



RIZA DAIKON

Riza Asset Management

PANORAMA

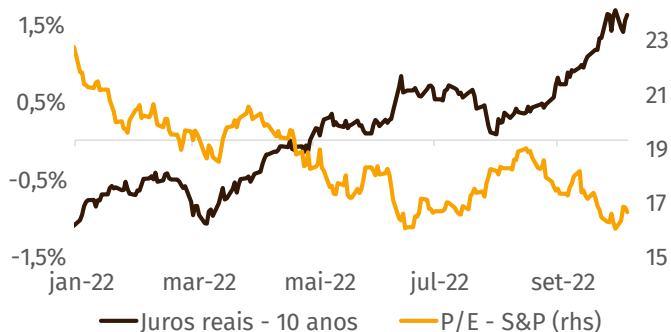
INTERNACIONAL

No mercado internacional, os temas mais importantes do trimestre foram: (i) forte abertura da curva de juros nos países desenvolvidos (ii) dados de inflação piores que esperados na Europa (iii) maior risco de recessão global e (iv) agravamento da falta de suprimento de gás no início do inverno Europeu.

Tanto o juro nominal, quanto o juro real de 10 anos americano apresentaram uma abertura de aproximadamente 100 bps. Isto levou os investidores a reprecificarem o valuation das empresas, reduzindo o múltiplo Preço/Lucro frente a uma taxa de desconto maior. O S&P500 e a Nasdaq apresentaram, no trimestre, quedas de -5,3% e -4,8%, respectivamente.

A volatilidade no mercado acionário se mantém alta com grandes oscilações após dados de inflação. Resultados do CPI e PPI, em julho, melhores que esperados suportaram uma alta do índice com a perspectiva de soft landing, revertida rapidamente após os dados piores que esperado em agosto.

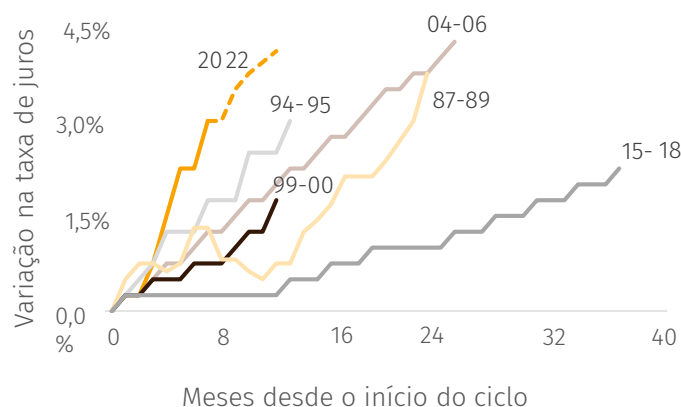
JUROS REAIS 10 ANOS USA VS P/E 1 FWD S&P500



Fonte: Blomberg & Riza Asset.

Em setembro, o FOMC entregou dentro do esperado um aumento de 0,75% a.a., elevando o Fed Funds rate para 3,25% a.a.. A curva de juros futura precifica um fim de ciclo em março de 2023 em 4,50% a.a.. As projeções dos pontos (“Dots”) pelos diretores do Fed vieram bem mais altas que a última projeção (4,40% a.a. vs. 3,40% a.a. em 2022 e 4,60% a.a. vs. 3,80% a.a. em 2023). Podemos reparar no gráfico abaixo a velocidade e magnitude de alta deste ciclo atual.

VELOCIDADE DA ALTA DE JUROS ENTRE CICLOS (USA)



Fonte: Bloomberg & Riza Asset

Os investidores buscam constantemente interpretar as falas dos diretores do Fed para prever como será a alta de juros ao longo desse ciclo de aperto monetário. Powell e outros diretores vem mantendo um discurso hawkish para o mercado, deixando claro que manterão juros mais altos até que se observe os efeitos de arrefecimento no mercado de trabalho, que segue forte sem sinais de desaceleração.

