



CARTA MENSAL

Abril 2026

Improbabilidade Infinita

São Paulo, 8 de maio de 2026.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Desde o início de 2025, o que subiu mais: o ouro ou a bolsa brasileira? Por que, mesmo com a guerra, as bolsas globais estão perto do topo? Como a economia brasileira continua resiliente, mesmo com uma taxa de juros real acima de 10%?

O Gerador de Improbabilidade Infinita é uma das invenções mais geniais (e absurdas) que o autor inglês Douglas Adams criou em “O Guia do Mochileiro das Galáxias”. Este gerador impulsiona a nave espacial dos protagonistas da obra por toda a galáxia em um único instante.

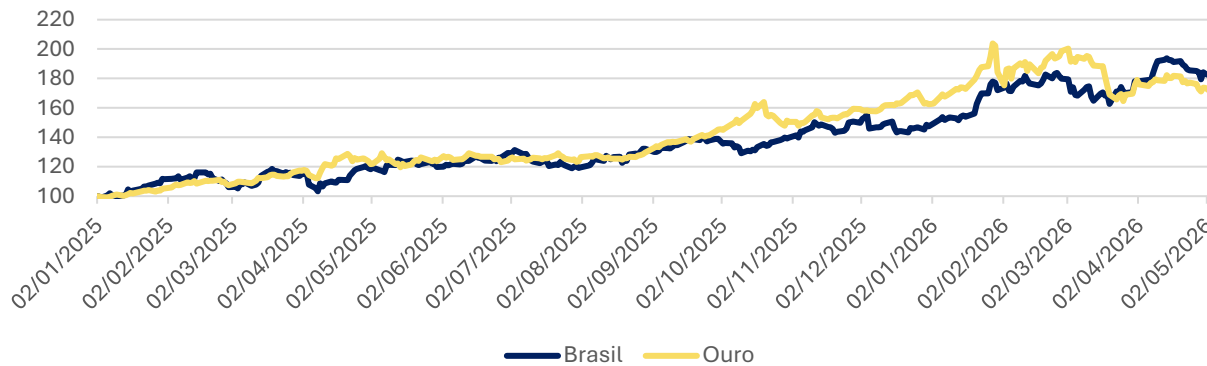
A ideia parte de um princípio meio doido, mas com lógica própria: tudo no universo tem alguma probabilidade de acontecer, mesmo que minúscula. O gerador funciona assim — você diz a ele o quão improvável é o evento que deseja (por exemplo, "quero que duas baleias e um vaso de petúnias apareçam no meio do espaço"), ele calcula essa improbabilidade absurda, e simplesmente faz acontecer. Força o universo a executar o evento improvável.

Será que estamos vendo no mercado grandes distorções que nem mesmo o Pensador Profundo conseguiria resolver?



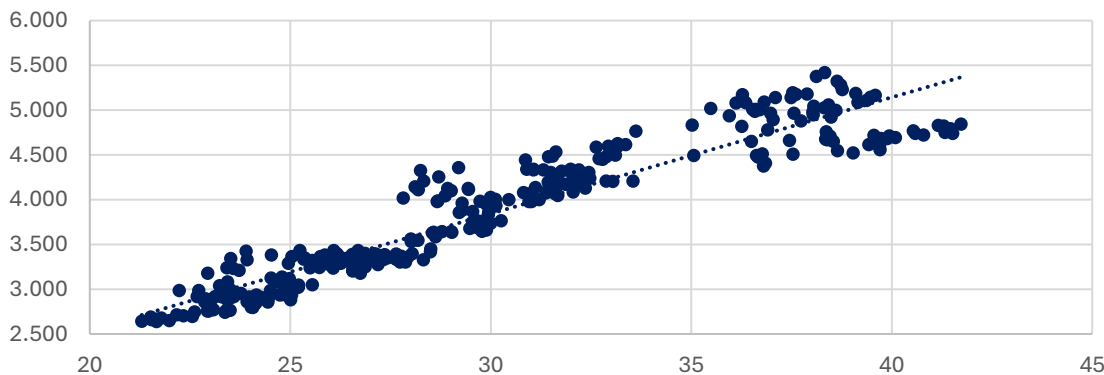
A questão fundamental dos mercados

Quando mostramos o gráfico abaixo em nossas interações com investidores, a principal reação é de incredulidade.



