



**Não olhe pra cima**

*"Nada é permanente, exceto a mudança." (Heráclito de Éfeso)*

18 de Maio de 2022



## Não olhe pra cima

*“Nada é permanente, exceto a mudança.” (Heráclito de Éfeso)*

18 de Maio de 2022

### → Visão Macro Global

#### Principais Teses Estruturais

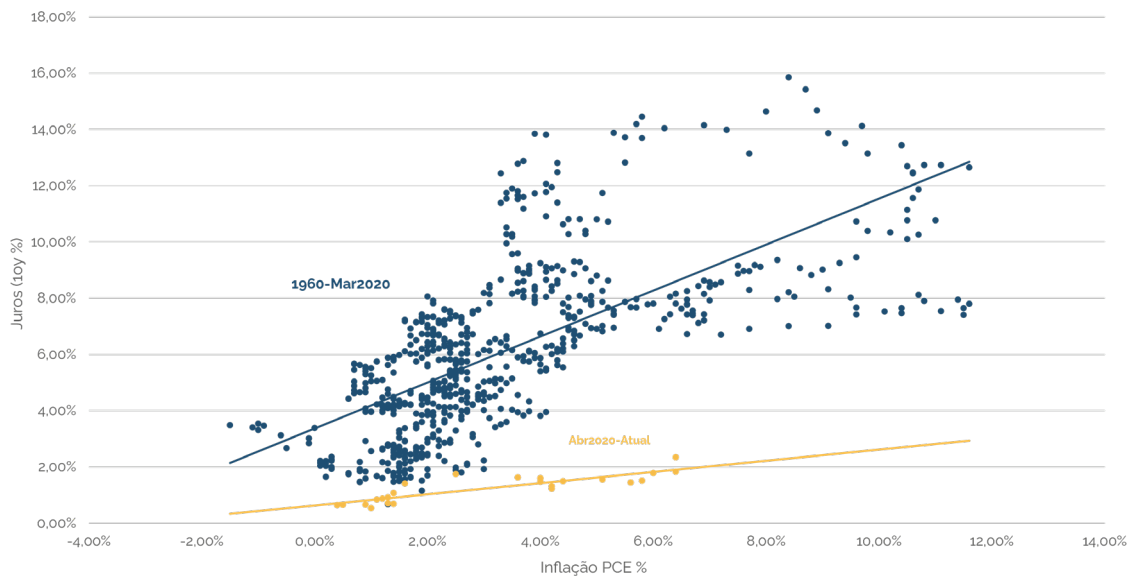
*(Inflação descontrolada, juros fora do equilíbrio)*

Entramos 2022 muito preocupados com o cenário inflacionário global. O advento da guerra entre Rússia e Ucrânia jogou ainda mais lenha na fogueira inflacionária global. Os fundamentos por trás desse quadro inflacionário descontrolado têm fatores tantos conjunturais como estruturais. Na nossa visão, o quadro “desinflacionário” global, que foi uma

tônica da tese de investimento global nos 15 anos pré-pandemia, está mudando fundamentalmente. O mercado resiste em realizar essa nova verdade, mas nós seguimos com viés de tomar juros – principalmente nos Estados Unidos. Acreditamos que as curvas de juros, tanto nominais como reais, seguem subestimando o ciclo de aperto monetário que vem pela frente.

Olhando pela correlação histórica, o nível de juros segue muito baixo dado o nível atual de inflação:

**Figura 01 – Descolamento da Inflação Corrente X Juros Longos**



Fonte: RPS & Bloomberg

**Figura 02 – FED Funds X CPI**



Fonte: RPS, Bloomberg & Federal Reserve

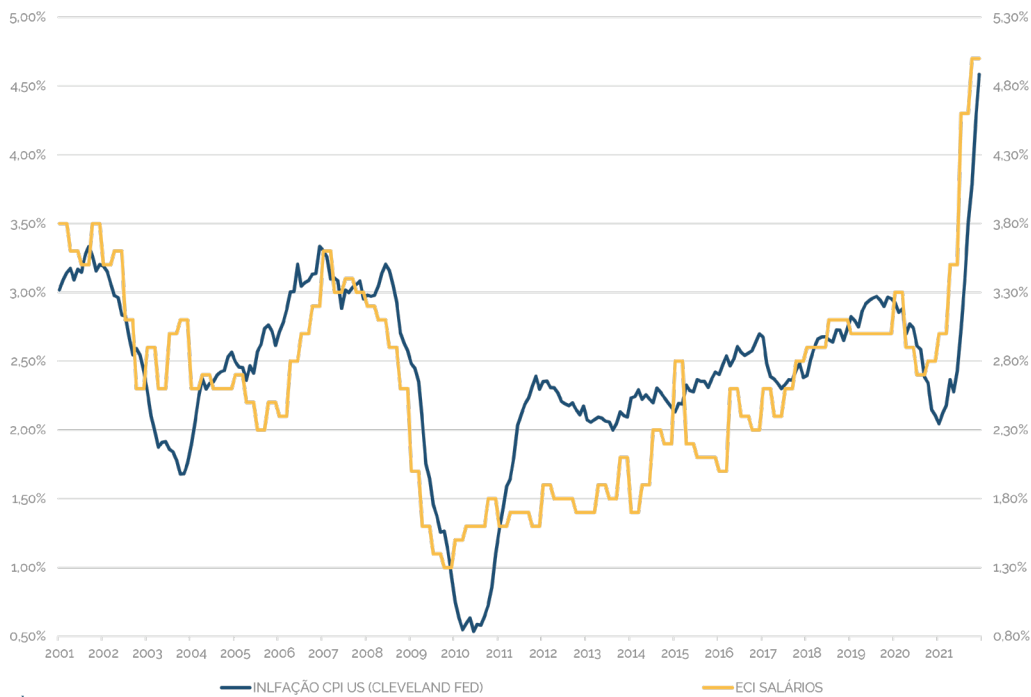
## → Inflação, fatores conjunturais

Estamos vivendo um choque clássico de oferta desde o início da pandemia; faltam chips, falta matéria-prima, a China segue com restrições de mobilidade, a logística global continua engasgada e a inflação de produtos básicos e intermediários não cede como o esperado. A inflação rodou perto do duplo dígito no mundo por muito tempo e seus efeitos de segunda ordem começam a se mostrar endêmicos. O que isso significa? Um ciclo vicioso de alta de salários, aluguel, contratos em geral... Os Bancos Centrais terão de destruir a demanda pois a oferta está de-

morando demais para voltar e a inflação permeou a economia.

