



RIZA **DAIKON**

Riza Asset Management

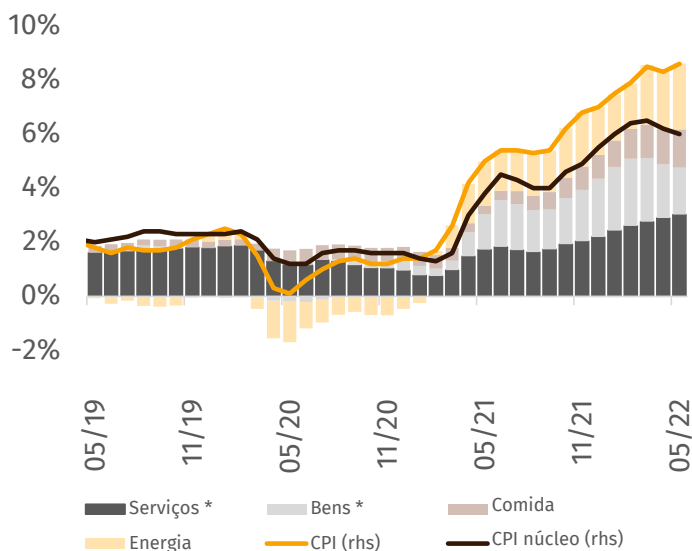
PANORAMA

INTERNACIONAL

No mercado internacional, os temas mais importantes do trimestre foram: (i) persistência de uma inflação alta nos países desenvolvidos, adicionando risco de estagflação (ii) maior risco de recessão global (iii) notícias de *lockdowns* e reaberturas na China por conta da política zero contra Covid (iv) e novas sanções contra a Rússia em uma guerra que dura mais de 4 meses.

A inflação americana ficou ainda mais pressionada no segundo trimestre, com o CPI acelerando de 7,9% a.a. em fevereiro para 8,6% a.a. em maio. Estes dados inflacionários continuam a bater recordes em muitas décadas. Por outro lado, o CPI excluindo alimentos e energia desacelerou de 6,4% a.a. em fevereiro para 6,0% a.a. em maio. No gráfico abaixo podemos observar que os maiores impactos ao CPI se concentram em energia e alimentos.

INFLAÇÃO AMERICANA - CPI (QUEBRA POR TIPO)



Fonte: Bloomberg & Riza Asset. *: ex comida e energia.

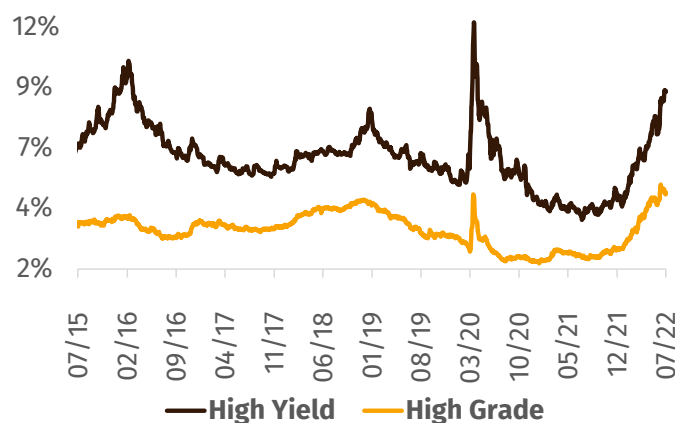
Neste contexto, o FOMC surpreendeu o mercado ao entregar um aumento de 0,75% a.a. em junho, acelerando em relação ao ritmo de 0,50% a.a. em maio. O *Fed Funds rate* está em 1,50% - 1,75% a.a. e a curva de juros precifica um fim de ciclo com juros de 3,25% - 3,50% a.a. em janeiro de 2023. Os investidores buscam constantemente interpretar a fala dos diretores do Fed para prever como será a alta de juros ao longo desse ano.