Muitos observadores sabem que o ouro tem tido uma performance muito positiva ao longo dos últimos semestres. O que porém nem todos acreditavam era que a bolsa brasileira teve uma performance ainda superior.

Não é só isso que chama atenção. A correlação dos dois ativos tem sido bastante alta, como mostra o gráfico abaixo. Como já escrevemos algumas vezes, a questão fundamental é que a razão que tem feito o ouro subir é exatamente a mesma que tem feito a bolsa brasileira subir: o dólar fraco no mundo.



Porém, algumas correlações históricas se romperam onde menos se esperava. Quem poderia dizer que com uma guerra e um novo choque de preços de petróleo as bolsas pelo mundo estariam perto das máximas?

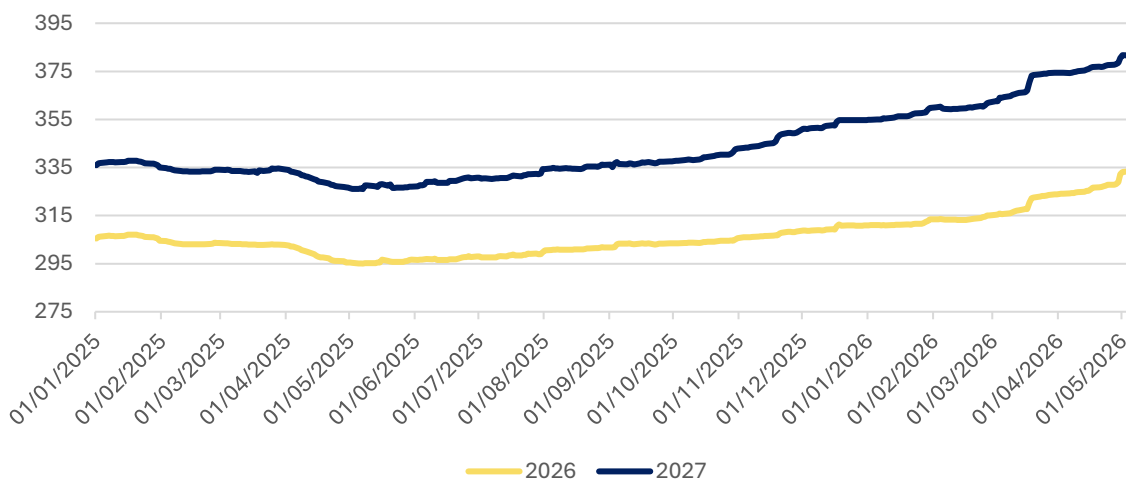
Esta improbabilidade, em nossa visão, é explicada por diferentes fatores. Nos Estados Unidos, o S&P 500, índice da bolsa americana, está em seu nível histórico mais alto.

De uma forma muito simplificada, o preço de uma ação é derivado de uma combinação entre o lucro da empresa e o seu múltiplo Preço/Lucro (P/L). Este múltiplo reflete essencialmente a taxa de retorno dos investimentos que a empresa faz, a expectativa de crescimento de seus lucros e os riscos que ela corre.

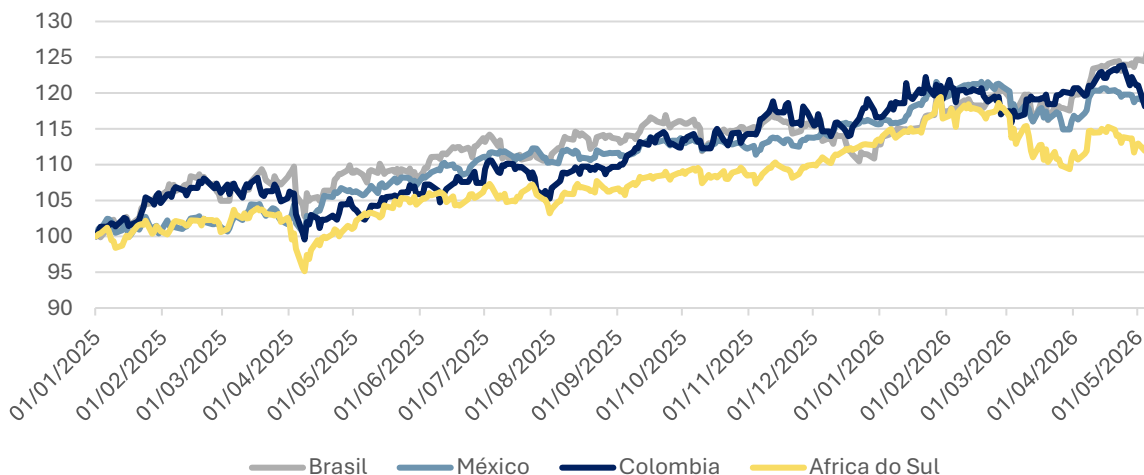
Em uma situação como a atual, é natural que a aversão a risco mais alta dos mercados comprima o múltiplo P/L, da mesma forma que custos mais altos de petróleo e outras *commodities* comprimam o lucro. Porém, um outro fenômeno mais relevante vem acontecendo nos Estados Unidos, que mais que compensa esses dois fatores: a inteligência artificial (IA).