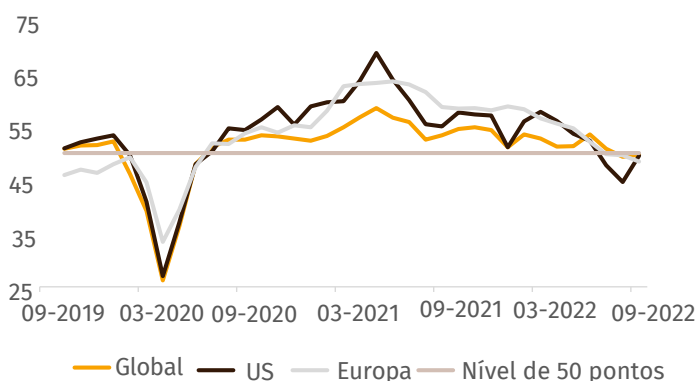
Na Europa, o ECB (Banco Central Europeu) realizou duas altas, de 50bps e 75bps nas reuniões de julho e setembro, respectivamente, subindo os juros de -0,50% a.a. para 0,75% a.a. O mercado projeta um fim de ciclo em torno de 2,50% em março 2023. Com dados inflacionários extremamente altos (PPI Alemão de 45,3% a.a. e CPI Europeu de 10% a.a.) o ECB se encontra claramente atrás da curva e o Euro sofre como consequência, desvalorizando 6,5% no trimestre. O problema de suprimento de gás deve levar a Europa a uma recessão.

Na Inglaterra, também observamos uma abertura significativa da curva de juros após a proposta de um pacote fiscal de corte de impostos e aumento dos gastos pela primeira-ministra, Liz Truss. O Gilt (juros) de 10 anos saiu de 2% em julho para a máxima de 4,5% em 28 de setembro. O Banco Central Inglês anunciou uma intervenção emergencial por meio da compra de títulos públicos para estabilizar o mercado. Nos parece um equívoco de política monetária realizar QE (quantitative easing), quando o mais apropriado, em nossa visão, seria uma alta emergencial de juros.

Pelo lado da atividade, observamos uma clara desaceleração com PMI's globais menores que esperados e abaixo de 50, nível que representa contração econômica. Também notamos uma volta a “normalidade” de custos de transporte que deve reduzir a pressão inflacionária.

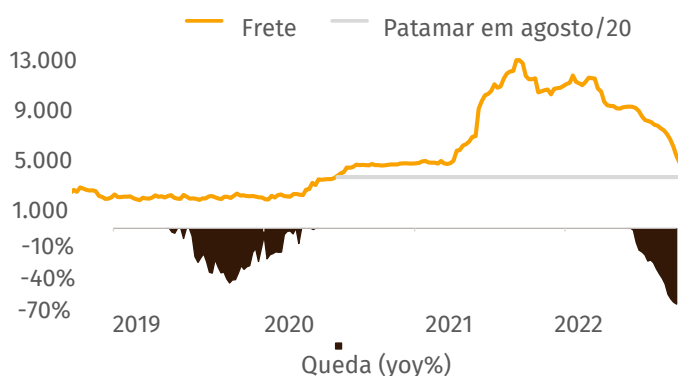


S&P GLOBAL -PMI DE MANUFATURA (ÍNDICE)



*fonte: Bloomberg & Riza Asset

CUSTO DE FRETE (US\$)