A dúvida maior, por enquanto, se encontra na reunião de julho entre uma alta de 50 bps ou 75 bps e, para as próximas reuniões, o comitê deve reduzir o ritmo para 50 bps em setembro e 25 bps em diante. Este ambiente adiciona volatilidade nas taxas futuras de juros e maior aversão aos ativos de risco.

O custo de captação das empresas americanas subiu significativamente com a alta dos Treasuries e dos spreads de crédito. Como grande parte do passivo das empresas é pré-fixado essa alta será sentida na medida da rolagem de dívidas. As empresas, já prevendo este aumento de custo financeiro, devem reduzir seus investimentos e ter suas margens de lucro impactadas. No gráfico abaixo, podemos observar o aumento relevante do custo de captação das companhias. Um questionamento que surge é de como se comportará o mercado de trabalho com a redução de investimento e maior dificuldade de captação de recursos.

Em um cenário mais adverso no acesso a capital, nos meses de maio e junho, startups aceleraram o número de demissões, representando 60% dos desligamentos dos piores meses do início da pandemia.

RENDIMENTO US HIGH YIELD & HIGH GRADE (%)



Fonte: Bloomberg & Riza Asset

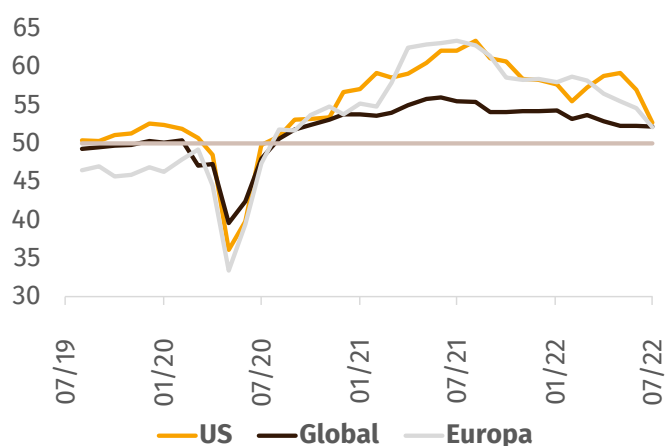
O S&P500 e a Nasdaq apresentaram, no trimestre, baixas de -16,5% e -22,5%, respectivamente, o que representa o pior semestre desde 1970. Nossa leitura é de que após a redução significativa de estímulos monetários e alta de juros reais (de -1% a.a. em março para 0,74% a.a. em junho), os investidores reprecificaram rapidamente o *valuation* das empresas, convergindo o múltiplo Preço/Lucro (1 ano à frente) de 21x para 16x (média histórica do S&P500). A próxima discussão do mercado se concentrará sobre queda



de lucros e uma possível recessão americana nos próximos 12 meses. Caso isso ocorra, acreditamos que o mercado de ações sofrerá ainda mais. Em contrapartida, existe um cenário de *soft landing*, que seria a convergência gradual da inflação para cerca de 3% a.a. em conjunto com uma desaceleração econômica moderada. Um diretor do Fed mencionou que precisaria ver o PCE entre 2,5%-3,0% a.a. para encerrar a alta de juros.

Ainda temos muitas dúvidas sobre esses diferentes contextos e sobre como a inflação irá ceder nos próximos meses. Um indicador favorável para a tese de redução inflacionária é o preço futuro das commodities que se encontra em curva acentuada de *backwardation*. A queda dos preços das metálicas e grãos variou de 25%-40% nos últimos 2 meses.

