



CARTA MENSAL

Setembro 2026

Quando os Regimes Mudam

São Paulo, 09 de outubro de 2026.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Há três anos e meio, escrevemos uma carta chamada "Tudo em Todo Lugar ao Mesmo Tempo". Naquele momento, imaginávamos como diferentes mudanças poderiam acontecer simultaneamente: inflação americana abaixo de 3%, Fed parando de subir juros, Banco Central brasileiro começando a cortá-los, dólar abaixo de R\$5 e uma recuperação mais forte da economia chinesa. Em um ambiente dominado pelo pessimismo, perguntávamos quais preços veríamos caso algumas dessas coisas acontecessem ao mesmo tempo.

Algumas aconteceram. Outras, não. E novas variáveis, que não faziam parte daquele exercício, tornaram-se muito mais importantes.

Há uma frase frequentemente atribuída a John Maynard Keynes: "Quando os fatos mudam, eu mudo de opinião. E você, o que faz?". Não há registro confiável de que Keynes tenha pronunciado exatamente essas palavras, mas a ideia é boa demais para ser descartada por um problema de autoria.

Todo regime de mercado parece permanente enquanto dura. E é justamente no intervalo entre a mudança dos fatos e o momento em que o consenso reconhece essa mudança que boa parte do retorno pode ser feita - ou perdida.



Quando o Fatos Mudam

Quem investiu em 2012 acreditando que as commodities continuariam subindo ou em 2020 acreditando que os juros permaneceriam próximos de zero por muito tempo não estava necessariamente sendo irracional. Estava simplesmente extrapolando o mundo que conhecia.

Juros baixos geram argumentos para justificar juros permanentemente baixos. Um dólar forte gera previsões de um dólar ainda mais forte. Bolsas baratas encontram razões para continuar baratas. E empresas que crescem rapidamente ganham narrativas que explicam por que continuarão crescendo indefinidamente.

O preço dos ativos depende não apenas do nível das variáveis, mas de sua direção e, principalmente, da diferença entre o que acontece e aquilo que já estava incorporado nos preços. Nossa impressão é que podemos estar apenas no início de uma percepção de mudança.

Brasil

O primeiro turno das eleições presidenciais brasileiras, realizado no último domingo, trouxe uma surpresa importante. Flávio Bolsonaro recebeu 47,03% dos votos válidos, contra 45,16% do presidente Lula. Os dois disputarão o segundo turno em 25 de outubro.

As pesquisas indicavam outro resultado e os mercados reagiram rapidamente à nova informação. No primeiro pregão após a eleição, o Ibovespa subiu 7,7%, o dólar caiu mais de 4% frente ao real e a curva longa de juros fechou mais de 130 pontos-base.

Movimentos dessa magnitude sempre admitem duas interpretações. A primeira é que houve uma legítima redução do prêmio de risco político e fiscal brasileiro. A segunda é que, depois de uma movimentação tão grande em tão pouco tempo, uma parcela relevante dessa expectativa já passou a fazer parte dos preços.

Aguardamos a confirmação do resultado de 25 de outubro. Mas uma eventual mudança política no Brasil pode ser um importante gatilho para mudanças positivas para a economia do país.

Um regime diferente poderia fazer com que a credibilidade fiscal aumentasse, qualquer que fosse o governo. Maior credibilidade fiscal poderia reduzir o prêmio de risco. Um prêmio menor poderia permitir juros reais estruturalmente mais baixos. Juros menores reduziriam o custo de capital e aumentariam o valor presente dos ativos brasileiros.

O Banco Central já iniciou um ciclo de flexibilização monetária. Ainda assim, os juros reais brasileiros permanecem entre os mais elevados do mundo. Isso cria uma assimetria interessante porque juros mais baixos podem indicar uma mudança de regime. Na bolsa, o gráfico abaixo mostra o desempenho do índice Small Caps vs o Ibovespa ao longo dos últimos 10 anos:



Se a percepção fiscal melhorar e as expectativas de inflação permanecerem ancoradas, existe espaço para que o prêmio de risco embutido na curva continue caindo. Mas o Brasil não opera em um universo paralelo. Neste momento, o mundo ainda não está ajudando.

Estados Unidos

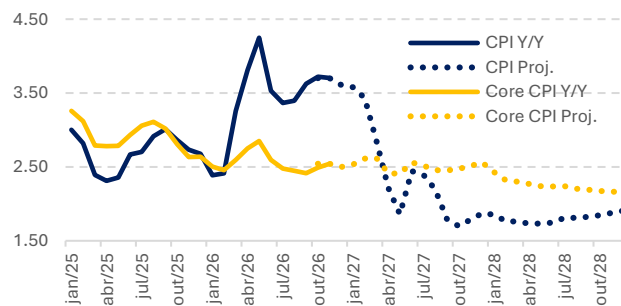
Enquanto o prêmio brasileiro caiu depois das eleições, o movimento internacional foi, em grande parte, na direção contrária.

O Fed voltou a elevar juros em setembro, em 25 pontos-base, para a faixa de 3,75% a 4,00%, pela primeira vez desde 2023, preocupado com a persistência da inflação. O petróleo voltou a superar US\$ 100 por barril e os juros americanos de dez anos ultrapassaram 5%, chegando a cerca de 5,3% em alguns momentos, o maior nível desde 2007.

O Fed enfrenta hoje uma combinação particularmente incômoda. A economia continua crescendo e os investimentos relacionados à inteligência artificial seguem muito fortes. Ao mesmo tempo, petróleo, tarifas e outros choques de oferta mantêm pressão sobre os preços.

Porém, não é toda a economia americana que está aquecida. O mercado imobiliário, construção (além de infraestrutura para o desenvolvimento da inteligência artificial) e consumo discredicionado têm tido desempenhos mais fracos.

Alan Detmeister, economista do banco UBS, espera uma desaceleração da inflação ao longo dos próximos meses. O gráfico abaixo mostra o histórico da inflação e sua projeção. A convergência pode acontecer já no início de 2027. Hoje, uma outra variável chave é o preço do petróleo. O Brent está novamente acima de US\$ 100, pressionado pelas restrições de oferta e pelo conflito no Oriente Médio. Isso afeta diretamente a inflação americana e, indiretamente, quase todas as curvas de juros do mundo.



As eleições legislativas americanas de 3 de novembro podem ser mais um elemento dessa equação. Guerra, tarifas e política energética seguem sob controle do Executivo, mas o período posterior às eleições pode mudar os incentivos políticos para uma redução das tensões geopolíticas e para decisões de política energética. Se a Câmara mudar de mãos, o efeito mais provável é mais fricção orçamentária, inclusive sobre novos recursos para a guerra, e não uma mudança de rumo. Não sabemos se isso acontecerá, mas vale pensar no cenário.

Queda do petróleo, menor pressão no Fed, mudança política no Brasil. Tudo isso potencialmente até o final deste ano. Quando os fatos mudam...

Nosso Posicionamento

Dahlia Total Return: Em setembro, aumentamos o nível de risco do fundo, principalmente em ações no Brasil, por conta do nível de preços e a proximidade com as eleições.

Dahlia Macro Global: Mantivemos estáveis os níveis de risco do fundo, seguimos comprados em ações dos Estados Unidos, principalmente em semicondutores e hyper scalers.

Dahlia Ações: Seguimos comprados em ações no Brasil, posicionados principalmente em bancos, energia elétrica 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 accidental 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 1: Chat GPT

Gráfico 1: Bloomberg e Dahlia Capital

Gráfico 2: UBS