Fonte: Bloomberg & Riza Asset

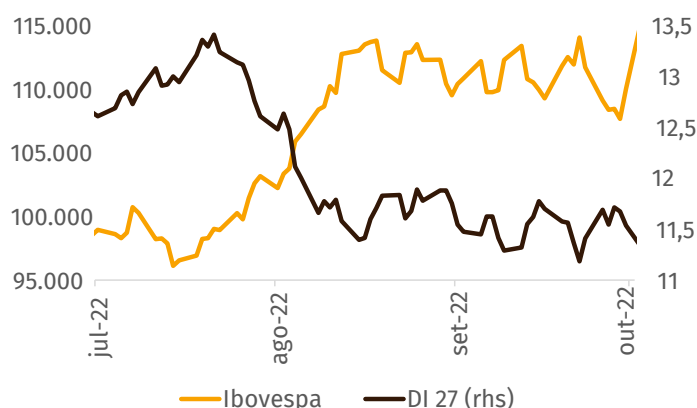
A inversão de curva de juros de 2 anos com o de 10 anos chegou a -40bps no trimestre, sugerindo uma maior chance de recessão nos Estados Unidos. Além disso, o indicador de probabilidade de recessão da Bloomberg, que acompanhamos desde a última carta, aumentou de 33% para 50%.

BRASIL

No Brasil, ao longo do terceiro trimestre, os ativos seguiram com bom desempenho relativo, refletindo o momento positivo na economia e o contexto de fim de ciclo de juros. Entre os meses de julho e agosto, a curva de juros teve uma queda relevante de mais de 100 bps por conta da visibilidade do fim do ciclo de aperto monetário e queda da pressão inflacionária. Esta perspectiva, combinada com um fluxo estrangeiro positivo, deu suporte para a bolsa ter bom desempenho em agosto (+6%), auxiliando na alta de 11,6% do Ibovespa no trimestre. No mercado de câmbio o BRL depreciou 3,0% e o DI Jan27 fechou de 12,65% para 11,53%.

O fluxo estrangeiro na Bolsa, no 3T22, foi positivo em R\$18,2bn versus um fluxo negativo de R\$13,4bn no 2T22.

DI JANEIRO 27 VS IBOVESPA



Fonte: BBloomberg

Os dados de inflação foram melhores que o esperado. Observamos deflação em julho (-0,68% mês a mês) e agosto (-0,40% mês a mês) após sucessivas quedas de preço de combustíveis tanto por conta da redução da Petrobras, quanto pelo efeito das desonerações de impostos. De acordo com relatório Focus, a estimativa de inflação para o ano de 2022 caiu de 7,96% em junho para 5,74% e para 2023 se manteve em 5,00%. Como projetamos na última carta, o pico inflacionário no 2º trimestre se confirmou.

No campo político, investidores ficaram mais cautelosos em setembro, aguardando os resultados do pleito eleitoral. O resultado do 1º turno surpreendeu devido a uma menor distância entre Lula (48,4%) e Bolsonaro (43,2%) do que as pesquisas apontavam, e a vitória significativa de partidos de centro-direita no Congresso, com destaque para o PL (bancada subiu de 76 para 99 deputados) e União Brasil (de 51 para 59 deputados).

No âmbito econômico, a atividade segue surpreendendo positivamente mesmo com uma taxa de juros em território restritivo. O mercado revisou para cima as projeções de crescimento, com PIB de 2022 saindo de +1,5% para +2,8%. Observamos um primeiro efeito de aperto monetário no aumento da inadimplência de pessoas físicas (de 2,3% no fim de 2021 para 2,8% em agosto) e estabilização do crédito.

Na reunião de agosto, o Copom determinou, dentro do esperado, uma alta da Selic de 50 bps, levando a taxa para 13,75% a.a. Na reunião de setembro, o comitê decidiu pela manutenção dos juros, com 7 votos a favor e 2 contrários (alta de 25 bps). O comitê manteve uma mensagem mais *hawkish* em que avaliará manutenção por período suficientemente prolongado e não hesitará em retomar o ciclo caso necessário.



RESULTADOS

RETORNOS

Em julho, agosto e setembro, o fundo apresentou resultado de +1,64%, +2,70% e +1,14%, respectivamente, acumulando no ano +14,12% versus um CDI de 8,9%. Desde o início, o fundo acumula rentabilidade de 34,1%.