O boom da IA tem favorecido muito alguns setores da economia americana. Atualmente, empresas de semicondutores e memória, por exemplo, tiveram um aumento exponencial na demanda por seus produtos e, por consequência, em suas receitas e lucros.

O gráfico abaixo mostra a evolução da expectativa do lucro por ação das empresas do S&P 500 para os anos de 2026 e 2027.



E por aqui? No Brasil, o principal fator para o bom desempenho dos ativos, apesar da expectativa de menos cortes de juros pelo Banco Central (BCB), é a diversificação para ativos fora dos Estados Unidos e para aqueles não “disruptáveis” pela IA. Além disso, o Brasil, exportador líquido de petróleo e alimentos, tem uma das taxas reais de juros mais altas do mundo, o que faz com que a moeda continue a apreciar (queda do dólar).



Ainda não encerramos a temporada de resultados das empresas referentes ao 1º trimestre de 2026. Até aqui, ao contrário de algumas expectativas, os resultados têm vindo, em média, melhores do que o esperado. Quando somamos a isso os preços atraentes e o processo de diversificação em curso, fica mais fácil entender por que a bolsa brasileira tem sido tão resiliente.

O futuro

Como escrevemos em nossa última carta, o cenário continua bastante dependente da direção dos preços de petróleo e seus desdobramentos sobre as diferentes economias do mundo.

Em nossos exercícios, trabalhamos com vários cenários de referência. No cenário de desescalada, com o preço petróleo retornando à faixa de US\$ 70-80, vemos espaço relevante para reprecificação dos ativos brasileiros, especialmente nos cíclicos domésticos. No cenário de impasse prolongado, com o petróleo se acomodando entre US\$ 90-100, a tese de diversificação para fora dos Estados Unidos e para ativos não disruptáveis pela IA segue válida — é, em boa medida, o cenário em que estamos operando hoje. Já num cenário de escalada, com choque adicional de oferta e Brent acima de US\$ 120, a equação muda: o impacto inflacionário global obrigaria os bancos centrais a um novo ciclo de subida dos juros, os múltiplos comprimiriam, e a postura defensiva voltaria ao centro do portfólio.

Diferentemente do gerador de Douglas Adams, no mercado quase nada é genuinamente improvável — apenas mal compreendido no momento em que acontece. As correlações que parecem quebradas hoje, em geral, têm causa identificável, e nosso trabalho é justamente identificá-las antes que se tornem consenso. Seguimos otimistas com os ativos brasileiros, sem jogar a toalha, por conta dos níveis de preços. E essa, para nós, segue sendo uma das maiores improbabilidades do mercado atual.

E quem vai ganhar a eleição? 42.

Nosso Posicionamento

Dahlia Total Return: Em abril, mantivemos o nível de risco do fundo em níveis mais altos, pelos níveis de preços mais atraentes. Ainda acreditamos que a volatilidade dos mercados possa continuar, mas uma estabilidade ou queda de preços de petróleo podem favorecer os ativos brasileiros. Mantemos hedges contra cenários contrários.

Dahlia Macro Global: Seguimos comprados em ações dos Estados Unidos e de países emergentes. Nos EUA, nosso otimismo deriva principalmente dos lucros crescentes.

Dahlia Ações: Seguimos 95% comprados em ações no Brasil, em linha com o mandato do fundo. Seguimos posicionados principalmente em bancos, energia elétrica, commodities (petróleo principalmente) 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 e Dahlia

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 3: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 4: Bloomberg e Dahlia