

“Never bet against America”

São Paulo, 05 de maio de 2020.

Caros cotistas, investidores e parceiros,

Estamos em crise ou iniciando uma bolha?

Na Dahlia, estamos constantemente buscando padrões de comportamento dos ativos e dos mercados que analisamos. Assim que os identificamos, esses padrões nos ajudam a melhor compreender se existe ou não algum tipo de distorção de preço em um ativo ou em uma estratégia.



Nós, também, sempre nos questionamos se eventos que são recorrentes, usualmente explicados por alguma narrativa do momento, podem ter causas mais comuns e mais profundas.

Foi assim quando explicamos sobre a Grande Moderação Brasileira, que levava a uma frequente frustração de crescimento da economia brasileira. Foi assim com a Quarta Virada, quando falamos sobre a alta probabilidade de um candidato da direita vencer as eleições de 2018 e da aprovação das reformas no país. Foi assim quando por diversas vezes falamos sobre a alta do dólar (dólar *milkshake*).

Os últimos meses foram bastante voláteis. Mas também trouxeram muitas novidades. É incrível quantas vezes temos falado a palavra “nunca”. “Nunca houve uma crise financeira tão rápida quanto esta.” “Nunca vivemos tanto tempo em uma quarentena.” “Nunca os bancos centrais e os governos reagiram tão rápido contra uma crise.” “Nunca vimos uma reversão tão rápida dos mercados como em março e abril.”

Estas duas últimas têm chamado muito a nossa atenção. Podemos migrar de uma situação de crise para uma situação de bolha de ativos, num piscar de olhos. Parece estranho, mas tal vez já estejamos migrando para estágios iniciais de uma bolha. Algumas causas comuns e recorrentes a

grandes bolhas já podem estar se formando neste momento no mercado.

Estudando grandes crises

Uma parte fundamental do nosso trabalho é aprender com os erros passados. Felizmente, temos uma grande bibliografia disponível para compreender e tentar antecipar crises anteriores, sem necessariamente termos passado por todas elas.

Acreditamos não ser agora o momento mais adequado para discutir os motivos que levam a uma crise, principalmente por, esperamos, ser um exercício retrospectivo. Alguns autores fizeram excelentes trabalhos sobre isso, como: John Kenneth Galbraith (“1929”), Charles P. Kindleberger (“*Manias, Panics and Crashes*”) e Harold L. Vogel (“*Financial Market Bubbles and Crashes*”).

Por outro lado, ao estudar crises passadas, percebemos que a maioria delas aparece após o surgimento de uma bolha. Uma bolha de ativos ocorre quando os participantes de mercado levam os preços de ativos para níveis além dos justificados pelos seus próprios fundamentos.

Estudiosos de finanças comportamentais atribuem a alguns vieses a formação dessas bolhas, como o comportamento em grupo e o medo de ficar de fora (*FOMO – fear of missing out*). Estes comportamentos, contudo, aparecem na fase final das bolhas. Ainda estamos longe disso.

Historicamente, os motivos iniciais para o surgimento de uma bolha parecem ser essencialmente dois: 1) uma novidade (desta vez é diferente!) e 2) uma grande expansão de crédito. A bolha do Nasdaq em 1999, por exemplo, tinha como grande novidade a promessa de crescimento das empresas ponto com. Combinando com um ambiente de juros muito baixos, decorrentes das crises dos mercados emergentes no final da década de 90.

E qual a novidade de hoje?

A novidade faz com que as pessoas se movimentem. Ela faz com que uma empresa e/ou um setor da economia pareçam muito melhores do que as outras, atraindo mais capital. Pessoas gostam, querem e pagam por novidades.

Não sabemos ao certo qual será a novidade, econômica ou tecnológica, do momento, mas,



como falamos, nunca dissemos tantas vezes nunca. “Nunca tinha comprado um produto na Magalu.” “Nunca assisti tanto Netflix.” “Nunca o Banco Central pôde cortar juros diante de uma crise.”

