

São Paulo, 04 de dezembro de 2025.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

What's the story? Morning Glory

O mundo em K. Um dos eventos mais surpreendentes do mercado financeiro neste ano foi a forte performance das bolsas pelo mundo, principalmente nos mercados emergentes. Por aqui não foi diferente. Apesar da turbulência política e da alta de juros, o Ibovespa acumulava uma alta de mais de 30% até o final de novembro.



Tenho certeza que você já ouviu isso antes, mas o grande motivo para essa valorização foi o enfraquecimento do dólar no mundo, visto principalmente no primeiro semestre. Um crescimento mais fraco da economia americana, a diversificação por conta da maior volatilidade trazida pelo governo Trump, e taxas de juros mais baixas pelo Fed, o banco central americano, justificaram a queda da moeda americana.

Porém, esse bom desempenho das bolsas mascara uma outra realidade. Para todos os lados, observamos o mundo em K: alguns dados econômicos mostram sinais positivos e outros, até antagonicamente, negativos. Esses sinais conflituosos tornam as análises de cenários mais desafiadoras. Ora, se o desemprego está baixo, mas as vendas no varejo estão desacelerando, a economia está indo bem ou mal? Tempos são difíceis quando as coisas não fazem sentido.

A revolução de IA e a economia americana

Nos Estados Unidos, economistas têm chamado a atenção para o aumento da desigualdade. O aumento da liquidez global e expectativas de ganhos de produtividade vindos do desenvolvimento da inteligência artificial levaram a uma alta, até agora, de mais de 20% do Nasdaq, a "bolsa de tecnologia" americana. A valorização das ações cria um efeito riqueza que beneficia desproporcionalmente os mais ricos, detentores da maior parte da poupança, incluindo as ações, no país. As camadas menos favorecidas estão

sofrendo também com o aumento do desemprego, afetando a confiança.

O gráfico abaixo mostra a relação entre a confiança do consumidor americano e o desempenho do índice S&P 500. Um nítido K! Há analistas que veem esse movimento como sustentável, enquanto outros esperam correções, pouco a pouco ou de uma vez.

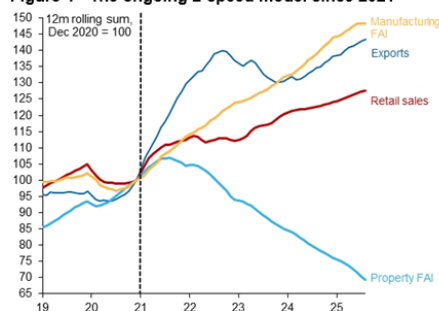


Podemos sentir um sinal de alerta por aí. Porém, ainda acreditamos que o contínuo desenvolvimento e a maior adoção da inteligência artificial sustentará o crescimento de lucro da bolsa americana e dos preços das ações.

Exportando deflação

A meio mundo de distância, na China, observamos um K que já dura mais tempo. Desde o período pós-pandemia, a economia chinesa encontra-se em uma enorme disparidade. Setores relacionados à manufatura e exportação vêm performando bem, ao passo que o mercado imobiliário segue em contração. O gráfico abaixo mostra o desempenho desses setores.

Figure 4 - The ongoing 2-speed model since 2021



Source: NBS, Customs, WIND, Macquarie Macro Strategy

Acreditamos que essa dinâmica seja relevante de ser observada. A expansão de crédito na China, ainda que tímida, tem financiado as indústrias exportadoras, mantendo o nível de emprego da população, mesmo com níveis baixos de rentabilidade. Esse fenômeno faz com que preços de produtos de uma forma geral caiam, contribuindo para um movimento de desinflação



no mundo, incluindo no Brasil. Não nos parece, no curto prazo, que essa tendência mude. Em certa medida, alguns economistas e políticos parecem desejar que esse padrão viva para sempre, dada sua contribuição para a desinflação.

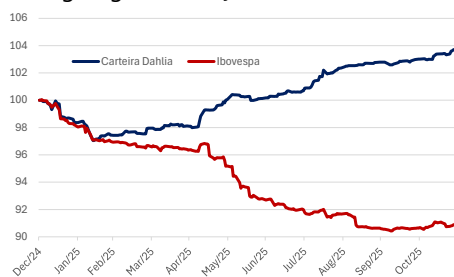
K de competição

No Brasil, observamos um fenômeno curioso. Os dados macroeconômicos — como crescimento de PIB, vendas no varejo e desemprego — vão bem. Porém, ao analisarmos especificamente setores mais voltados à economia doméstica na bolsa, percebemos uma deterioração nos resultados das empresas.

Os últimos meses mostraram uma desaceleração do PIB, de acordo com alguns indicadores privados como o IDAT do banco Itaú. Porém, o emprego continua muito resiliente.

Quando olhamos o desempenho das empresas na bolsa, essas diferenças se tornam mais nítidas. Parte do nosso trabalho como analistas de ações é acompanhar as empresas cujos resultados podem melhorar ou piorar versus as expectativas de mercado.

O gráfico abaixo mostra a variação das estimativas de lucro das empresas domésticas em nossa carteira de ações em comparação ao restante do Ibovespa. O que chama nossa atenção é que essas diferenças também acontecem dentro de um mesmo setor. Em muitos casos, empresas expostas às mesmas condições apresentam trajetórias totalmente distintas — como se algumas tivessem acelerado enquanto outras simplesmente deslizam, sem conseguir ganhar tração.



O que isso tudo quer dizer? O mundo em K é um mundo mais difícil de prever. Essas disparidades, em muitos casos, não podem durar para sempre, mas você poderia esperar uma vida toda para ver uma convergência.

Acreditamos que os avanços e aplicações da inteligência artificial continuarão, a China se

manterá como uma grande exportadora de deflação e os preços de petróleo seguirão baixos (podemos falar do K de commodities em outras cartas). Essa combinação tende a ser baixista para inflação permitindo que bancos centrais comecem ou continuem o processo de cortar juros, o que tende a ser positivo para os mercados de ações globais.

O futuro

Mesmo com o desempenho positivo da bolsa no Brasil, não percebemos um forte fluxo para o mercado. A queda da SELIC poderia ser um catalisador para esse movimento. Os investidores não deveriam olhar para trás com raiva de ter perdido o movimento, uma vez que ainda vemos um potencial alto de valorização dos ativos locais.

Vamos desenhar o cenário. No início de 2025, víamos três fases para o mercado: dólar fraco, juros para baixo e eleições. Ainda estamos no meio desse processo. E por agora, os investidores já devem ter percebido o que tem que fazer. Afinal, quando o movimento de migração para bolsa vier, pode ser mais rápido que uma bala de canhão. Afinal, mesmo dentro da turbulência, o Brasil pode ainda ser um oásis de retorno nos próximos trimestres. Isso, claro, se tivermos a chance e não a jogarmos fora.

Nosso Posicionamento

Dahlia Total Return: A alocação segue acima do neutro, concentrada em ativos brasileiros, principalmente ações. Mantemos posições ativas em bolsa, especialmente nos setores de bancos, energia elétrica e cíclicos domésticos.

Dahlia Macro Global: Seguimos comprados em ações dos Estados Unidos e de países emergentes, incluindo Brasil e China. 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, utilities e cíclicos domésticos.

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:

Imagem: Chat GPT
Gráfico 1: Bloomberg
Gráfico 2: Macquarie
Gráfico 3: Bloomberg

