

São Paulo, 10 de julho de 2018.

Caros parceiros, investidores e cotistas,

É só o começo

Junho marcou o primeiro mês de operação do nosso fundo, motivo de grande orgulho para o time da Dahlia Capital. Nesse período, vimos também uma piora dos principais mercados da América Latina, com destaque negativo para



os ativos na Argentina e a queda das expectativas de crescimento econômico no Brasil. Iniciamos o mês com uma carteira com baixo risco, por acreditar que a tendência dos juros norte-americanos continuava a ser de alta. Porém, gradualmente viemos aumentando o risco da carteira, uma vez que identificamos várias ações com níveis de preços e *valuation* interessantes.

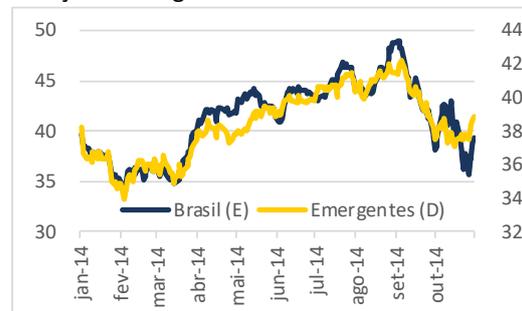
It's all about the Fed

Logo no início de nossas carreiras, em uma conversa com um renomado estrategista de mercados globais, ouvimos o seguinte conselho: "Vocês trabalham com América Latina, não é mesmo? Ok. Vocês querem ser adorados pelos clientes ou estarem certos sobre o mercado? Se quiserem a primeira opção, sejam minuciosos na análise das empresas e nas projeções, saibam citar nomes e eventos históricos. Façam um *PowerPoint* bacana, que impressione seus clientes. Agora, se vocês quiserem acertar suas recomendações, acertem o *call* do Fed."

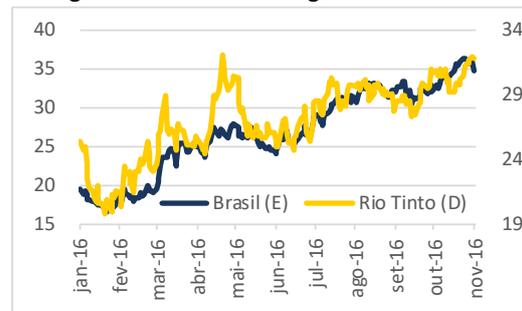
Na Dahlia, acreditamos que em boa parte do tempo, fatores externos aos países da América Latina têm um peso significativamente maior na explicação de grandes oscilações de mercado. Os dois exemplos abaixo ajudam a ilustrar este pensamento.

1) Será que eram as pesquisas eleitorais que moviam os mercados no Brasil antes das eleições presidenciais de 2014? Quando olhamos com mais detalhe, notamos uma incrível coincidência entre a performance de um índice de bolsa do Brasil em dólares (EWZ), contra um índice similar de mercados

emergentes (EEM). É muito interessante notar que a relação entre os dois indicadores se rompeu apenas uma semana antes das votações do segundo turno.



2) Será que foi o *impeachment* da Presidente Dilma o fator decisivo para a inflexão dos mercados em 2016? Este ponto parece bastante óbvio, mas questionamos se este foi o único ou até mesmo o preponderante fator para o início da alta da bolsa. O gráfico abaixo mostra a relação entre um índice de ações do Brasil em dólares (EWZ) com as ações da Rio Tinto (cerca de 62% de exposição ao minério de ferro). Já no final de 2015, notamos que as condições financeiras na China estavam se tornando mais favoráveis e, alguns meses depois, houve uma significativa apreciação das ações das mineradoras globais e dos mercados emergentes de uma forma geral.



E por que isso acontece? Não temos uma resposta única para isso, mas suspeitamos que notícias são, muitas vezes, eventos randômicos, que servem de base (*ex-post*) para explicar oscilações passadas de mercado. Em outras palavras, todos os dias recebemos notícias positivas e negativas ao mesmo tempo. Ao observar um movimento de mercado que não compreendemos bem a causa, um viés inconsciente nos leva a escolher uma explicação baseada no que compreendemos.

E por que isso é importante? Porque nos parece que isso está acontecendo novamente

com os mercados. Neste momento, estamos nos questionando se a realização do Ibovespa desde meados de maio foi principalmente causada pelas pesquisas eleitorais, que ainda mostram um desempenho fraco dos candidatos de centro, greve dos caminhoneiros e piora na expectativa de crescimento do PIB neste ano, ou se foi principalmente pela abertura da taxa de juros norte-americana. E o arrefecimento dessa taxa possibilitou uma leve recuperação do mercado no final de junho.

Voltando para o conselho do estrategista, continuaremos observando as dinâmicas dos mercados globais como fonte principal de explicação para os movimentos locais.

E agora? Tentando olhar adiante, estamos acompanhando vários sinais que demandam uma certa cautela nos EUA: aceleração de alguns indicadores antecedentes de inflação, expansão fiscal acima do esperado e reversão das compras de títulos pelo próprio *Fed* (*Quantitative Tightening*). Esses indicadores sugerem, em nossa visão, que os juros no médio prazo poderiam retomar o processo de alta, tendo também um impacto positivo no dólar, levando a uma reprecificação generalizada dos diferentes mercados.

Nossa composição de *portfolio*

Um dos grandes desafios para a equipe de gestão da Dahlia é como conciliar este cenário macro (externo e doméstico) incerto, com uma estratégia de escolher os melhores ativos (tanto ações como dívida corporativa), baseada em análise fundamentalista.



Nosso processo de decisão de investimentos é colegiado, respeitando sempre a palavra final do gestor. Ao longo do processo de discussão das 20-25 ideias que mantemos na carteira, percebemos a convicção da equipe e tentamos definir o tamanho de posição de acordo com essa convicção.

Acreditamos que nossas experiências, conhecimentos e formas de pensar são complementares. Ao debater (e desconstruir)

nossas ideias, é comum chegarmos a conclusões distintas ao que inicialmente imaginávamos. O fato de a equipe de gestão se conhecer e trabalhar junta há muitos anos ajuda muito no processo de discussão.

No livro “Superprevisões: A arte e a ciência de antecipar o futuro”, o escritor Philip Tetlock descreve como algumas pessoas se destacam na arte de prever eventos futuros. Quando esses “superprevisores” são agrupados em equipes, podem criar super times, melhorando ainda mais a eficácia das previsões.

E como esses super times deram tão certo? “Por incentivar mini-culturas que encorajavam pessoas a desafiar uns aos outros de maneira respeitosa, admitir ignorância e pedir ajuda.” Tetlock também afirma que as máquinas podem avançar em imitar e prever o comportamento humano reduzindo nossas limitações cognitivas, mas ainda não podem refletir e originar significado através da subjetividade coletiva.

Na Dahlia, acreditamos que a estrutura societária horizontal permite um diálogo franco, transparente e honesto entre os membros da equipe. Os interesses também



estão alinhados em uma única estratégia, ou seja, não há livros ou carteiras independentes.

Mas o que isso tem a ver com a composição de *portfolio*? As nossas posições raramente são vistas de forma isolada, mas sim como diferentes partes de um todo. Por exemplo, comprar a ação de uma empresa exportadora num preço muito atraente nos possibilita correr mais risco em uma estatal de um setor não correlacionado. Ou seja, ao focarmos nossos conhecimentos num *portfolio* balanceado, acreditamos que conseguimos minimizar nossos riscos de perdas, sem abrir mão de ideias e oportunidades.

¡Viva!

A equipe de gestão da Dahlia tem um componente latino-americano em seu DNA, cobrindo países da América Latina por mais de 15 anos. Acreditamos que ao incluirmos ativos de outros países da região, nosso *portfolio* se torna mais robusto, já que nos possibilita fugir de algumas idiosincrasias locais.

Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru já eram parte e continuarão sendo parte de nossa rotina de trabalho.



Optamos por iniciar nosso processo de investir fora do Brasil, através de uma exposição ao México. A vitória do socialista Andrés Manuel López Obrador (AMLO) na eleição presidencial em 1 de julho já estava bastante precificada

pelo mercado, uma vez que o índice de ações do México estava negociando com um desconto de 18% contra a média dos últimos 5 anos.

Apesar da retórica populista, os discursos recentes de moderação e respeito a contratos fizeram com que o mercado abraçasse o candidato. AMLO está se comprometendo principalmente com a agenda fiscal (manter dívida estável, superávit primário positivo e independência do Banco Central).

Ao compararmos o México com Brasil, vemos um país com uma situação fiscal muito melhor, com superávit primário positivo e uma relação dívida/PIB de 48%. O Banco Central está praticando taxas de juros altas e o peso mexicano ainda parece 10-15% desvalorizado.

Acreditamos que as prioridades do governo são reestruturar o modelo econômico para estimular crescimento e distribuir renda, reduzindo a pobreza e a desigualdade. Já em 2019, o governo iniciará uma espécie de “bolsa família”, distribuindo renda para estudantes e idosos, que pode ser positivo para consumo.

Por que uma nova gestora?

Em um mercado bastante competitivo, repleto de gestoras de sucesso, com excelente performance, por que criamos uma gestora de recursos?

Nosso impulso e motivações comuns eram muito claros:

- Temos uma equipe sênior, de experiência conjunta e com grande sinergia;
- Consolidamos nossas carreiras no mercado financeiro e estamos constantemente em busca de novos desafios;
- Carregamos como traço comum a inquietação para aprender e pensar em investimentos de uma forma diferente;
- Acreditamos em uma estrutura horizontal, com decisões colegiadas, que colocam os interesses dos cotistas e da empresa acima dos interesses pessoais;
- Acreditamos em nosso produto e que ele possa ser entregue de forma recorrente, seguindo estritos princípios éticos, com responsabilidade social e independência na gestão de riscos.

Como é o nosso fundo?

O nosso fundo é um multimercado, focado em ações e renda fixa na América Latina. Seu objetivo é proporcionar retorno real, consistente e descorrelacionado aos cotistas. Utilizaremos ativamente quatro mercados principais: 1) ações no Brasil e seus derivativos, 2) ações em outros países da América Latina, 3) crédito corporativo (*bonds* em dólar) de empresas e bancos da região, e 4) renda fixa local, principalmente como hedge de posições.

E o futuro?

Acreditamos que a volatilidade pode continuar alta, mas os níveis de preços estão atraentes e o mercado parece já ter precificado um cenário mais negativo. Também em raras ocasiões, em nossos quase vinte anos de experiência, vimos tantas oportunidades específicas no mercado quanto as que estamos vendo agora.

Obrigado pela confiança,
Dahlia Capital
contato@dahliacapital.com.br
+55 11 4118-3148

DISCLAIMER:

A Dahlia Capital não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investidor deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. Este material não pode ser reproduzido, copiado ou distribuído para terceiros, total ou parcialmente, sem a expressa concordância da Dahlia Capital. Esta carta não se caracteriza nem deve ser entendida como uma promessa ou um compromisso da Dahlia Capital de realizar as operações ou estruturar os veículos de investimento aqui descritos. Esta carta não se caracteriza e não deve ser entendida como consultoria jurídica, contábil, regulatória ou fiscal em relação aos assuntos aqui tratados. Este material é meramente informativo, não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento e não configura sugestão ou consultoria jurídica. A Dahlia Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou pelo uso das informações contidas neste material.

Créditos Finais:

Fotos – istockphoto.com

Gráficos – Bloomberg e Dahlia Capital