

São Paulo, 04 de novembro de 2021.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

O custo que não vemos

A inflação está em alta. Seja nos R\$7 por litro de gasolina, nas etiquetas de segurança nas carnes dos supermercados ou nos preços dos outros alimentos, sentimos seu impacto em nossos bolsos no dia a dia.

A maior parte dos fatores que tem levado a uma inflação mais alta no Brasil tem impactado também outros países. Rupturas em cadeias de suprimento, preços mais altos de petróleo e outras *commodities* e um dólar mais forte são sempre apontados como os principais fatores para a alta dos preços.



Uma inflação persistentemente alta precisa ser combatida. Afinal, ela reduz o poder de compra das pessoas. Países com inflação mais alta tendem a ficar mais pobres ao longo do tempo.

Há contudo um outro custo que não vemos refletidos nos preços dos produtos que consumimos. O consumo de um litro de gasolina, por exemplo, emite 2,5 quilos de gases de efeito estufa (GHG) na atmosfera. A carne bovina é a proteína que mais emite GHGs, com estimados 60 quilos de GHGs por quilo de carne.

Quem paga essa conta? Em valores de mercado, isso corresponderia a cerca de R\$1 por litro adicional na gasolina e R\$25 no quilo da carne.

O custo social do carbono

A COP26, reunião sobre mudanças climáticas organizada pela ONU, acontece até 12 de novembro. Há uma alta expectativa sobre os resultados e compromissos vindos da conferência. Porém, há também um ceticismo sobre a viabilidade e o cumprimento das metas.

Segundo a Resultante, consultoria especializada em ESG, os principais pontos que serão debatidos nesta COP são: 1) o financiamento das iniciativas de redução de emissões de GHG, 2) a regulamentação do mercado global de carbono, 3) a criação de marcos temporais comuns entre os países para as metas de redução de emissões e 4) mecanismos de compensação entre países desenvolvidos e emergentes.

Em torno da COP26, a discussão sobre diferentes aspectos das mudanças climáticas continua em alta. O grupo de estudos *Resources for the Future* em [sua última publicação](#) discutiu o custo social do carbono. Este custo representa o valor atual de todo o dano futuro causado pela emissão de uma tonelada de dióxido de carbono na atmosfera. Um custo mais alto demandaria regulamentações mais rigorosas das emissões.

Este é um cálculo complexo. Além de todas as incertezas sobre o crescimento econômico e populacional, o dióxido de carbono fica mais de um século na atmosfera. A taxa de desconto utilizada para trazer os impactos futuros para o valor presente (quanto menor, maior o valor presente) tem também um impacto brutal.

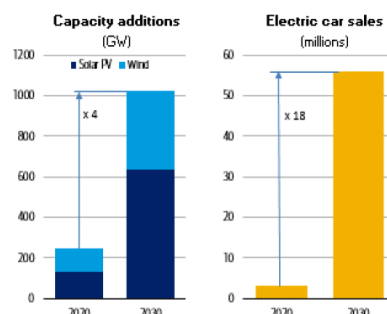
Utilizando-se uma taxa de desconto real de 3%, o custo social do carbono seria de US\$61 por tonelada. Reduzindo para 2%, esse número subiria para US\$168. R\$2 por litro a mais na gasolina e R\$55 por quilo na carne.

US\$150 trilhões em 30 anos

Esse alto impacto nos consumidores e nas empresas nos faz acreditar que um imposto puro sobre emissões de carbono seja politicamente pouco provável no curto prazo. Um dos caminhos para a redução de emissões de carbono é o avanço de novas tecnologias.

Um estudo publicado em outubro pelo Bank of America estimou que cerca de US\$150 trilhões serão investidos em 30 anos para zerar as emissões líquidas de GHG no planeta (net zero), que poderia trazer um impacto positivo para o crescimento e aumentar a inflação entre 1 e 3%.

Metade da tecnologia para atingirmos o net zero em 2050 ainda tem que ser desenvolvida ou seu custo de produção reduzido para torná-la escalável. Contudo, cerca de US\$2 trilhões serão investidos em pesquisa e desenvolvimento por ano. Uma vez que essas tecnologias ganhem escala, a adoção passa a ser exponencial, como os painéis solares, parques eólicos e carros elétricos.