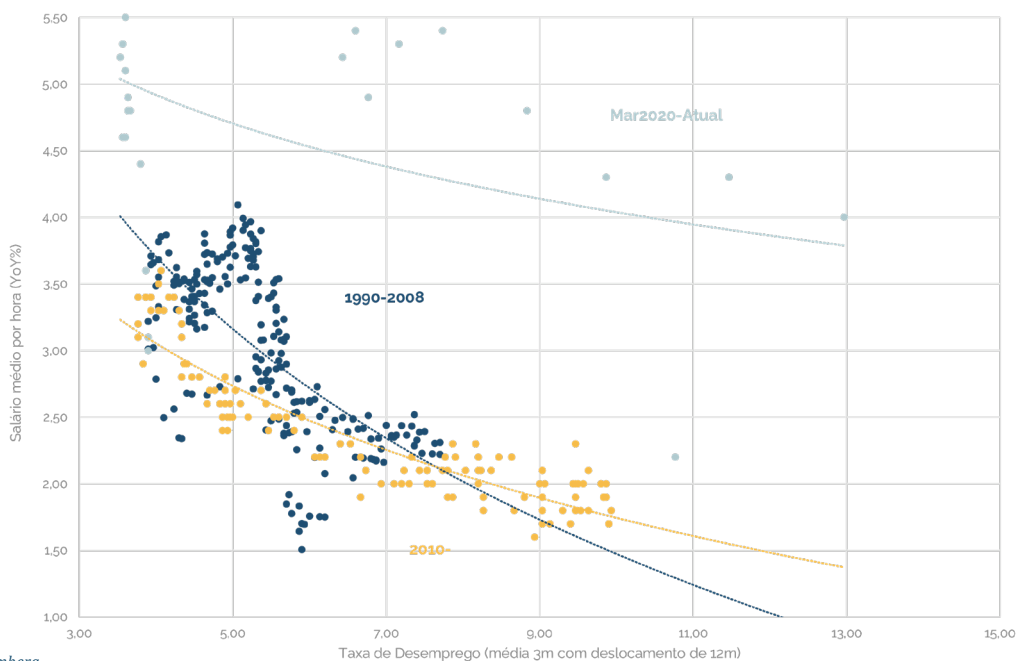
O mercado de trabalho nos EUA está extremamente aquecido, com taxas de desemprego próximas das mínimas históricas. Com a pandemia e os choques de preços decorrentes, parece que a Curva de Philips, que correlaciona taxa de desemprego com salário, sofreu um deslocamento para cima; ou seja, estamos observando níveis salariais bem mais elevados com o mesmo nível de desemprego. Isso é fruto também da inflação elevada que consome o poder de compra dos trabalhadores mundo afora.

**Figura 03 - Inflação Salarial US**



Fonte: RPS & Bloomberg

**Figura 04 - Curva de Philips US**



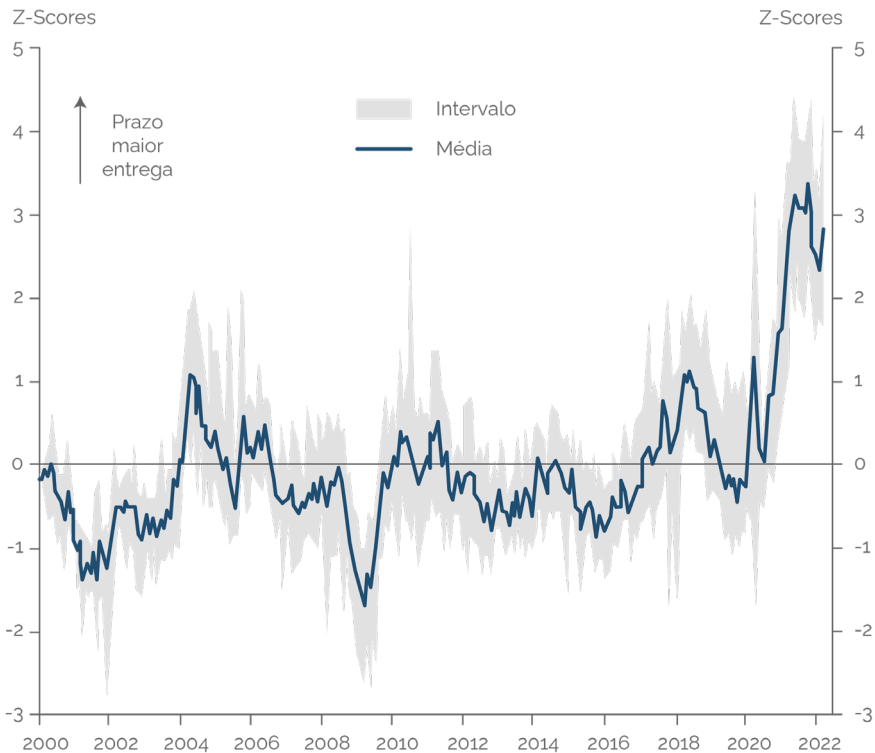
Fonte: RPS & Bloomberg

Como era esperado há 12 meses, os gargalos nas cadeias produtivas seguem elevados e não estão cedendo. A guerra foi um fator adicional de

problema, principalmente na cadeia de produtos básicos como commodities.

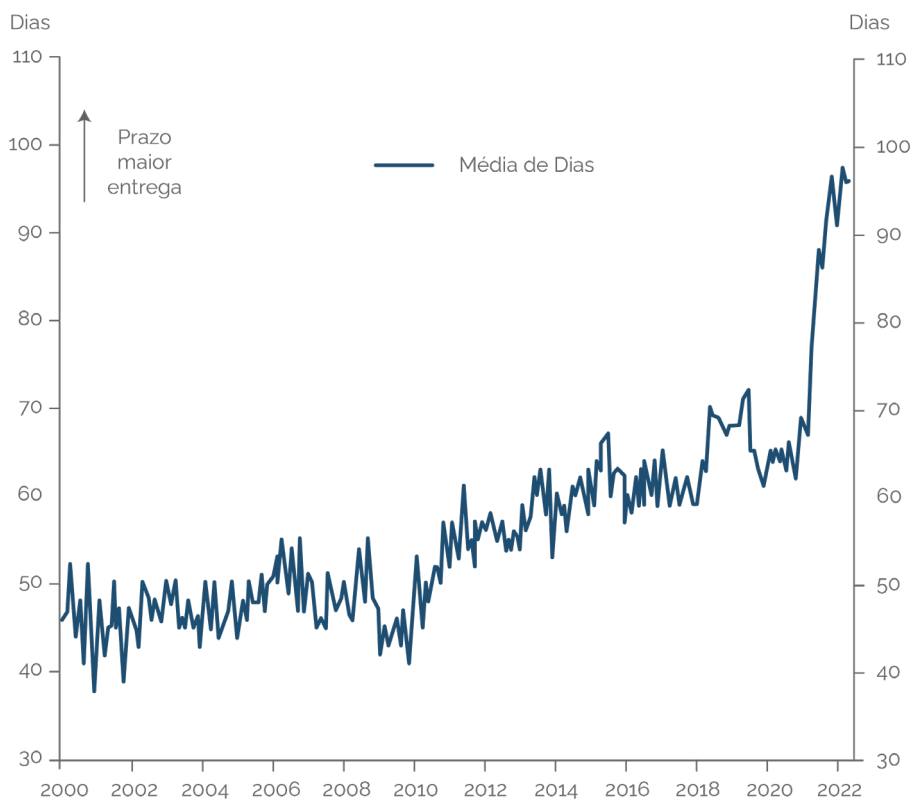
**Figura 05 - Cadeias de Suprimentos pioraram em Março**

*Prazo de entrega fornecedores (Pesquisa EUA)*



Fonte: Markit e RPS Capital

**Figura 06 - Prazo de entrega Matéria Prima, ISM índice de manufatura**



Fonte: Markit e RPS Capital



## → Inflação, fatores estruturais

Além dos fatores conjunturais, existem forças inflacionárias estruturais na nova ordem mundial. A “desglobalização” é uma tendência irreversível, com claras consequências inflacionárias. Adiciona-se a transição energética para uma matriz mais limpa, que é, claramente, inflacionária no curto prazo. Para se ter uma ideia, a onda ESG também pressiona os preços, na medida que fica mais

difícil e caro construir uma nova fábrica, uma nova mina (o que polui menos ainda exige mais dinheiro). Outra força estrutural inflacionária é uma política fiscal global mais expansionista. O mundo segue caminhando para a esquerda, com mais transferência de renda para as camadas mais pobres da população, com mais consumo de produtos básicos e, conseqüentemente, mais inflação basal – esse termo foi muito utilizado nos anos 1950 e 60 para falar da inflação estrutural.

