



# CARTA MENSAL

Março 2026

## A Capa de Chuva

São Paulo, 9 de abril de 2026.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Na carta de fevereiro, mencionamos o conceito de convexidade. A convexidade descreve investimentos cujo perfil de ganhos e perdas é assimétrico. Não só isso, a convexidade retrata ganhos que podem ser exponenciais.

Para lembrar, introduzimos esse conceito com o preço de uma capa de chuva, em um estádio de futebol, em um dia nublado. Jogo rolando, nuvens brancas no céu, a capa de chuva custa R\$5. Com a garoa, "Olha a capa!", R\$10. Quando o céu desaba, R\$20 vira um ótimo negócio e você vai ter sorte de encontrar uma.

Em alguns casos, os investimentos podem se tornar assim. Na verdade, um dos nossos grandes objetivos na gestão dos fundos da Dahlia é tornar seus retornos os mais convexos possíveis.

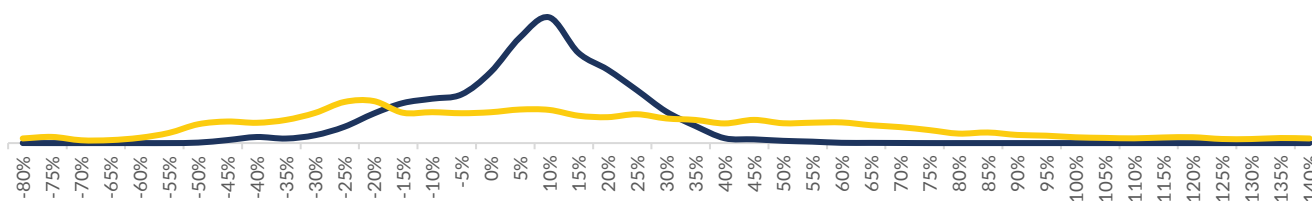


### Mas como isso é possível?

Ações, dentre as várias classes de ativos no Brasil (incluindo CDI, crédito privado, fundos imobiliários, multimercados e de investimento no exterior, por exemplo) muitas vezes são consideradas como o patinho feio. Afinal, se a renda fixa "paga" 1% ao mês, por que fazer algo diferente?

Porém, investir em ações no Brasil tem um aspecto muito interessante. O gráfico abaixo mostra a distribuição histórica de retornos em dólares de 12 meses desde 1967 até 2026 do Ibovespa e do S&P 500, índice de ações da bolsa americana.

Retornos históricos 12 meses em dólares - Ibov & S&P 500  
(1967 -2026)



A mensagem central do gráfico é simples: investir no S&P 500 é como pegar um voo que quase sempre pousa no mesmo lugar - a grande maioria dos anos terminou com retorno próximo de +10%, e resultados muito diferentes disso foram raros.

Por outro lado, a linha amarela é mais achatada, quase espalhada por toda a escala. É exatamente essa cauda direita mais gorda que nos atrai. Uma estratégia de *buy and hold* (comprar e segurar por um longo período) talvez não seja a mais apropriada para o país, uma vez que os retornos são muito voláteis. Porém, estratégias que protegem (ou reduzem) a queda e se beneficiam dos altos retornos são muito mais eficientes em nosso ponto de vista.

Em suma, investir em ações pode ser mais assimétrico (maior retorno na alta que perda na baixa) que outras classes de ativos. É a história da convexidade - e ela também aparece quando analistas avaliam o *valuation* das ações. Muitas vezes quando se argumenta que ações estão aparentemente "caras", porque o seu *equity risk premium* (ERP) está baixo, ignora-se a potencial convexidade das empresas. Já vimos isso várias vezes. Os lucros das empresas são diretamente influenciados pelo ambiente macroeconômico pelo qual o país (e o mundo) está passando. A melhora desse ambiente pode ter um impacto exponencial nos resultados das empresas, não importando o nível do ERP.

Para tornar essa assimetria realmente convexa, no entanto, é necessária uma gestão ativa - capaz de proteger os períodos de retornos baixos ou negativos e capturar os momentos de alta extraordinária.