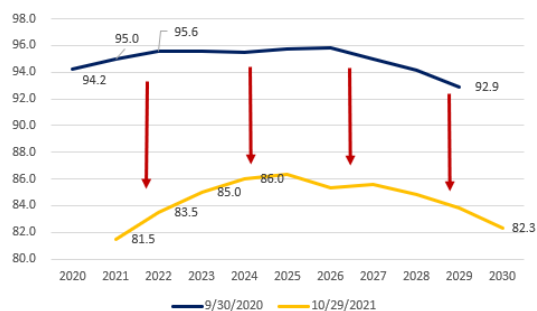
Nem tudo é tão ruim quanto parece ser

Os últimos meses foram voláteis para os ativos brasileiros. Desde o final de junho, a bolsa caiu 17%, o dólar subiu 15% e a taxa de juros de 10 anos subiu de 9,0% para 12,4%.

Os motivos para isso são frequentemente discutidos nos jornais: o risco de racionamento de energia, a alta da inflação, o furo do teto dos gastos e a proximidade das eleições.

Contudo, acreditamos que muitos dos riscos já entraram nos preços dos ativos brasileiros e alguns aspectos podem estar sendo ignorados.

Os juros reais negativos no Brasil tiveram um impacto positivo na dívida pública. Um ano atrás, os economistas previam uma relação entre a dívida bruta e o PIB brasileiro de 95%. Hoje, essa estimativa está próxima a 80%. O gráfico abaixo mostra a diferença entre a projeção da dívida/PIB nos próximos anos em setembro de 2020 e a atual.

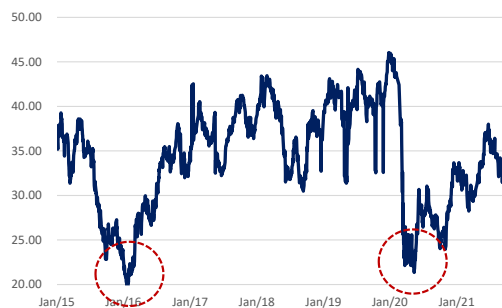


A criação de gastos recorrentes é sempre uma preocupação para a disciplina fiscal do país. Contudo, o cenário de juros médios de 12,5% ao ano nos próximos 10 anos nos parece ser um remédio muito amargo. Quando deduzimos as reservas internacionais da dívida bruta brasileira, chegamos a 58% do PIB, mais em linha com outros emergentes.

A situação financeira das empresas está bastante favorável. O endividamento, em termos reais, está em níveis similares a 2014, mas com uma receita 80% mais alta. A alta da taxa de juros pode ter um impacto mais reduzido no custo financeiro das empresas, que em ciclos anteriores.

Já argumentamos que a bolsa negocia em múltiplos atraentes. O índice Preço/Lucro do Ibovespa está em 8,0x, comparado com 10,4x da média histórica. Um crescimento econômico mais baixo e a queda de preços de commodities pode levar a uma revisão negativa de lucros, o que poderia levar a um aumento nesse índice.

Porém, um dos modelos que avalia preços de ativos brasileiros, que usamos para identificar o final da crise em 2020, mostrou uma forte queda nos últimos meses. Ainda não estamos no fundo do poço, mas as condições parecem ser melhores que em março de 2020 ou em janeiro de 2016.



O futuro

Alguns meses atrás, imaginávamos que o Banco Central poderia sinalizar que o ciclo de alta de juros poderia terminar neste ano. Porém, com a recente deterioração do cenário fiscal, é possível que isso só venha a acontecer no 2º trimestre do próximo ano. Não obstante, vemos uma janela de oportunidade já se abrindo para ativos brasileiros.

Apesar de nem tudo no Brasil ser tão ruim quanto parece, continuamos a monitorar o cenário externo que ainda exige cautela. Como Muhammad Ali, ainda estamos esperando o melhor momento para atacar.

Agradecemos a confiança,

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:

Globo: logo da COP26, disponível em <https://ukcop26.org/>.

Gráfico 1: BCB e Dahlia

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia

