



CARTA MENSAL

Janeiro 2026

Intuição ou ironia?

São Paulo, 05 de fevereiro de 2026.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Algumas ideias em finanças são tão intuitivas que raramente paramos para testá-las. Uma delas é simples: para assumir mais risco, exige-se um prêmio maior - assim como pagamos mais caro por um produto melhor no supermercado. O que raramente se discute é se esse prêmio, por si só, é um bom guia para os retornos futuros.



Uma investidora, ao aplicar atualmente no Tesouro Selic, tem uma aplicação com um risco baixo, retorno (aparentemente) alto e alta liquidez (capacidade de transformar esse título em caixa, sem um custo significativo e no momento que quiser). Ela não deveria migrar para qualquer outro tipo de investimento sem requerer um prêmio.

Por exemplo, para trocar seu Tesouro Selic por um investimento em um fundo de crédito, ela deveria exigir um retorno maior. Afinal, o risco de crédito provavelmente será mais alto que o do governo brasileiro, a liquidez será pior (possivelmente pelo menos alguns dias) e talvez esse resgate tenha um custo (pagar um “pedágio” para sair desse investimento).

Em ações, os teóricos chamam esse prêmio de *Equity Risk Premium* (prêmio pelo risco de ações), ou “ERP”. Ele é a diferença entre o retorno esperado das ações e o de um título de renda fixa. Quanto maior esse prêmio, maior deveria ser o retorno exigido das ações e vice-versa.

Porém, alguns analistas tentam estimar qual o ERP o mercado está refletindo nos preços atuais. Uma das formas de fazer isso é calcular a diferença entre o *earnings yield* e a taxa de juros de 10 anos do Tesouro IPCA.

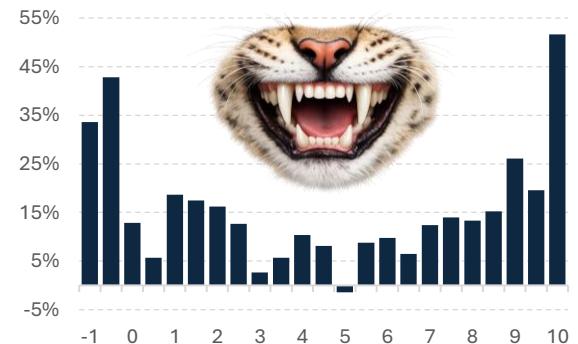
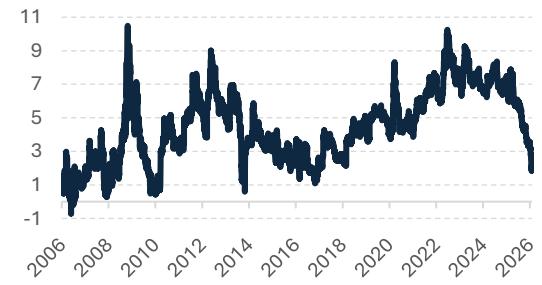
O *earnings yield* mede quanto o investidor de uma ação recebe em um ano, em relação ao preço pago, sem qualquer crescimento. É o inverso do indicador Preço/Lucro. Por exemplo, uma empresa que negocia a um índice P/L de 8x, tem um *earnings yield* de 12,5%. Esse seria seu retorno anual, sem contar qualquer crescimento.

Ao comparar esse *earnings yield* com a taxa de juros, chega-se a um ERP (sem crescimento). O primeiro gráfico ao lado mostra esse ERP no Brasil ao longo dos últimos 20 anos.

A intuição é simples. Quanto maior o ERP, melhor deveria ser o retorno esperado para as ações. Vimos, ao longo dos últimos meses, alguns analistas argumentando que os preços das ações brasileiras estavam altos demais, por conta de o ERP estar baixo demais.

