

São Paulo, 01 de março de 2019.

Caros cotistas, investidores e parceiros,

A Grande Moderação Brasileira (GMB)

No mês de fevereiro, o fundo Dahlia Total Return FIC FIM teve um retorno de 0,11%, comparado com 0,59% de seu benchmark (IPCA+IMA-B). Desde o início em maio/18, o retorno acumulado foi de 24,7%, equivalente a 519% do CDI e a 101% do Ibovespa (líquido de taxas), mas com um risco 50% inferior.



Em fevereiro, tivemos uma acomodação dos ativos de risco, após o forte movimento de alta em janeiro. Acreditamos que os mercados continuaram influenciados pela decisão do Banco Central Americano (*Fed*) sobre não aumentar os juros e rever a sua política de normalização de balanço, além de um aparente avanço na disputa comercial entre Estados Unidos e China. No Brasil, o encaminhamento da reforma da previdência ao Congresso foi o principal evento, muito embora já tivesse sido antecipado pelo mercado.

Ao longo dos últimos anos, temos cultivado uma visão divergente sobre a recuperação da economia brasileira. Nossa tese é que estamos diante de uma grande moderação da economia e, muito provavelmente, veremos taxas de crescimento mais baixas que o esperado nos próximos anos.

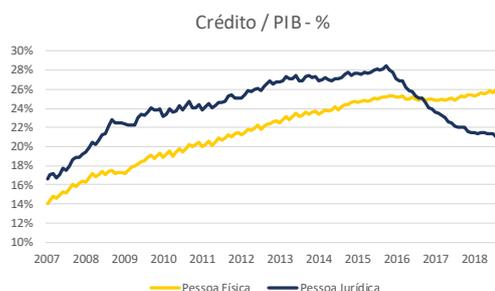
A GMB poderá trazer três impactos muito importantes: 1) a economia crescerá abaixo do esperado, 2) o real permanecerá mais depreciado que o esperado e 3) os juros ficarão mais baixos por mais tempo.

É muito importante dizer que isto não muda a nossa visão sobre bolsa. Pelo contrário, acreditamos que este cenário é favorável ao mercado de ações no Brasil.

Uma recessão de balanço e não cíclica

Segundo os economistas, existem diferentes tipos de recessão. A mais clássica delas (e mais comum historicamente no Brasil) é a recessão cíclica. Depois de um forte crescimento econômico (acima da tendência de longo prazo), a inflação acelera e o déficit em conta corrente aumenta (mais necessidade de atrair dólares para a economia). Sob um regime ortodoxo, isto faz com que o banco central aumente juros e o governo aperte a política fiscal, levando a uma desaceleração. A reversão dessas políticas faz com que a recuperação seja também muito intensa.

Suspeitamos que o caso atual do Brasil seja um pouco diferente. Uma recessão de balanço ocorre quando o endividamento de empresas e indivíduos sobe demais e eles passam a focar em pagar ou rolar a dívida, ao invés de investir ou consumir. Isso torna a recuperação da economia moderada, porém longa e duradoura. Ao longo dos últimos anos, vimos um processo de desalavancagem das empresas, mas as pessoas físicas, em termos percentuais do PIB, aumentaram o seu endividamento.



Este tipo de recessão é bastante similar ao que aconteceu com os EUA, após a crise financeira de 2008. De 2010 até 2016, conforme o gráfico abaixo, as expectativas de crescimento do PIB americano foram revisadas sistematicamente para baixo. Na média, os economistas esperavam um crescimento anual próximo a 3%, enquanto o efetivo foi na média de 2,1%.

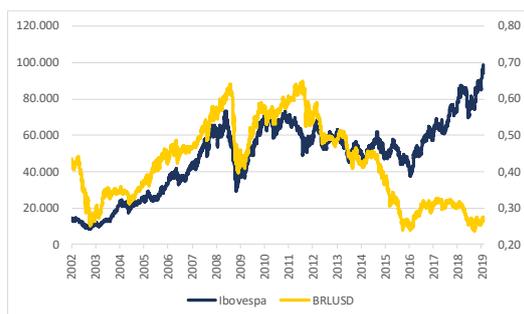




Inflação e juros para baixo e... real mais fraco!

Como falamos, nesse cenário de crescimento mais gradual há uma pressão muito menor na inflação (a capacidade ociosa demora mais para ser preenchida). Isso deve fazer com que, no médio prazo, as taxas de juros continuem baixas por mais tempo.

Uma outra consequência é que podemos ver o real mais depreciado que as pessoas imaginam. Historicamente, a bolsa e o real eram positivamente correlacionados. Quando a bolsa subia, o real subia (apreciava). Contudo, o gráfico abaixo mostra que desde 2015-16 essa relação se interrompeu. Isso coincidiu com o final da “nova matriz econômica”, fim do juro subsidiado e o implemento da TLP. A distorção do BNDES fazia com que o CDI tivesse que ser mais alto do que o necessário, para compensar o juro subsidiado. Com o final do modelo, o CDI de equilíbrio passou a ser mais baixo, reduzindo o “carry trade” (estrangeiros alocando dinheiro no Brasil para receber o diferencial de juros).



Mas este é um cenário ruim pra bolsa?

Estudando os períodos pós-recessão nos EUA, não notamos uma clara correlação entre a intensidade do crescimento do PIB e a valorização na bolsa. Na realidade, os anos após 2008/09 tiveram o crescimento

médio mais baixo para um período pós-crise, Acreditamos que o mesmo possa acontecer no Brasil. Em nossa visão, para as empresas lista das em bolsa e/ou com acesso ao mercado de capitais, uma recuperação lenta e gradual não é ruim. Elas já são líderes de mercado, mais competitivas e com mais acesso a crédito. O baixo nível de investimento inibe um aumento forte de competição, garantindo por mais tempo os seus diferenciais competitivos.

E o futuro?

Na nossa carta de agosto, argumentamos que as empresas listadas na bolsa estavam gerando um nível de caixa alto. Uma das consequências disso é que as empresas pagariam mais dividendos e fariam mais recompras de ações. Pois bem. O Itaú anunciou um pagamento de dividendos e juros de capital próprio de R\$22,4 bilhões, referentes ao exercício de 2018, equivalente a 6,9% do valor de mercado atual da empresa. Os dividendos da maior empresa do Ibovespa estão acima do CDI. Acreditamos ser este um sinal de que a bolsa continua barata.

A GMB descrita nesta carta é positiva para setores que são mais sensíveis a juros (energia elétrica, concessões e shoppings centers), que são alavancados, que se beneficiam de uma inflação mais baixa (telecom) e também de um real mais depreciado (exportadores). Estamos evitando (e, em casos específicos, vendendo) ações de empresas que estejam em setores de pendentes de uma recuperação mais rápida da economia, renda ou emprego.

Obrigado pela confiança,

Dahlia Capital
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:

Fotos: Unsplash

Gráficos: Bloomberg, Banco Central do Brasil e Dahlia Capital