**Figura 07 - Cadeias Globais de Valor**

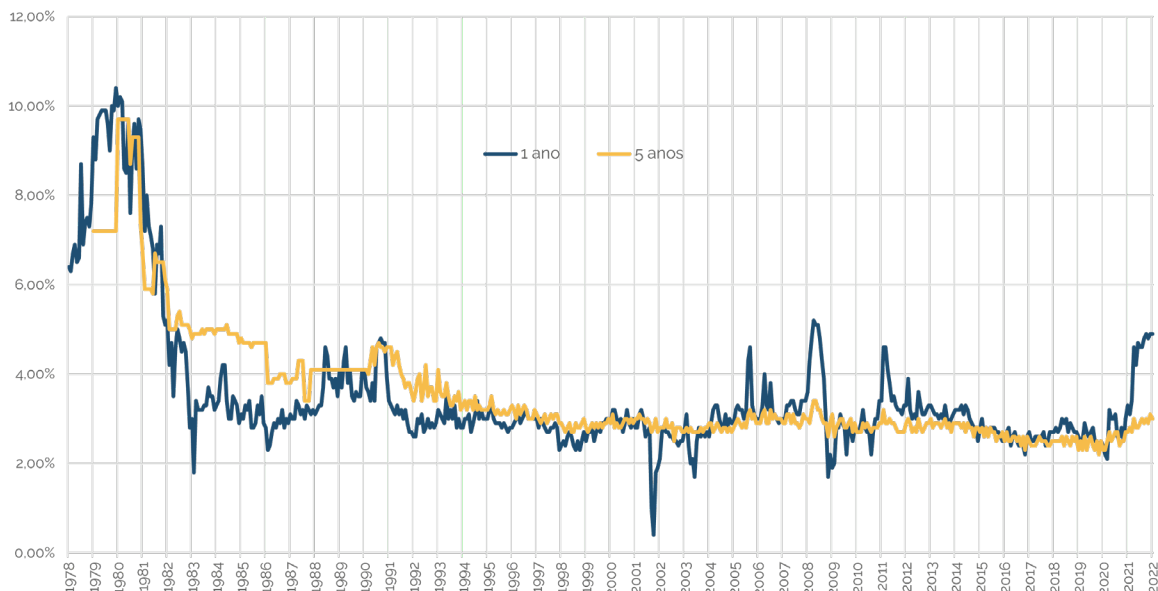


Fonte: Refinitiv

Apesar da nossa visão estrutural, o mercado segue acreditando que a inflação que vivemos é transitória e se normalizará nos próximos trimestres. Não

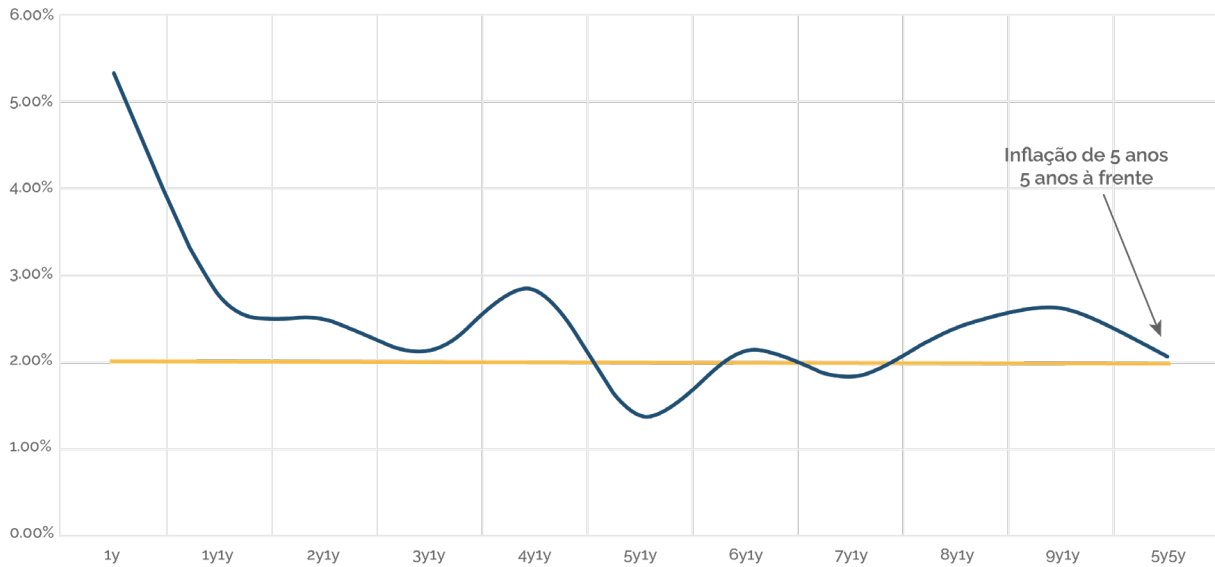
concordamos com essa visão. Estamos, sim, em um novo regime inflacionário global, que demandará destruição de demanda pelos bancos centrais.

**Figura 08 - Expectativas de inflação dos consumidores americanos para os próximos 1 e 5 anos**



Fonte: RPS & University of Michigan

**Figura 09 - Inflação de consumo pessoal esperada a preços de mercado 1 ano a frente para os próximos anos**

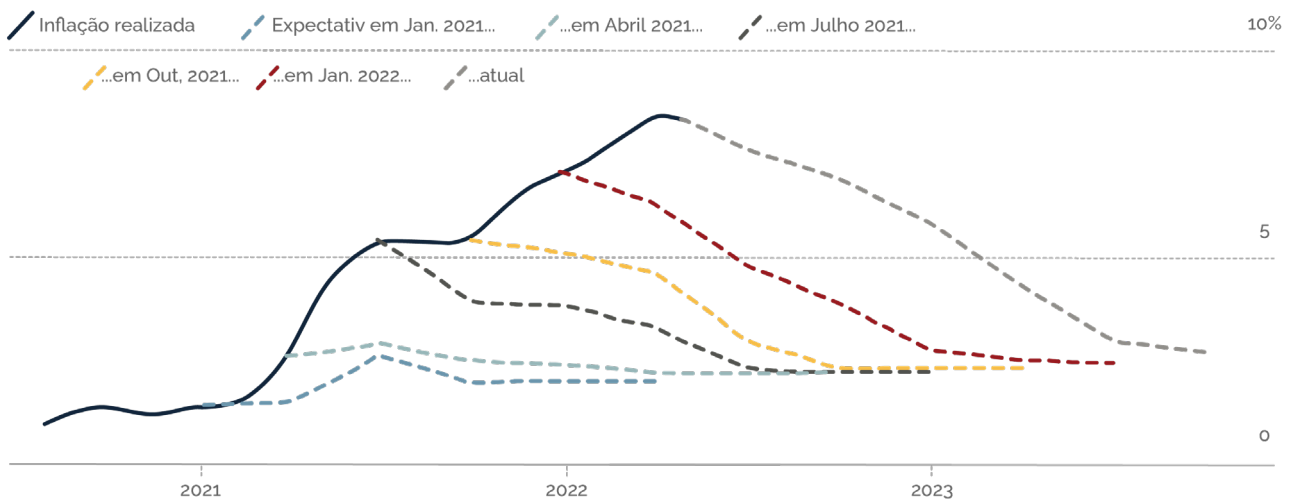


Fonte: RPS & Bloomberg

Impressiona a resiliência da inflação globalmente, e sua desconexão com as expectativas dos economistas. Faz mais de 18 meses que o mercado projeta um pico de inflação que não se materializa, e os bancos centrais erradamente adotaram essa

expectativa de pico próximo que não acontece, assim ficando por muito tempo atrás da curva, criando os efeitos nocivos de segunda ordem na inflação corrente.

