



**RIZA DAIKON**

Riza Asset Management

# CARTA DE GESTÃO: RIZA DAIKON | JUNHO 2023

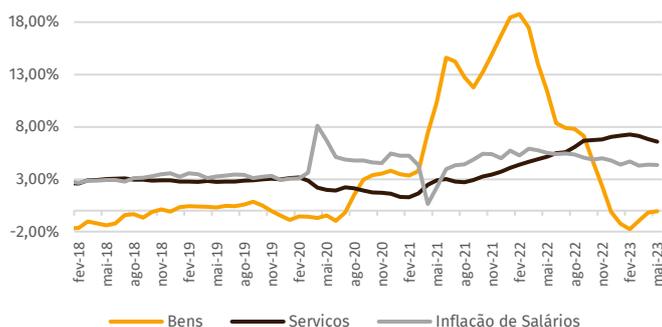
## PANORAMA

### INTERNACIONAL

No mercado internacional, os temas mais importantes do trimestre foram (i) os dados de inflação melhores que o esperado (ii) a interrupção do ciclo de alta de juros pelo Fed e (iii) a forte apreciação de ações de tecnologia, seguindo a temática de inteligência artificial.

A inflação americana deu sinais de redução além que o esperado nos últimos meses. O CPI caiu de 6,5% a.a. no fim de 2022 para 4,0% no fim de maio de 2023. Grande parte desta queda foi puxada pela inflação de bens, pois o núcleo do CPI ainda se encontra em patamares elevados, na casa de 5,3% a.a.. Isso ocorre no contexto de uma inflação de serviços pressionada, devido ao robusto mercado de trabalho americano.

### CPI US DE BENS E SERVIÇOS & INFLAÇÃO DE SALÁRIOS

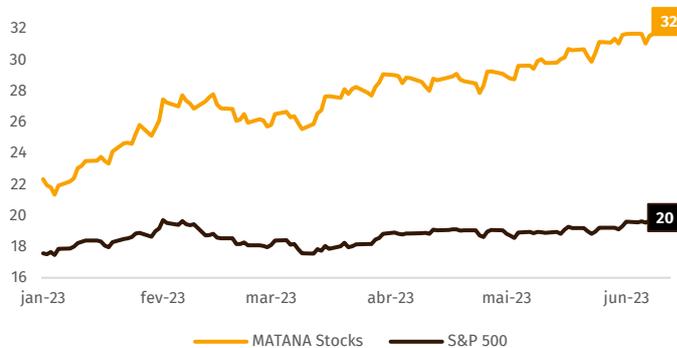


Fonte: FED & Riza Asset.

Na última reunião do Fed, no meio de junho, a decisão de manutenção de juros, entre 5,00%-5,25% a.a. foi em linha com a expectativa do mercado e solidifica uma preferência pelo fim da alta de juros e manutenção deste patamar por tempo mais prolongado. Por outro lado, os "Dots" dos diretores, sinalizam, pela mediana, entre mais uma ou duas altas de 25 bps ao longo do ano. Portanto, o Fed indica o fim de alta do ciclo com um possível ajuste marginal dependendo dos dados futuros de inflação e desemprego.

Esta previsibilidade do fim do aperto monetário aliado a um forte mercado de trabalho proporcionou um ambiente favorável para ativos de risco, reforçando assim um cenário de *soft landing*. O S&P500 subiu 15,91% no ano e 8,30% no segundo trimestre. Porém, grande parte desta alta foi puxada por 6 ações (MATANA – Meta, Apple, Tesla, Google, Nvidia e Amazon) como podemos observar no gráfico abaixo. O múltiplo médio Preço/Lucro dessas 6 empresas se encontra em 32x, bem acima da média histórica.