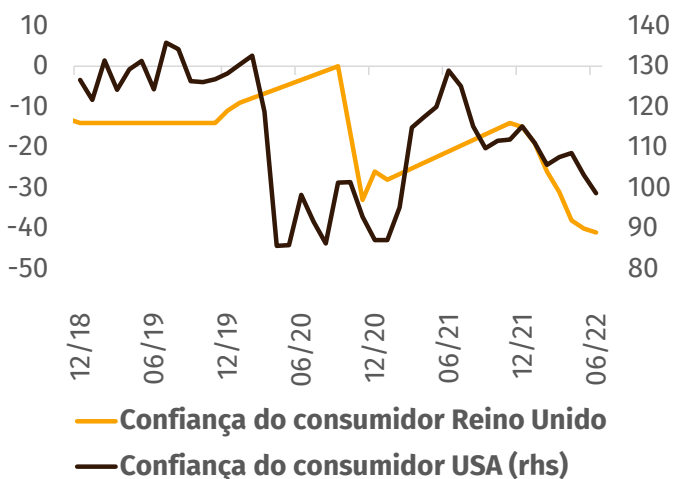
S&P GLOBAL - PMI DE MANUFATURA (ÍNDICE)



Fonte: Bloomberg

Podemos observar que o consumidor americano sofre queda real do poder aquisitivo. Enquanto a inflação está rodando a 8,5% a.a., os reajustes salariais estão perto de 5% a.a. Este é um fenômeno nunca vivenciado por algumas gerações e que deve pressionar bastante a classe média. Portanto, esperamos uma redução de consumo no horizonte próximo. Os dados mais recentes de confiança ao consumidor reforçam essa visão.

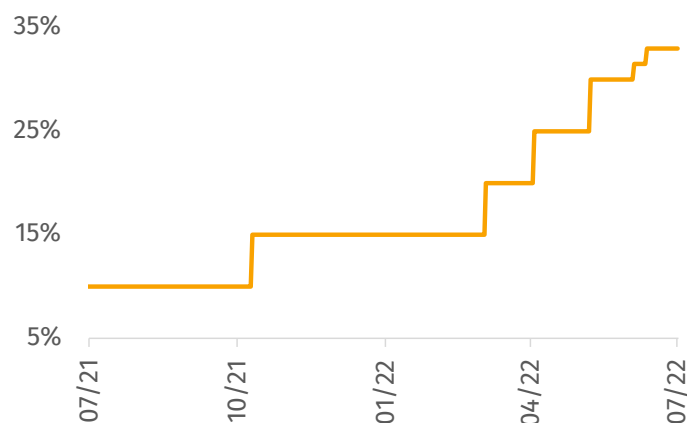
CONFIANÇA DO CONSUMIDOR - REINO UNIDO E USA (ÍNDICE)



*fonte: Bloomberg & Riza Asset

O mercado vem precificando um aumento de probabilidade de recessão, saindo de 15% no 1T22 para atuais 33% (ver gráfico abaixo). No 1T22, o PIB americano apresentou retração de 1,6% a.a. e existe a possibilidade de um 2T22 negativo, que seria considerado uma recessão técnica.

PROBABILIDADE DE RECESSÃO (%)



Fonte: Bloomberg

Na Europa, o ECB viu seu cenário deteriorar com a restrição do fluxo de gás natural Russo e consequente alta dos preços de energia. Como consequência, foi acionada a fase 2 do plano emergencial de energia do governo alemão e existe um risco de medidas de racionamento ou interrupção do gás russo. Acreditamos que o ECB se encontra claramente atrás da curva e como consequência o Euro se desvaloriza significativamente contra o dólar.