**Figura 10 - Expectativa de inflação**



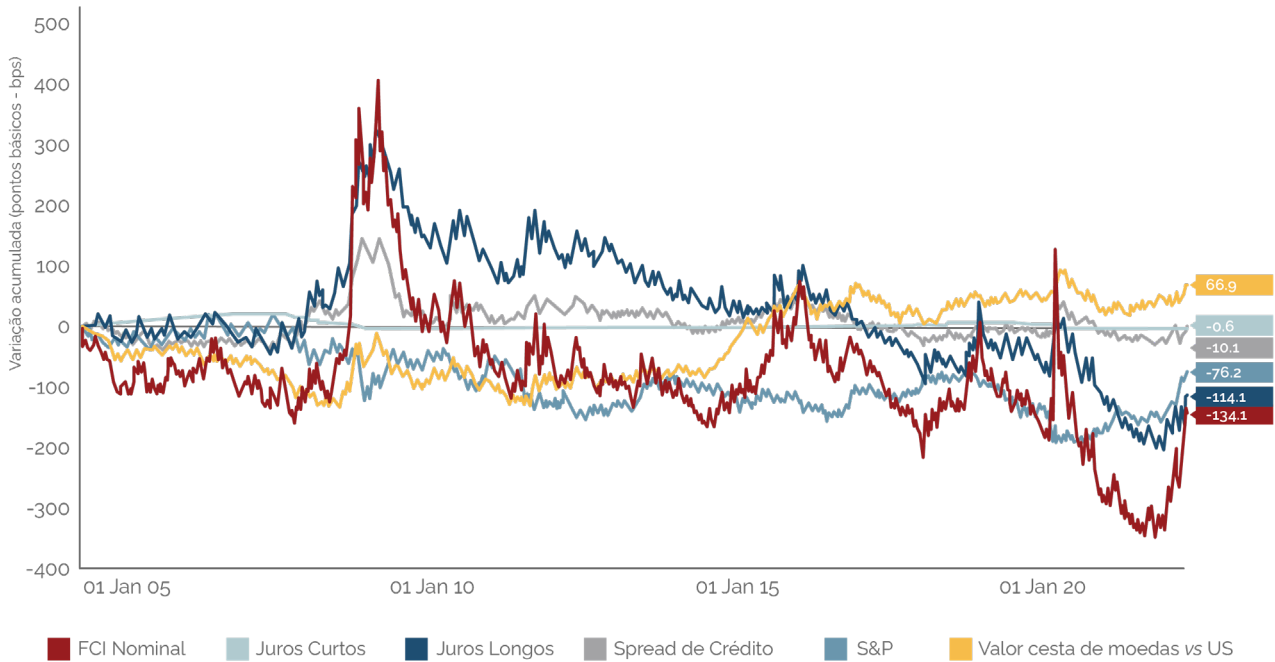
Fonte: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

As condições financeiras globais, medidas por dados que incluem o nível do S&P, spread de crédito, juros reais e nominais, custo de hipotecas, apertaram de forma significativa nos últimos meses. Porém, acreditamos que para reverter o processo inflacionário atual, será necessário um aperto ainda mais significativo. Dessa forma, se o mercado endogenamente não aperta suficientemente as condições financeiras, provavelmente o Banco

Central terá que apertar ainda mais a política monetária para alcançar seu objetivo de desacelerar a economia, destruir a demanda agregada e, com isso, trazer a inflação de volta para a meta. Nesse contexto não existe PUT do FED nos níveis atuais, muito pelo contrário, existe uma venda de CALL, o nível de condições financeiras não pode afrouxar, caso contrário a política monetária terá que ser ainda mais restritiva.



**Figura 11 - Fatores na contribuição para índice de condições financeiras nos EUA (FCI-Index)**

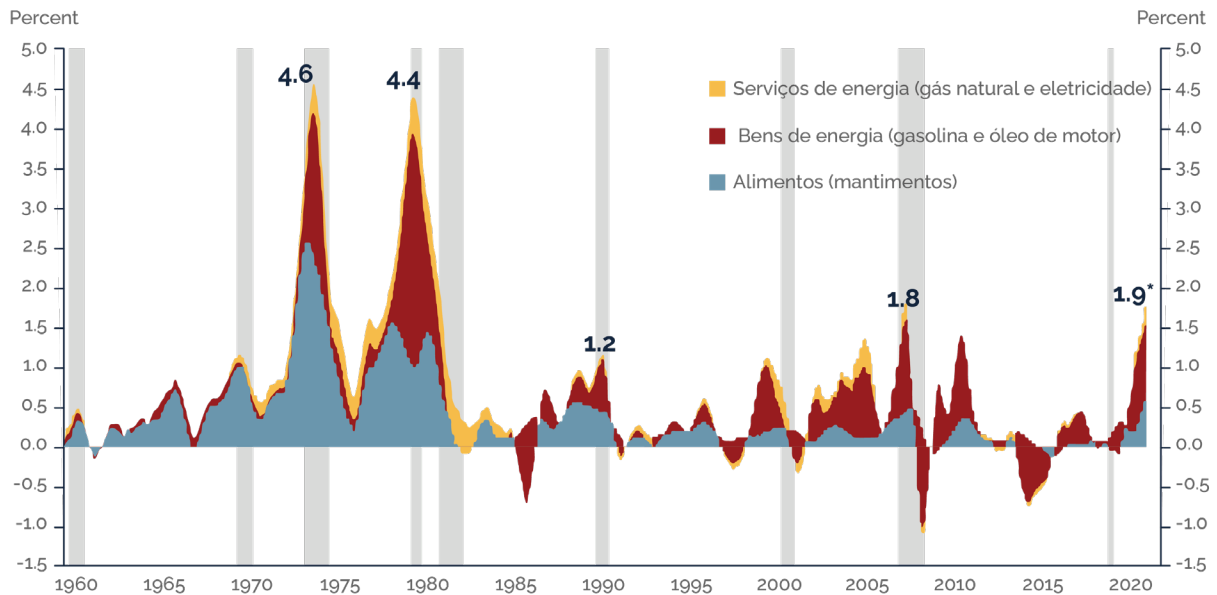


Fonte: Bloomberg

Apesar da escalada histórica que observamos nos preços das commodities, elas representam uma parcela muito menor do orçamento de gastos das famílias americanas hoje em comparação às

décadas de 1970 e 80, portanto a renda disponível para consumo segue em patamares elevados, dificultando o trabalho do FED.

**Figura 12- Choque de preços de commodities (porcentagem do consumo das famílias)**



Fonte: Bloomberg e FRED

Estamos expressando nossa visão altista de juros, tomando o próprio ativo e shorteando empresas de longa duração e não rentáveis via o ETF de ARKK e Tesla . São posições bastante voláteis, com