### PERFORMANCE S&P500 VS MATANA (Base 100 = 01/01/2023)



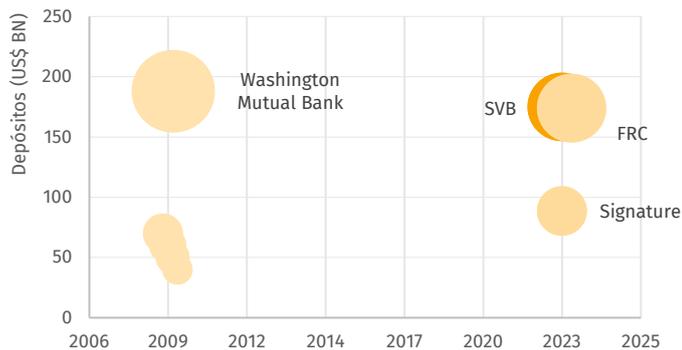
Fonte: Bloomberg

Nos impressionou que durante a semana de março em que tivemos as quebras do SVB, First Republic Bank e depois do salvamento do Credit Suisse pelo UBS, o S&P500 subiu 1,5% no período. As soluções dadas pelo Tesouro americano, foram extremamente rápidas e contiveram qualquer risco de contágio no sistema financeiro. Neste período, os bancos americanos tomaram US\$165bn em linhas de liquidez do Fed versus um máximo de US\$111bn na crise de 2008.

Os casos de quebra desses dois bancos evidenciaram dois problemas importantes: (i) descasamento de prazo médio entre ativo e passivo com perdas relevantes para serem incorridas caso tenham que vender seus investimentos em títulos do tesouro americano (ii) tendência de fuga de capital dos bancos médios para grandes bancos pela diferença de remuneração dos depósitos. Para o (i) o FIDC estima perdas não realizadas de US\$515bn para todo o sistema bancário e para o (ii) existem um total de US\$300bn de depósitos que podem migrar em busca de taxas mais atraentes.

Além disso, os Bancos médios são grandes financiadores de ativos imobiliários comerciais, um setor que sofre de vacância após o Covid e que tem grande volume de amortização (estimado em US\$1,4tri pela Mortgage Bankers Association) para serem refinanciados neste ano.

## QUEBRA DE BANCOS POR TAMANHO DE ATIVOS (US\$ Bn)



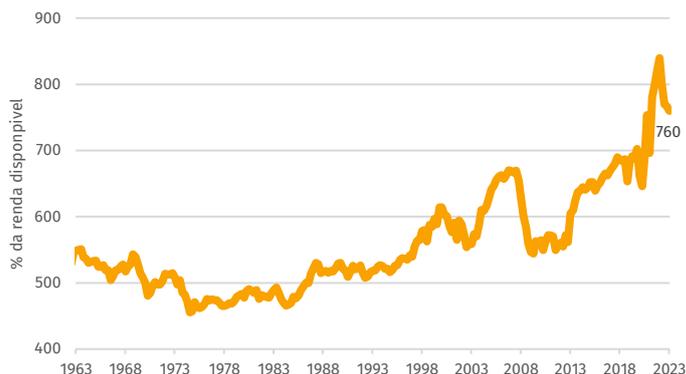
Fonte: FDIC

A economia americana, para o setor de manufatura, vem dando claros sinais de desaceleração e se encontra em território recessivo, como podemos observar PMIs de manufatura abaixo de 50,0 pontos ao longo de todos os meses do ano. Porém, o setor de serviços ainda se encontra muito aquecido e consequentemente sustenta os dados de emprego sem uma desaceleração significativa para que a economia entre em um cenário recessivo.

Temos muitas dúvidas sobre quais os motivos deste ciclo econômico estar se estendendo, mesmo após vermos um dos ciclos de alta de juro mais alto da história. Possíveis teses que podem explicar esse fenômeno são:

- (i) o patrimônio médio do americano sobre sua disponibilidade de renda ainda se encontra em patamar alto suficiente para justificar a manutenção do consumo (gráfico abaixo);
- (ii) a resiliência, mesmo com juros altos, dos preços de casas e das ações, não reduz o "Wealth Effect" que trigaría uma redução de consumo;
- (iii) comportamentos diferentes após a pandemia que estimulam consumo de serviços sem a elasticidade histórica da relação de custo de capital x consumo;
- (iv) grande parte da dívida corporativa é pré-fixada e, portanto, as empresas demoram mais para sentir o maior custo financeiro e consequentemente executar redução de investimentos e corte de custos;
- (v) o enxugamento de liquidez ainda é marginal no relativo da maior injeção de liquidez global da história.