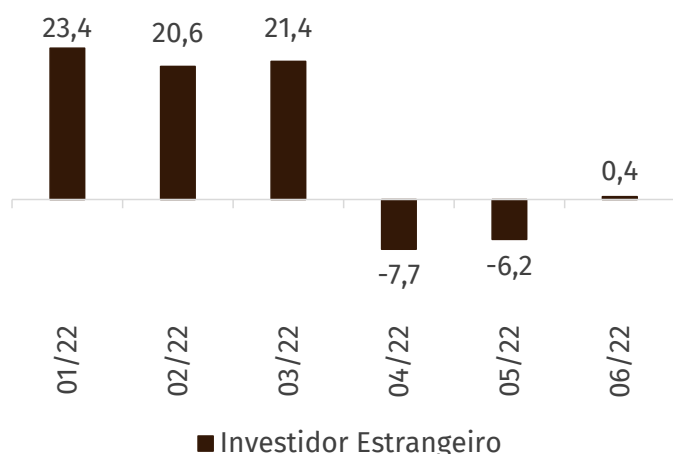


BRASIL

No Brasil, tivemos um trimestre marcado pela discussão de impactos fiscais pela PEC dos Benefícios Sociais e da reversão do fluxo estrangeiro visto nos primeiros três meses do ano. O fluxo estrangeiro na Bolsa, no 2T22, foi negativo em R\$13,4bn versus um fluxo positivo de R\$65,3bn no 1T22. Nossa leitura é que este período concentrou toda a rotação dos portfólios globais e de mercados emergentes à exposição de commodities. Em um ambiente fiscal e político ruim os estrangeiros não aumentaram exposição ao Brasil.

No trimestre, o Ibovespa caiu -17,8%, revertendo praticamente toda a alta de janeiro a março de 2022. Com o risco fiscal e o dólar forte no mundo, o BRL depreciou 10,9%, sendo umas das piores moedas entre os emergentes.

FLUXO DE BOLSA DO INVESTIDOR ESTRANGEIRO (R\$ BILHÕES)



No campo político, o governo continua propondo medidas populistas e que adicionam risco fiscal. As duas principais foram (i) a PEC dos Benefícios Sociais ou PEC das Bondades com impacto fiscal de R\$41bn e (ii) a PLP18 que reduz o ICMS em um teto de 17% e tem impacto fiscal de R\$29,6bn referente ao ressarcimento aos Estados. A PEC dos Benefícios Sociais tem como principais medidas, até o fim do ano, o aumento do auxílio Brasil de R\$400 para R\$600 por mês, a criação dos auxílios caminhoneiro (R\$1.000/mês), taxista e gás. Assim como foi na PEC dos Precatórios, tivemos muito ruído de medidas mais graves como decretação de calamidade e dando carta branca para gastos adicionais. Do lado positivo, o governo decidiu não dar aumento para servidores.

Após aumento de preço de combustíveis pela Petrobras, observamos diversos ruídos sobre uma possível intervenção na política de preços. A classe política chegou a declarar guerra a Petrobras e ventilaram medidas como (i) mudança da Lei das Estatais (ii) dobrar a CSLL do setor e (iii) introduzir imposto de exportação do petróleo. No final, o Ministério de Minas e Energia anunciou a demissão do Presidente da companhia, José Mauro Coelho, após apenas 40 dias no cargo, e indicaram Caio de Andrade.

Nas reuniões de maio e junho, o Copom entregou, dentro do esperado, uma alta da Selic de 100 bps e 50 bps respectivamente, levando a Selic para 13,25% a.a. O BC sinalizou mais uma alta de mesma ou menor magnitude para a reunião em agosto e deixou a porta aberta para a reunião subsequente. Diversas sinalizações do Copom indicam que o Comitê prefere manter o juro elevado por mais tempo do que estender ainda mais o ciclo. Também, a partir da próxima reunião, seu horizonte passa a ter um peso em 2024, ano em que as expectativas de inflação (3,00% a.a.) estão abaixo da meta (3,25% a.a.). Portanto, esperamos que o Copom termine o ciclo em 13,75% a.a. na próxima reunião.

Quanto à Inflação, após um mês de hiato na divulgação do relatório Focus, o Banco Central voltou a publicar a pesquisa. Continuamos a observar a deterioração das expectativas, sendo que os agentes indicaram, no último relatório do mês de junho, uma estimativa de inflação de 8,89% para o ano de 2022 (versus 7,65% em abril), 4,39% para o ano de 2023 (versus 4,10% em abril). Após aprovação da PLP18, acompanhamos a revisão das projeções da inflação de alguns players de 9,0% para 7,5% em 2022 e mantiveram perto de 5,0% para 2023. Começamos a ver alguns dados um pouco abaixo do esperado, como o IPCA de maio, e achamos provável que tenhamos atingido finalmente o pico inflacionário neste 2º trimestre.