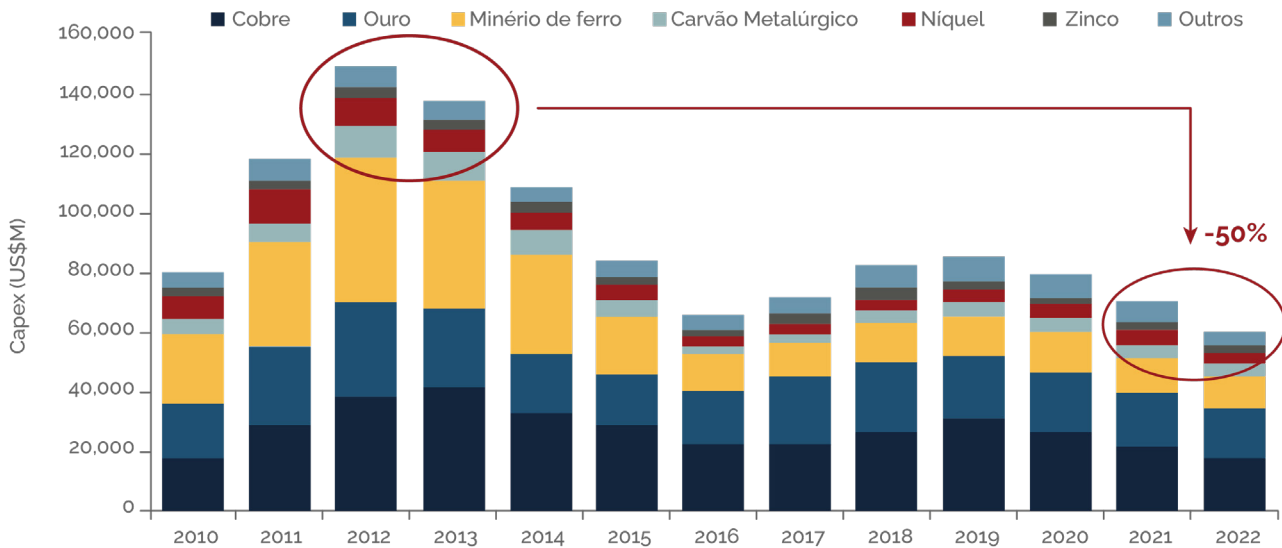
“squeezes” frequentes, mas seguimos convictos nas teses e ajustando os tamanhos pela volatilidade implícita.

## → Commodities, seguimos na tese de superciclo

A oferta – ou melhor, a falta dela – fundamenta nossa visão estratégica positiva das empresas produtoras de commodities ao redor do mundo. Desde 2015/16, estamos convivendo com um brutal choque de oferta em commodities, dado o subinvestimento

em manutenção e novas capacidades no setor. Esse balanço delicado entre a oferta e a demanda foi elucidado no pós-pandemia, mas a situação ficou ainda mais estressada no despontar da guerra entre Rússia e Ucrânia em fevereiro de 2022, que deu fôlego extra para a tendência de desglobalização com diferenças consideráveis de oferta e demanda entre regiões.

**Figura 13 - Evolução capex global das principais mineradoras (US\$ MM)**

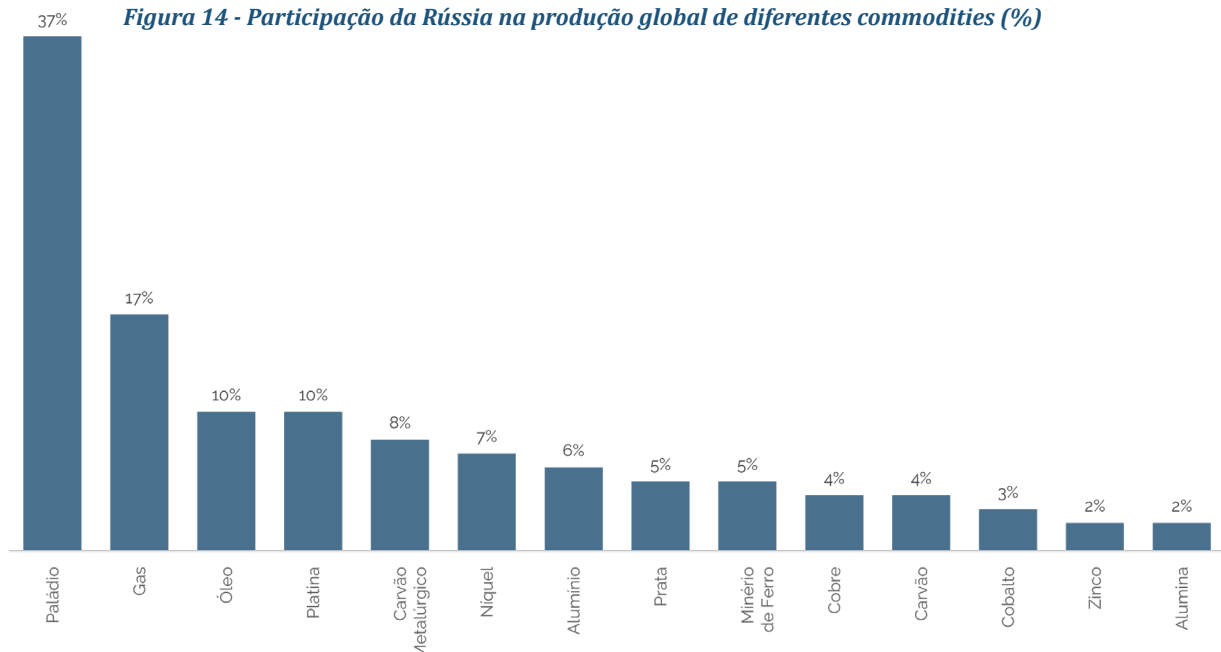


Fonte: RPS Capital

A Rússia é uma produtora e uma exportadora relevante de diversos tipos de metais, como o paládio, a platina, o alumínio, o níquel e o aço, materiais que já experimentavam uma oferta subótima. Além disso, o país tem uma importância colossal no suprimento de energia para União Europeia, principalmente pelo fornecimento de gás

para o continente vizinho. Essa posição proeminente foi ameaçada pelas sanções econômicas impostas por países da OTAN e inúmeras empresas privadas em reposta à ofensiva de Moscou, o que agravou o déficit no mercado físico em diferentes grupos de ativos.

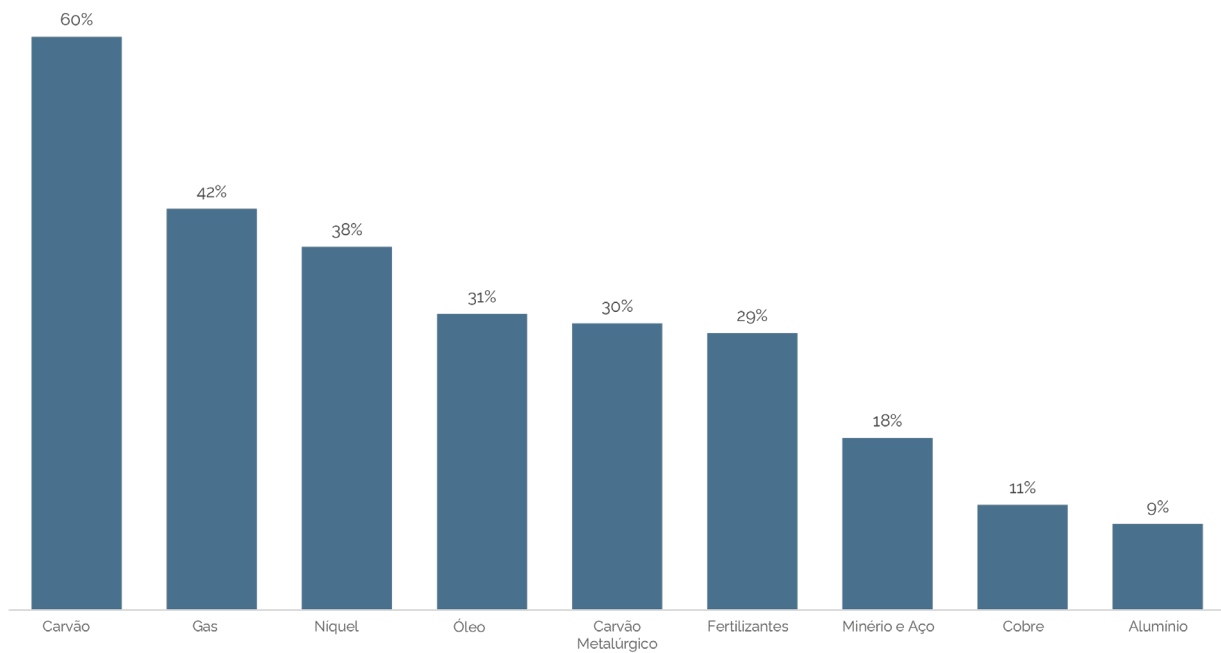
**Figura 14 - Participação da Rússia na produção global de diferentes commodities (%)**