## PATRIMÔNIO DO CONSUMIDOR (% DA RENDA DISPONÍVEL)



Fonte: Bloomberg

## BRASIL

No Brasil, ao longo do último trimestre, observamos uma redução significativa dos prêmios de risco após o avanço do arcabouço fiscal. Esse movimento é bem evidenciado no fechamento da curva de juros. Entre o início de março e fim de junho, o DI Jan27 fechou de 13,00% a.a. para 10,15% a.a., precificando um corte de juros de 475 bps para terminar com a Selic em 9,0% a.a. no fim de 2024.

Com o ambiente externo mais favorável e a solidificação da queda de juros, a Bolsa apresentou uma alta +15,9% entre abril e junho.

O arcabouço fiscal limitou o crescimento real das despesas entre 0,6% e 2,5% a.a. por um fator do crescimento do PIB e retirou um medo maior do mercado de não ter regra plausível para os gastos fiscais. Além disso, o governo criou metas de primário (0% em 2024, +0,5% em 2025 e +1,0% em 2026) com bandas de intervalo que indicam a direção desejada. Em nossa opinião, o arcabouço é inteligente, porém apresenta uma certa complexidade que deve resultar em uma fragilidade nos momentos de baixo crescimento, com políticos buscando brechas de exceção de gastos. Também não acreditamos no cumprimento das metas de resultado primário, em um governo de esquerda, com perfil mais gastador.

No começo do ano, observamos muitos ruídos de retrocessos por parte do Presidente Lula, como ataques ao teto de gastos e ao presidente do Banco Central, mudanças na legislação trabalhista e previdência e tentativa de alteração da Lei do Saneamento via decreto presidencial. Além disso, foram feitas ameaças de uma possível reestatização da Eletrobras, mudança na Política de Preços da Petrobras, estruturação de novo PAC e aumento da presença dos Bancos públicos. Na medida que essas ameaças foram se dissipando, com as respostas do Presidente da Câmara e Senado, o mercado foi se

estabilizando e diminuindo o prêmio de risco dos ativos brasileiros.

Vale destacar a vitória do ministro da fazenda, Haddad, na reoneração dos combustíveis e na aprovação relativamente suave do arcabouço fiscal. O governo tenta agora emplacar a votação para a 1ª fase da reforma tributária com o IVA dual.

Existiam também muitas dúvidas sobre alteração da meta de inflação na reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN), que pesavam nas expectativas inflacionárias. A decisão foi de manter a meta em 3% a.a. de maneira contínua a partir de 2025, com o Banco Central definindo o horizonte relevante. Após essa decisão observamos uma queda nas expectativas de inflação para 2025, pelo Focus, de 3,80% a.a. para 3,60% a.a. semana contra semana.

O fluxo estrangeiro na Bolsa foi positivo em R\$3,3bn no primeiro trimestre versus um fluxo negativo de R\$8,6bn do investidor institucional. No segundo trimestre, entre abril e maio, o investidor institucional foi o comprador marginal de Bolsa, dando suporte para as altas mais fortes nos meses de maio e junho.

#### FLUXO ACUMULADO DE BOLSA EM 2023 (R\$ - BN)



Fonte: B3 & Riza Asset

## RESULTADOS

### RETORNOS

Em abril, maio e junho, o fundo apresentou resultados de **+0,36%**, **+1,16%** e **+0,62%**, respectivamente, acumulando no ano **+1,93%** versus um CDI de 6,50%. Desde o início, o fundo acumula rentabilidade de 43,49% versus um CDI de 27,15%.

