. Podemos olhar para o valor de seus ativos, o valor calculado por seu fluxo de caixa ou até mesmo olhar para seus múltiplos. Na maioria dos casos, os analistas olham para o valor do múltiplo Preço/Lucro. Se uma ação sobe 15% em um ano, como ela pode ficar mais barata?

A resposta da charada da Sara é simples. Ela estava olhando o índice Preço/Lucro do Ibovespa, que caiu de 7,9x um ano atrás para 7,7x atualmente. Por essa métrica, apesar da alta da bolsa, os múltiplos de fato estão mais baratos. Afinal, as expectativas de lucro podem ser revisadas para cima e as empresas normalmente crescem com o tempo.

Subir ou não subir

Uma das principais discussões do mercado atualmente (ok, quase sempre essa é uma das principais discussões do mercado) é se o Banco Central Brasileiro (BCB) deveria ou não subir os juros na próxima reunião do Copom no dia

18/set. Há também uma preocupação sobre qual seria o impacto disso na bolsa brasileira.

Aqui, vale a pena refletirmos sobre alguns aspectos diferentes:

Em primeiro lugar, não há uma relação clara entre o aumento da taxa SELIC pelo BCB e um impacto negativo imediato no mercado de ações. Na tabela abaixo, listamos as 10 situações anteriores (desde 2000) que o BCB subiu juros, após mantê-los estáveis por um tempo e o que aconteceu com o Ibovespa na semana e nos 30 dias subsequentes:

Data	SELIC	Alta	7D	30D
21-Mar-01	15.25	0.50	-1.5%	-7.8%
14-Oct-02	18.00	3.00	8.0%	15.5%
20-Nov-02	21.00	1.00	1.4%	13.9%
15-Sep-04	16.00	0.25	1.8%	4.6%
16-Apr-08	11.25	0.50	1.2%	13.4%
28-Apr-10	8.75	0.75	-2.6%	-7.1%
19-Jan-11	10.75	0.50	-1.9%	-2.8%
17-Apr-13	7.25	0.25	4.0%	4.3%
29-Oct-14	11.00	0.25	5.2%	7.2%
17-Mar-21	2.00	0.75	-3.8%	3.9%
3-Sep-24	10.50			

Em segundo lugar, um dos motivos alegados pelos economistas para a alta da SELIC é que a economia está mais forte que o esperado, com a taxa de desemprego muito baixa. A preocupação é que essa combinação pode levar a um aumento da taxa de inflação. Por outro lado, para as ações, o crescimento econômico não é um evento necessariamente negativo. Pelo contrário. O gráfico abaixo mostra a relação entre as estimativas de receita do índice Ibovespa comparado com o crescimento histórico do PIB no Brasil. É impressionante a correlação!

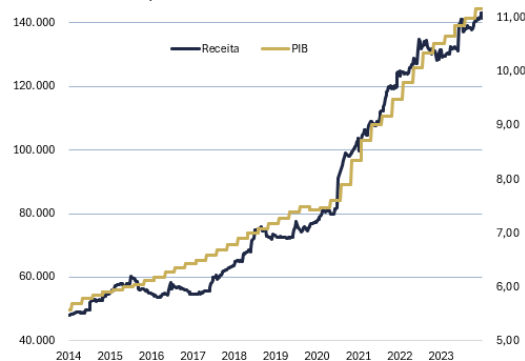


Fig.1 - Estimativas de Receita do Ibovespa x PIB Brasil.



O ponto aqui é que as taxas de juros mais altas podem ter impactos negativos no mercado, mas parte disso pode ser compensada pela atividade mais forte, refletindo em lucros mais altos.

Na discussão da Sara, uma das coisas que têm chamado a nossa atenção é como as estimativas de lucro, principalmente para 2025, têm sido revisadas para cima. O gráfico abaixo mostra um histórico de estimativas de lucro para o Ibovespa em 2024 e 2025.