Fonte: RPS Capital



**Figura 15 - Importância da Rússia na importação da EU (%)**

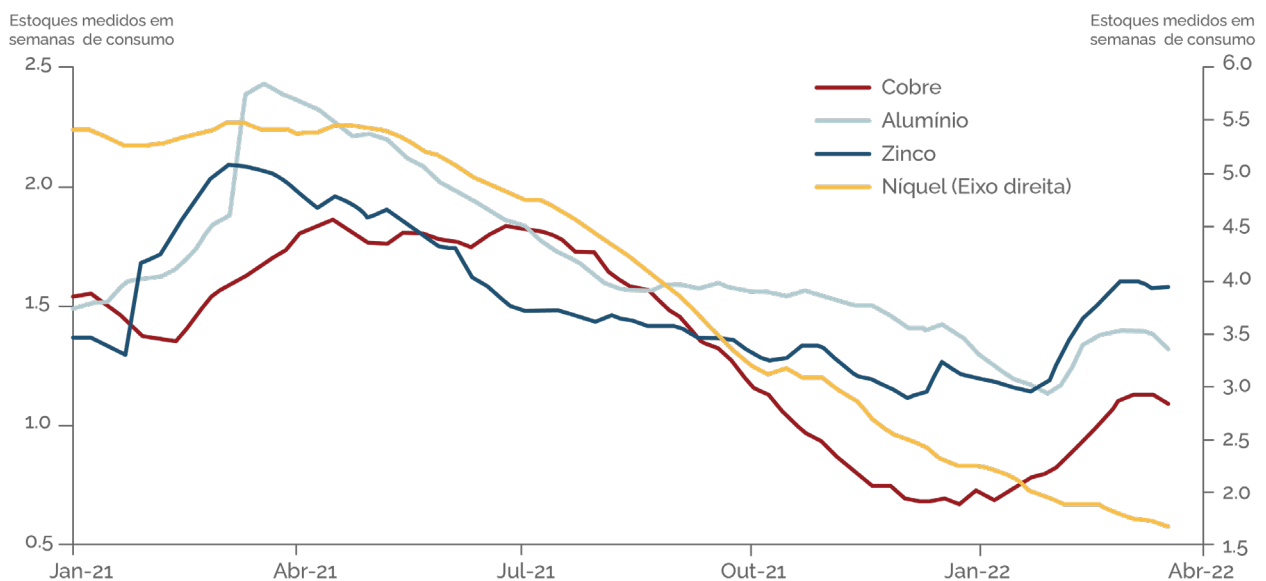


Fonte: RPS Capital

**E é justamente na oferta que esse ciclo de alta das commodities se diferencia dos demais.** Apesar dos preços elevados, a oferta dos produtos permanece inelástica, esgotando a capacidade ociosa no curto prazo e sem um vislumbre claro de expansão de capacidade suficientemente grande para repor estoques e manter um fluxo de movimentação saudável no médio e no longo prazo, em razão das restrições logísticas presentes no mundo hoje. A explicação para a inércia de

oferta discutida acima encontra-se na mudança de paradigma com o advento e o avanço da pauta ESG. É evidente hoje que o processo de aprovação para investimento de um projeto perpassa novos desafios, incluindo restrições ambientais, limitação de linha de crédito ofertadas por bancos e dúvidas crescentes a respeito do custo de carbono no longo prazo, além da própria incerteza na projeção da demanda de longo prazo, que afugenta investimentos de longa duração.

**Figura 16 - Nível de estoques globais permanece baixo (%)**

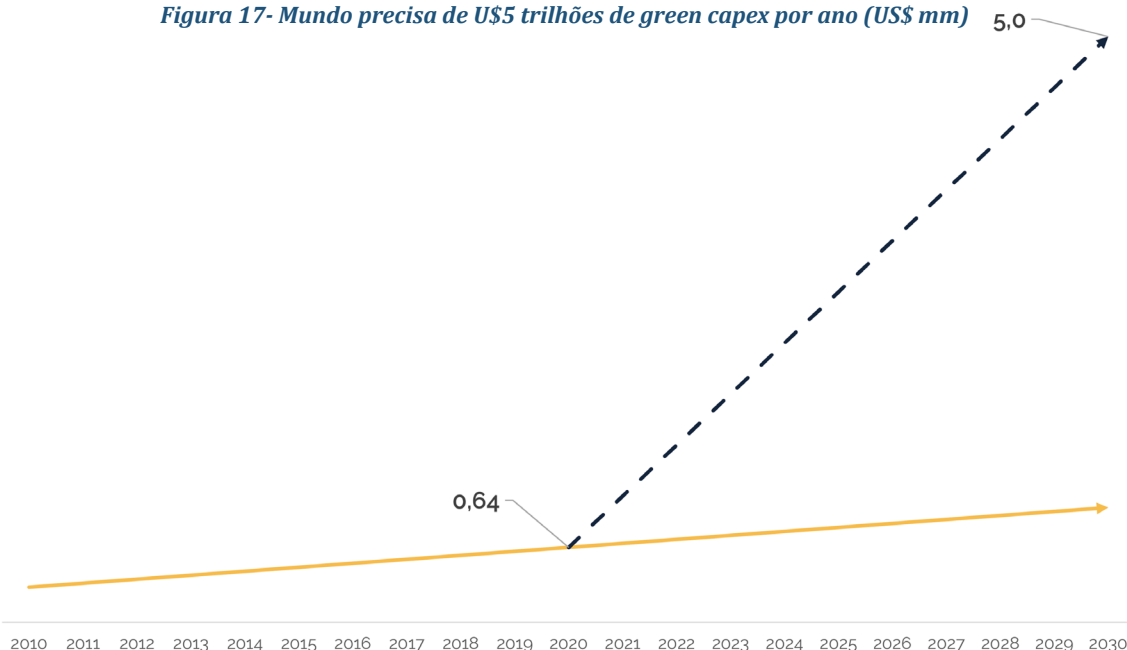


Fonte: RPS Capital

Por outro lado, a demanda por algumas classes de materiais segue firme e tem inflexão positiva. Este fenômeno deve-se ao nível de investimento necessário para uma transição energética eficaz. Em relatório apresentado durante a COP-26, ambientalistas reforçam a necessidade de um

aumento significativo no nível de investimento anual em infraestrutura limpa. Seria preciso entre US\$ 5 trilhões e US\$ 7 trilhões por ano de capex “verde” até 2030 para conter o aquecimento global em nível inferior a 1,5°C.