Esta é uma crise que, infelizmente, impacta pessoas e empresas de forma desigual. Acreditamos que grandes empresas possam ter uma vantagem sobre pequenas, por terem melhor acesso a capital, melhores gestores e melhores marcas/produtos. Esta vantagem não é uma novidade, mas pode ser exacerbada nesta crise.

Modelos de negócio mais remotos e digitais também podem ser beneficiados. Ao longo dos próximos anos, esperamos que a participação do e-commerce no varejo brasileiro suba de 5% para mais de 10%, seguindo uma tendência mundial. As quarentenas podem acelerar isso.

Vivemos em um ambiente de juros muito baixos e acreditamos que se manterão baixos por muito tempo. Nos questionamos todos os dias se esta também não pode ser uma grande novidade na vida dos brasileiros.

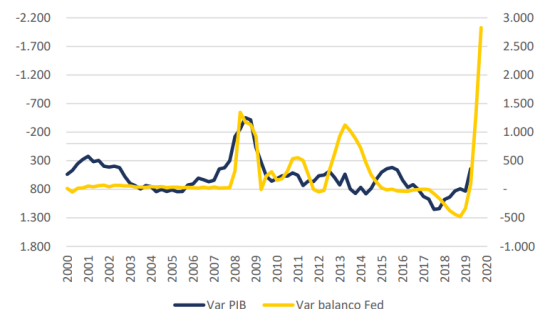
Uma resposta desproporcional

Ainda não sabemos ao certo quais os reais impactos econômicos da COVID-19. Torcemos para que os impactos humanos sejam os mínimos possíveis. A notícia positiva é que, salvo uma segunda onda, parece que já passamos o pico de casos e mortes em várias regiões do mundo, inclusive nos EUA. Do lado negativo, ainda não podemos falar o mesmo da situação no Brasil, que pode estender a quarentena.

Outra coisa que chama a atenção é que a reação dos bancos centrais do mundo foi muito mais rápida e intensa que em crises anteriores. O gráfico a seguir mostra uma comparação entre a variação anual do PIB americano (valores invertidos) e a variação anual do balanço do Fed, banco central americano. Vale lembrar que a expansão de balanço do Fed significa uma injeção de dinheiro na economia, principalmente através da compra de títulos no mercado.

É interessante notar que, em 2008, a resposta do Fed foi tardia e simétrica à queda do PIB. Desta vez, a resposta foi muito mais rápida e está sendo muito mais intensa. Esta talvez seja a expansão

de crédito que propicie a formação de uma bolha.



Mais uma live?

Sempre nos perguntam como está o nosso dia a dia nesta quarentena. Assim como a maior parte das pessoas, nossa rotina mudou. Estamos quase todos trabalhando de casa, conciliando nosso trabalho com nossa família.

E assistimos *lives*. Várias delas. Paulo Guedes, Roberto Campos Neto, General Mourão. Jorge e Mateus, Sandy e Junior e Ivete de pijama. Teve também a Sara, o Zé, o Paulo, o Maurício, o Arlant, o Leal e o Hirai. Várias vezes.

E teve o Warren Buffett por 5 horas. Vamos chamar atenção para dois pontos apenas: 1) Ações no longo prazo são melhores que a renda fixa e 2) Nunca aposte contra a América. Acreditamos que este último ponto vale também para a moeda. Compre bolsa e compre dólar. #vocetambemesocio da *Berkshire Hathaway*.

E o futuro?

Vivemos em tempos interessantes. Nossa visão para os mercados continua balanceada (otimista cauteloso), com um risco um pouco acima do neutro. Seguimos comprados em bolsa (Brasil e EUA), dólar, ouro e NTN-B.

Desde o início em maio/18, o retorno acumulado do Dahlia Total Return foi de 42,6%, equivalente a 377% do CDI e 37,7% acima do Ibovespa, mas com um risco 56% inferior

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: Dahlia Capital e shutterstock.com

Gráficos: Bloomberg e Dahlia Capital