No trimestre, tivemos uma performance positiva no portfólio de crédito nas estratégias *High Grade* (+2,01%), *High Yield* (+0,88%), *Estruturado* (+0,70%). Além disso, dentro das estratégias *Hedge* e *Macro Tático*, tivemos uma performance positiva em +1,00% e +1,27%, respectivamente, sendo primordialmente em alocações aplicadas em juros nominais (+1,21%) e vendas em S&P500 (+1,04%). Como detrator de performance tivemos uma alocação em USD-BRL (-0,06%).

Estratégias	Jul	Ago	Set	3T22	Ano
Caixa	0,11%	0,16%	0,15%	0,42%	1,20%
Crédito					
High Grade	0,61%	0,71%	0,69%	2,01%	5,70%
High Yield	0,31%	0,30%	0,27%	0,88%	3,12%
Offshore	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,12%
Estruturado	0,24%	0,26%	0,20%	0,70%	2,37%
Hedge	0,06%	0,89%	0,05%	1,00%	1,66%
Macro Tático	0,54%	0,85%	-0,12%	1,27%	2,17%
Tx Pfee	-0,16%	-0,39%	-0,01%	-0,56%	-1,29%
Tx Adm e Custos	-0,07%	-0,08%	-0,09%	-0,24%	-0,29%
Total	1,64%	2,70%	1,14%	5,48%	14,12%

PORTFÓLIO

POSICIONAMENTO ATUAL

Encerramos o mês com 85,6% do PL alocado em um portfólio composto por 91 ativos (+10 ativos tri contra tri). O fundo está com carregamento bruto em CDI + 2,7% a.a. e com um prazo médio de 2,2 anos.

Não alteramos significativamente nossas estratégias, continuando sem alocação no mercado *offshore*. Neste trimestre, observamos uma pequena abertura dos *spreads* de crédito medidos pelo IDEX-CDI, de 1,72% em julho para 1,87% em setembro.

PERSPECTIVAS

Na última carta, comentamos sobre oportunidades em posições aplicadas em juros. Zeramos estas posições ao longo de agosto com desempenho positivo. Estamos agora mais cautelosos principalmente em função do cenário externo.

Temos uma perspectiva desafiadora para ativos de risco após relevante abertura de juros e incertezas sobre o fim de ciclo nos países desenvolvidos. O mercado acionário

americano ainda negocia a múltiplos altos frente a um novo paradigma de juros reais positivos e em ascensão. Também estamos preocupados com uma série de riscos como (i) potencial crise imobiliária e desaceleração chinesa (ii) crise energética e recessão na Europa e (iii) *hard landing* na economia americana (iv) escalada da guerra na Ucrânia, com possibilidade de uso de armas nucleares. Neste contexto, montamos posição vendida no índice S&P500.

Em visão oposta, achamos os *valuations* dos ativos brasileiros atrativos, porém com nosso viés externo negativo estamos mais conservadores em nos posicionar no mercado local. A curva de juros já precifica uma queda da Selic para 10,0% a.a. até meados de 2024, mesmo com enorme incerteza sobre a política fiscal de um potencial governo de esquerda. Com a volta do petróleo para o patamar de US\$ 90 – 100/bbl, junto a uma inflação de serviços ainda elevada, podemos enxergar um desvio de expectativa inflacionária e, portanto, mudança de percepção na queda de juros. A curva nos parece sem prêmio suficiente para posições aplicadas.

Naturalmente, 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			
	Jul/22	Ago/22	Set/22	Alocação-Alvo
Caixa	12,6%	16,5%	14,4%	10,0%
High Grade	46,1%	46,6%	52,2%	30,0%
High Yield	18,7%	16,4%	15,2%	20,0%
Estruturado	22,6%	20,5%	18,2%	20,0%
Offshore	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%
Total	100%	100%	100%	100%