**Figura 17- Mundo precisa de US\$5 trilhões de green capex por ano (US\$ mm)**

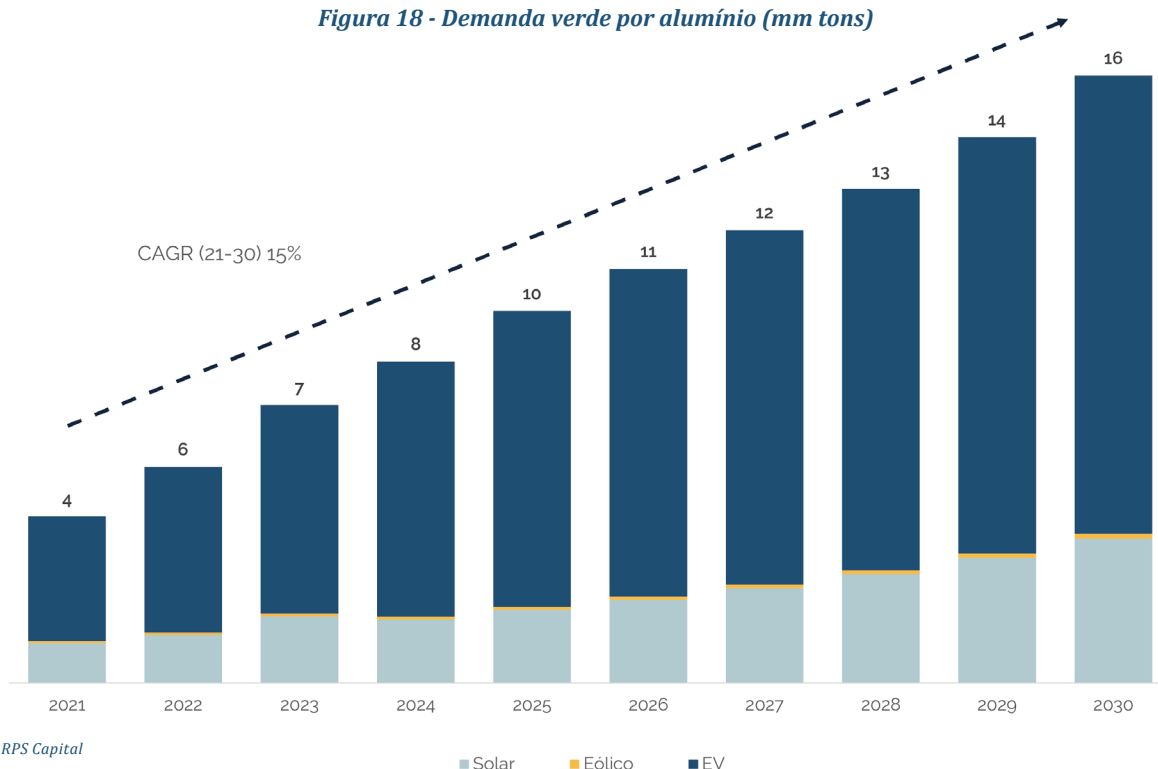


Fonte: Estudo "State of Climate Action 2021: Systems Transformations Required to Limit Global Warming to 1.5°C", RPS Capital

E, é claro, investimentos em *smart grid*, energia solar, eólica e nuclear e em uma frota de veículos elétricos demandarão enormes quantidades de *commodities*, como cobre, alumínio, níquel e urânio. Conseqüentemente, a demanda total por essas *commodities* crescerá a um ritmo maior nos

próximos 5 anos quando comparado aos últimos 5 anos – nossa visão é que dobrará de tamanho. O paradoxo da transição energética consiste no fato de que a migração para uma matriz mais limpa exigirá o consumo de *commodities* emissoras de carbono e poluentes no seu processo produtivo.

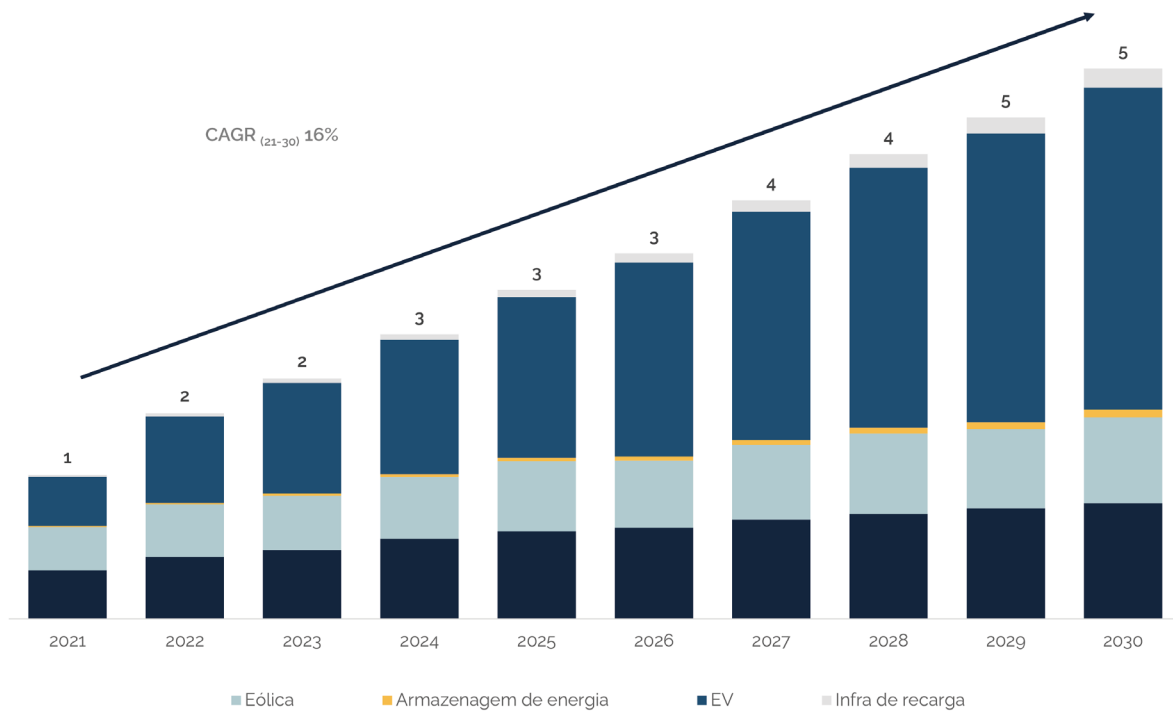
**Figura 18 - Demanda verde por alumínio (mm tons)**



Fonte: RPS Capital



Figura 19 - Demanda verde por cobre (mm tons)