Grande parte do arrefecimento dos preços das commodities no mês de junho foi neutralizado pela depreciação do Real. O câmbio e o estímulo fiscal são riscos importante para o arrefecimento da inflação.

Atividade econômica segue surpreendendo na margem, o que levou agentes financeiros a revisarem suas projeções de crescimento do PIB para +1,5% em 2022. O CAGED continua forte e a última taxa de desemprego veio em 9,8%, abaixo do esperado em 10,2%.



RESULTADOS

RETORNOS

Em abril, maio e junho, o fundo apresentou resultado de +2,00%, +2,10% e +1,24%, respectivamente, acumulando no ano +8,10% versus um CDI de 5,42%. Desde o início, o fundo acumula rentabilidade de 27,01%.

No trimestre, tivemos uma performance positiva no portfólio de crédito nas estratégias High Grade (+2,10%), High Yield (+1,26%), Estruturado (+0,72%). Além disso, dentro da estratégia Hedge e Macro Tático, tivemos uma performance positiva em +0,91% e +0,81%, respectivamente, primordialmente em alocações em juros e como detrator de performance uma alocação em USD-BRL.

Estratégias	Abr	Mai	Jun	2T22	Ano
Caixa	0,09%	0,14%	0,14%	0,37%	0,72%
Crédito					
High Grade	0,92%	0,62%	0,56%	2,10%	3,49%
High Yield	0,29%	0,29%	0,68%	1,26%	2,15%
Offshore	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,12%
Estruturado	0,15%	0,31%	0,26%	0,72%	1,60%
Hedge	0,86%	0,02%	0,03%	0,91%	0,57%
Macro Tático	0,03%	1,07%	-0,29%	0,81%	0,77%
Tx Pfee	-0,27%	-0,27%	-0,06%	-0,60%	-0,63%
Tx Adm e Custos	-0,07%	-0,08%	-0,07%	-0,22%	-0,44%
Total	2,00%	2,10%	1,24%	5,35%	8,10%

PORTFÓLIO

POSICIONAMENTO ATUAL

Encerramos o mês com 87,2% do PL alocado em um portfólio composto por 81 ativos (-2 ativos tri contra tri). O fundo está com carregos bruto em CDI + 3,0% a.a. e com um prazo médio de 2,0 anos.

Não alteramos significativamente nossas estratégias, mantendo zero de exposição offshore. Neste trimestre, observamos um pequeno fechamento dos spreads de crédito, medidos pelo Idex-cdi, de 1,80% em março para 1,65% em junho.

PERSPECTIVAS

Na última carta, comentamos sobre oportunidades em posições de hedge tomadas em juros por conta de uma pressão inflacionária maior e da continuação de desancoragem das expectativas. Estamos agora com uma perspectiva de desaceleração inflacionária para o segundo semestre por conta do efeito contracionista da alta de juros e do alívio recente das commodities. Também achamos que ruídos fiscais tendem a diminuir após aprovação da PEC dos Benefícios Sociais e entrada em campanha eleitoral.

Após forte abertura da curva de juros e depreciação do BRL, estamos construtivos em posições aplicadas em juros e compradas em BRL, com carregos relevantes. Principais riscos que enxergamos são uma recessão global e consequente aversão a risco e um cenário conturbado de disputa eleitoral.

Naturalmente que nossa opinião muda de acordo com o nível de preços em um mercado extremamente volátil, portanto estamos atuando de maneira mais tática.

Segue abaixo a quebra de alocação entre as estratégias no fim deste mês.

Estratégias	% PL			
	Abr/22	Mai/22	Jun/22	Alocação-Alvo
Caixa	13,2%	14,1%	12,8%	10,0%
High Grade	44,3%	44,1%	44,8%	30,0%
High Yield	18,7%	18,7%	19,2%	20,0%
Estruturado	23,8%	23,1%	23,2%	20,0%
Offshore	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%
Total	100%	100%	100%	100%