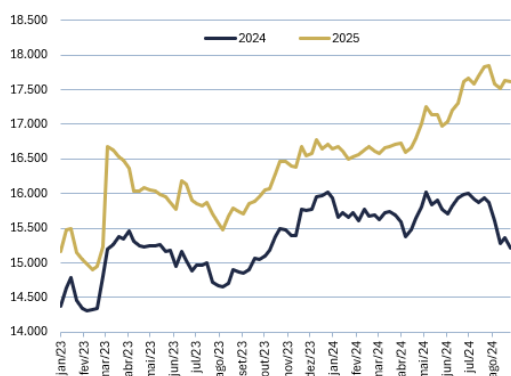


Fig.2 - Estimativas de Lucro do Ibovespa: 2024 x 2025.

Um último ponto. É bem provável, baseado nas expectativas de mercado, que o Fed (banco central americano) comece a cortar juros horas antes da decisão do BCB no dia 18/set. Aqui, o principal debate é sobre o tamanho do corte (25 ou 50bps) e qual a sinalização sobre a trajetória da política monetária.

Nas próximas semanas, dados de atividade econômica nos Estados Unidos devem determinar o tamanho do corte e o ritmo futuro. O gráfico abaixo mostra uma desaceleração no número de novas vagas de trabalho, mas ainda não podemos afirmar com certeza se é o suficiente para o Fed cortar 50bps.

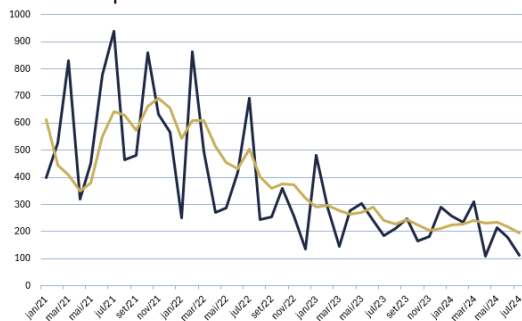


Fig.3 - Número de vagas de trabalho nos Estados Unidos.

Em suma, o mercado espera hoje um aumento entre 0,25% a 0,50% na próxima reunião do COPOM. Ainda não sabemos ao certo qual o

impacto disso para as ações. Porém, se as expectativas sobre o combate à inflação e sobre a questão fiscal se ancorarem, poderemos ter um impacto positivo no mercado de ações.

O passado

Em agosto, os principais ativos de risco no mundo tiveram um desempenho positivo, apesar da alta volatilidade no mês. O anúncio do aumento da taxa de juros no Japão provocou uma reversão do carry trade global (posições que se beneficiam de diferenciais de juros entre países), gerando uma grande redução de risco. Porém, dados mais favoráveis corroboraram a narrativa de que a economia americana fará um pouso suave, com uma baixa pressão inflacionária, o que deve permitir que o Fed corte juros em setembro.

O futuro

Como falamos, as principais discussões do mercado têm orbitado em torno das decisões de política monetária nos Estados Unidos e no Brasil.

No Dahlia Total Return, elevamos o nível de risco do fundo, principalmente reduzindo algumas das posições compradas em dólar, por conta do nível de preços. O principal componente de risco continua sendo ações no Brasil, pois ainda enxergamos uma assimetria de valuation, com taxas de retorno na média em IPCA + 12%, e uma alocação muito baixa pelo mercado. Mantemos posições em ações nos EUA, principalmente no setor financeiro e de tecnologia, após uma redução em meses anteriores.

No Dahlia Global Allocation, reduzimos nossa posição comprada em dólar contra moedas de países emergentes, dado o nível de agosto. Mantemos posições em ações nos EUA, principalmente no setor financeiro e de tecnologia, após uma redução em junho/julho.

No Dahlia Ações, as alterações foram mais intra-setoriais. Entre os setores, as principais mudanças foram reduzir a exposição em setores cíclicos e aumentar a exposição ao setor de energia elétrica.

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

Tabela: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 1: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 3: Bloomberg e Dahlia