Porém, essa intuição não refletiu a realidade desse período, e curiosamente também não em períodos mais longos. Olhando uma base histórica de cada valor de ERP versus o retorno do Ibovespa nos 12 meses subsequentes, o resultado foi interessante:

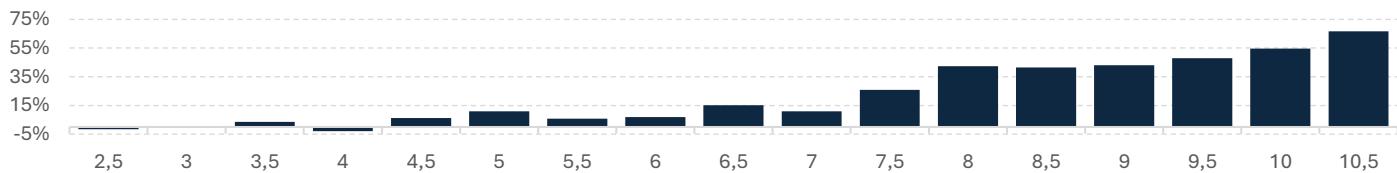
Se o ERP era muito alto (maior que 8%) ou muito baixo (menor que 2%), o retorno médio dos 12 meses subsequentes foi superior à média. O gráfico abaixo mostra essa distribuição de retornos. Um verdadeiro sorriso!



Por que será que isso acontece?

Já argumentamos no passado que o retorno de uma ação pode ser simplificado pela variação do múltiplo Preço/Lucro e crescimento (ou queda) do lucro. Em períodos mais curtos (por exemplo semestrais ou anuais), o fator que mais explica o retorno das ações é a variação de múltiplos, principalmente por conta da variação da taxa de juros de longo prazo.

O gráfico abaixo mostra, para cada nível dos juros reais de 10 anos historicamente, quanto variou o Ibovespa na média nos 12 meses seguintes.



O ponto principal aqui é que, ao menos no Brasil, a direção dos juros longos é um dos principais determinantes para o retorno do Ibovespa. E além da direção, quanto mais alto o nível dos juros, melhor é o ponto de partida para ações.

Um ERP baixo pode, portanto, ser interpretado como um sinal errado — não porque o conceito falhe, mas porque ele reflete principalmente o nível da taxa de juros.



Mas então os prêmios não importam? Sim, claro que importam. Em nossa visão, os prêmios no mercado financeiro refletem principalmente os riscos envolvidos, retornos potenciais e liquidez. Sempre estamos atentos para todos esses fatores. Há, porém, um outro fator relevante: convexidade.

Convexidade é algo que muita gente já experimentou sem nunca ter ouvido o nome. Basta ter ido a um estádio 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. Como isso se relaciona ao mercado de ações? Deixamos para a próxima carta!

E o futuro?

Os mercados têm sido muito voláteis nas últimas semanas, principalmente por conta dos movimentos do dólar no mundo. As políticas de Trump, inclusive a potencial invasão da Groenlândia, causaram um movimento massivo de diversificação para ativos não-americanos. Por consequência disso, as bolsas de mercados emergentes se beneficiaram, inclusive a brasileira. Até hoje, o Ibovespa sobe mais de 13% do ano. Quase o CDI de um ano em pouco mais de um mês. Nada mal.

O movimento de queda do dólar ao longo dos últimos meses foi um dos mais acentuados dos últimos anos. Embora nossa visão estrutural positiva com os Estados Unidos não tenha mudado, acreditamos que o movimento de diversificação possa continuar sustentando a valorização dos ativos reais, como ações, pelo mundo.

Nosso Posicionamento

Dahlia Total Return: mantivemos nossa alocação de risco acima do neutro, baseado em uma expectativa positiva para os ativos, principalmente no Brasil. Porém, depois da forte alta, reduzimos nossa exposição para ações no Brasil, transferindo em parte a visão positiva para o país para outros mercados como moedas.

Dahlia Macro Global: seguimos comprados em ações dos Estados Unidos e de países emergentes, incluindo Brasil e China. Nossa posição em ações está mais limitada pelo nível de *valuation* das empresas americanas e a volatilidade recente por conta dos impactos da inteligência artificial e do alto nível de investimentos. Em outros ativos, seguimos posições aplicadas em juros em emergentes, mas com uma exposição limitada em moedas.

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 cílicos domésticos (construção civil, por exemplo), apesar de na margem termos realizado parte dos lucros em algumas posições.

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe Dahlia

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:

Imagen: Chat GPT

Gráfico 1,2,3,4: Bloomberg e Dahlia