Há três perguntas que nos ajudam a identificar uma situação de convexidade:

- 1. O que está embutido no preço?** O mercado já precificou o pior cenário possível, ou ainda há espaço para novas decepções? Se o pânico já chegou, a assimetria começa a se montar.
- 2. Qual é a assimetria real?** Se o cenário pessimista se concretizar, quanto posso perder? Se o cenário razoável prevalecer, quanto posso ganhar? Essa proporção é o coração da convexidade.
- 3. Existe um gatilho de reversão?** Algum evento, dado ou mudança de narrativa pode fazer o mercado reavaliar o risco percebido? Sem gatilho, a assimetria pode demorar para se realizar - mas raramente desaparece.

E os melhores momentos para construir posição costumam acontecer quando eventos externos ou inesperados causam distorções de preços.

Foi o que aconteceu há exatamente um ano, no chamado Liberation Day. Em 2 de abril de 2025, Trump anunciou tarifas globais amplas. Os índices despencaram, as manchetes previam recessão e desglobalização, e o instinto de qualquer investidor racional era reduzir risco e buscar abrigo. O medo era genuíno - as tarifas eram reais, a incerteza também.

O Ibovespa, que já carregava uma narrativa negativa consolidada - fiscal frágil, juros elevados, fluxo estrangeiro historicamente baixo - foi vendido como se o pior cenário fosse o único cenário possível. Para quem olhou além do ruído e permaneceu posicionado em histórias estruturais, o prêmio veio. Bancos, energia elétrica, commodities e cíclicos domésticos lideraram uma recuperação expressiva nos meses seguintes.

Hoje, o ambiente voltou a ficar carregado. O conflito no Oriente Médio escalou nas últimas semanas, trazendo de volta a volatilidade no petróleo e pressão sobre os juros longos globais. Para o Brasil, esse canal importa: petróleo mais alto alimenta expectativas de inflação, o que posterga cortes de juros e comprime múltiplos. É exatamente o tipo de mecanismo que, quando exagerado pelo mercado, cria as distorções de preço que buscamos - a mesma sensação familiar de que "desta vez é diferente".

A pergunta que nos fazemos - e que nos parece a mais importante - não é se o mundo está incerto. Está, claramente. A pergunta é: quanto dessa incerteza já está embutida nos preços? E o que o mercado está deixando barato demais por estar preocupado demais com o medo?

No Brasil, nossa resposta a essa pergunta segue construtiva. As ações brasileiras ainda negociam abaixo de suas médias históricas quando olhamos o preço em relação ao crescimento esperado de lucros. O fluxo estrangeiro, apesar da melhora dos últimos trimestres, ainda está distante de seu nível histórico natural. E o ciclo de juros, embora lento, aponta para baixo no médio prazo - o principal determinante do desempenho da bolsa local, como mostramos em fevereiro.

A convexidade que buscamos nos nossos fundos não depende de acertar o momento exato. Depende de reconhecer quando o mercado está cobrando mais pelo risco do que o risco de fato merece - e ter disciplina para agir enquanto os outros recuam.

É desse desalinhamento entre o que foi temido e o que de fato acontece que aparecem as melhores assimetrias. Foi assim no Liberation Day. Pode ser assim agora. Olha a capa!

### **Nosso Posicionamento**

**Dahlia Total Return:** No final de março, começamos a aumentar o risco dos fundos pelos níveis de preços mais atraentes. Ainda acreditamos que a volatilidade dos mercados possa continuar, mas consideramos que o movimento de desvalorização do dólar pode ser positiva para os ativos brasileiros.

**Dahlia Macro Global:** Seguimos comprados em ações dos Estados Unidos e de países emergentes. Nossa posição em ações está mais limitada pelo nível de *valuation* das empresas.

**Dahlia Ações:** Seguimos 95% comprados em ações no Brasil, em linha com o mandato do fundo. Seguimos posicionados principalmente em bancos, energia elétrica, commodities e cíclicos domésticos (construção civil, por exemplo).

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe Dahlia

[contato@dahliacapital.com.br](mailto:contato@dahliacapital.com.br)

+55 11 4118-3147

## 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: Chat GPT

Gráfico 1: Bloomberg e Dahlia Capital