No trimestre, tivemos performance positiva no portfólio de crédito nas estratégias High Grade (+2,00%), High Yield (+0,42%). Como detrator de performance tivemos as estratégias de Estruturados (-0,01%) e Hedge (-0,72%), principalmente advindo de uma posição tomada em juros e vendida em S&P500 por meio de *put spread*. Além disso, vale ressaltar que a performance da carteira High Grade foi impactada pela fraude das Americanas (-1,89%) no semestre

e abertura dos spreads de crédito. Infelizmente, fomos vítimas da maior fraude da história do mercado de capitais.

Estratégias	Abr	Mai	Jun	2T23	Ano
Caixa	0,22%	0,25%	0,21%	0,68%	1,17%
Crédito					
High Grade	0,40%	0,80%	0,80%	2,00%	1,71%
High Yield	0,12%	0,14%	0,15%	0,42%	0,83%
Offshore	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Estruturado	-0,09%	0,15%	-0,07%	-0,01%	-0,38%
Hedge	-0,23%	-0,10%	-0,39%	-0,72%	-0,73%
Macro Tático	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,23%
Tx Pfee	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tx Adm e Custos	-0,06%	-0,08%	-0,08%	-0,22%	-0,44%
<b>Total</b>	<b>0,36%</b>	<b>1,16%</b>	<b>0,62%</b>	<b>2,14%</b>	<b>1,93%</b>

## PORTFÓLIO

### POSICIONAMENTO ATUAL

Encerramos o mês com 80,1% do PL alocado em um portfólio composto por 117 ativos (-5 ativos semestre contra semestre). O fundo está com carregamento bruto em CDI + 2,5% a.a. e com um prazo médio de 2,3 anos.

Neste trimestre, não tivemos grandes mudanças na alocação entre as estratégias. O fundo sofreu na marcação a mercado das posições de crédito e está bem posicionado para obter o retorno de spreads de crédito.

No High Grade, observamos que o spread de crédito, após o pico de stress ter alcançado 3,95bps (excluindo as debêntures das Americanas) em fevereiro, se estabilizou próximo ao 2,70bps. Além disso, em nosso mapeamento de fundos de crédito privado (amostra proprietária de 203 fundos de crédito que representam R\$263bn de AUM pré-americanas), vimos um *outflow* de R\$52,3bn desde o evento das Americanas, em janeiro. Nos últimos meses de maio e junho esse fluxo se estabilizou e esperamos que vire positivo na medida que a performance dos fundos de crédito se estabilize acima do CDI.

### SPREADS DE CRÉDITO HIGH GRADE (IDEX)



## PERSPECTIVAS

Na última carta evidenciamos nossa visão negativa com S&P 500, motivada por uma expectativa de *re-rating* de lucros das companhias em um ambiente de política monetária contracionista. Porém, o cenário se mostrou diferente, com a valorização significativa das empresas de tecnologia puxadas pelo tema de inteligência artificial. Conseguimos zerar a exposição rapidamente na medida que chancelamos um cenário diferente.

Atualmente, apesar de acharmos os valuations das empresas de tecnologia muito esticados, não temos visibilidade de uma virada de ciclo econômico com um mercado de trabalho tão forte. Portanto preferimos ficar neutros e não achamos esta classe de ativo como um bom instrumento de *hedge*.

Em relação ao Brasil, grande parte da perspectiva de queda de juros já está precificada e enxergamos pouco prêmio de risco para posições aplicadas em juros.

Para o portfólio comprado em crédito corporativo, achamos que a tendência de valorização continua no cenário de Selic mais baixa que leva a uma redução do risco de crédito e favorece a volta de fluxo de investimentos para os fundos. Na medida que a Selic caia para patamares de 9% a.a., torna a classe de ativo de crédito com um risco x retorno mais interessante que outros ativos de baixo risco, como CDBs das grandes Bancos entre 95%-99% CDI.

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

### % PL

<b>Estratégias</b>	<b>Abr/23</b>	<b>Mai/23</b>	<b>Jun/23</b>	<b>Alocação-Alvo</b>
Caixa	23,2%	20,1%	19,9%	10,0%
High Grade	57,7%	60,6%	57,4%	30,0%
High Yield	8,7%	8,8%	12,5%	20,0%
Estruturado	10,4%	10,5%	10,2%	20,0%
Offshore	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>