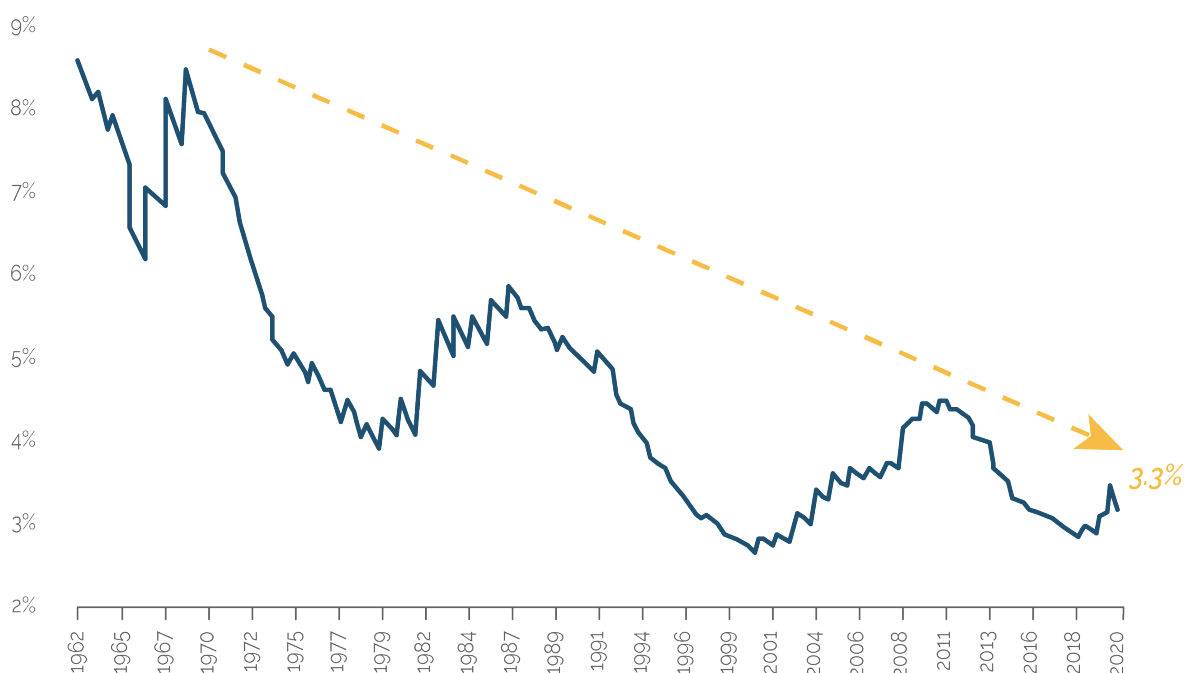


Fonte: RPS Capital

A recente guerra também evidenciou a necessidade latente de um aumento nos gastos de defesa nos países signatários da OTAN, após anos de repressão nas despesas. Se os EUA dobrassem o investimento em defesa dos atuais 3,3% em relação ao PIB para mais de 6%, a mudança de política poderia

destravar US\$ 1,5 trilhão de gastos do governo americano. A preocupação com a defesa das nações adiciona mais uma variável que poderia contribuir, a médio prazo, para a sustentação e crescimento da demanda de diferentes metais.

Figura 20 - % de gasto do PIB em defesa (Estados Unidos)

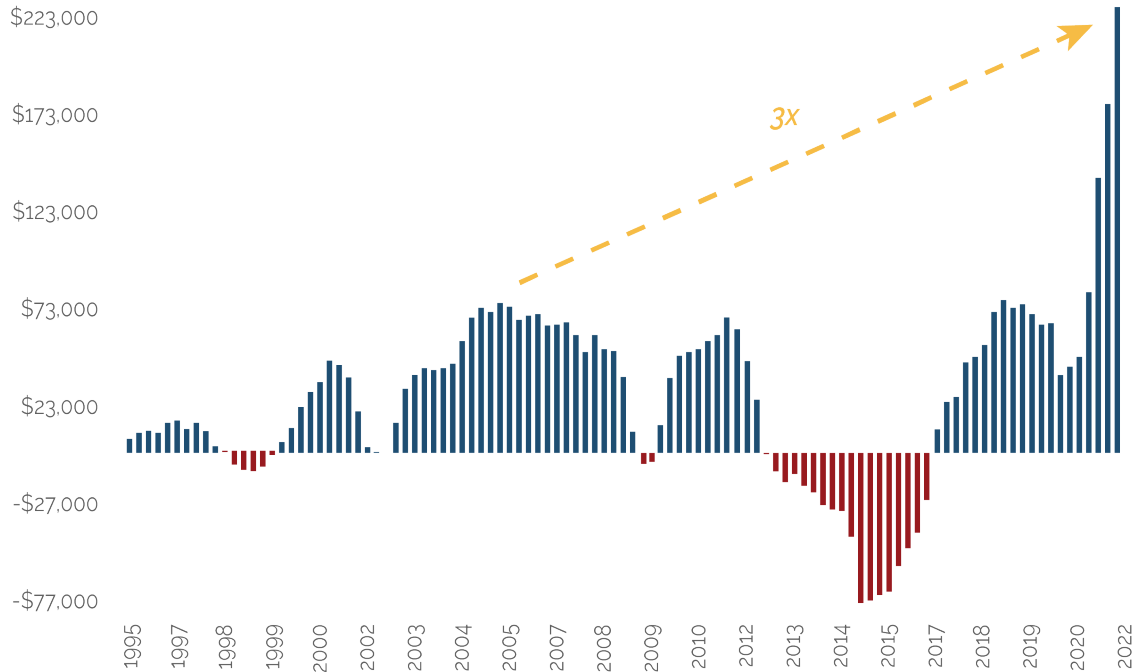


Fonte: Federal Reserve, RPS Capital

Para além da discussão de oferta e demanda de cada *commodity*, nossa preferência pelas empresas produtoras é reforçada pelo alto nível de *free cash flow* gerado nos últimos trimestres. Devido a todas as limitações já elucidadas acerca das restrições ambientais, as empresas adotaram uma

atitude cautelosa em relação a gastos de caixa com investimentos e, portanto, optaram por aumentar o retorno imediato ao acionista por meio de programas estruturados de *buyback* e políticas bem desenhadas de dividendos.

**Figura 21 - Fluxo de caixa livre gerado pelas produtoras**  
Média agregada de 12 meses de geração de caixa livre em USD Millions

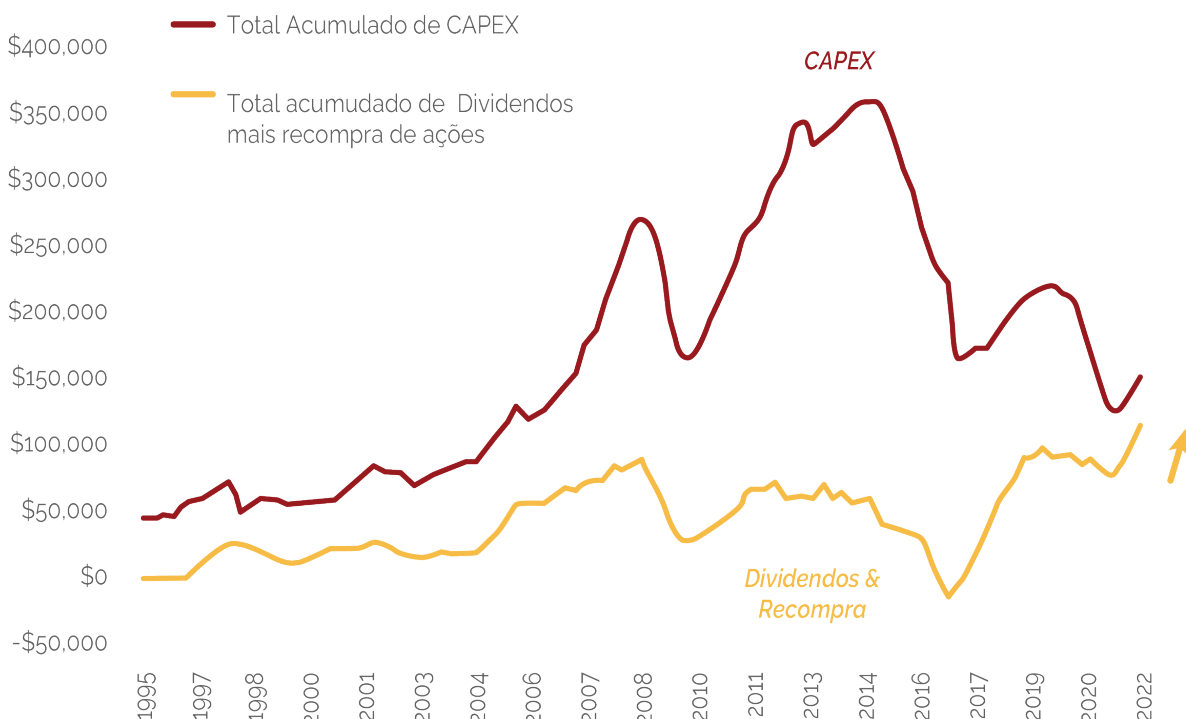


**Produtores de commodities com valor de mercado acima de US\$1bi na bolsa do Canadá & EUA**

Fonte: Bloomberg, RPS Capital

**Figura 22 - Nível de capex das produtoras vs dividendos e buybacks**

USD Milhões

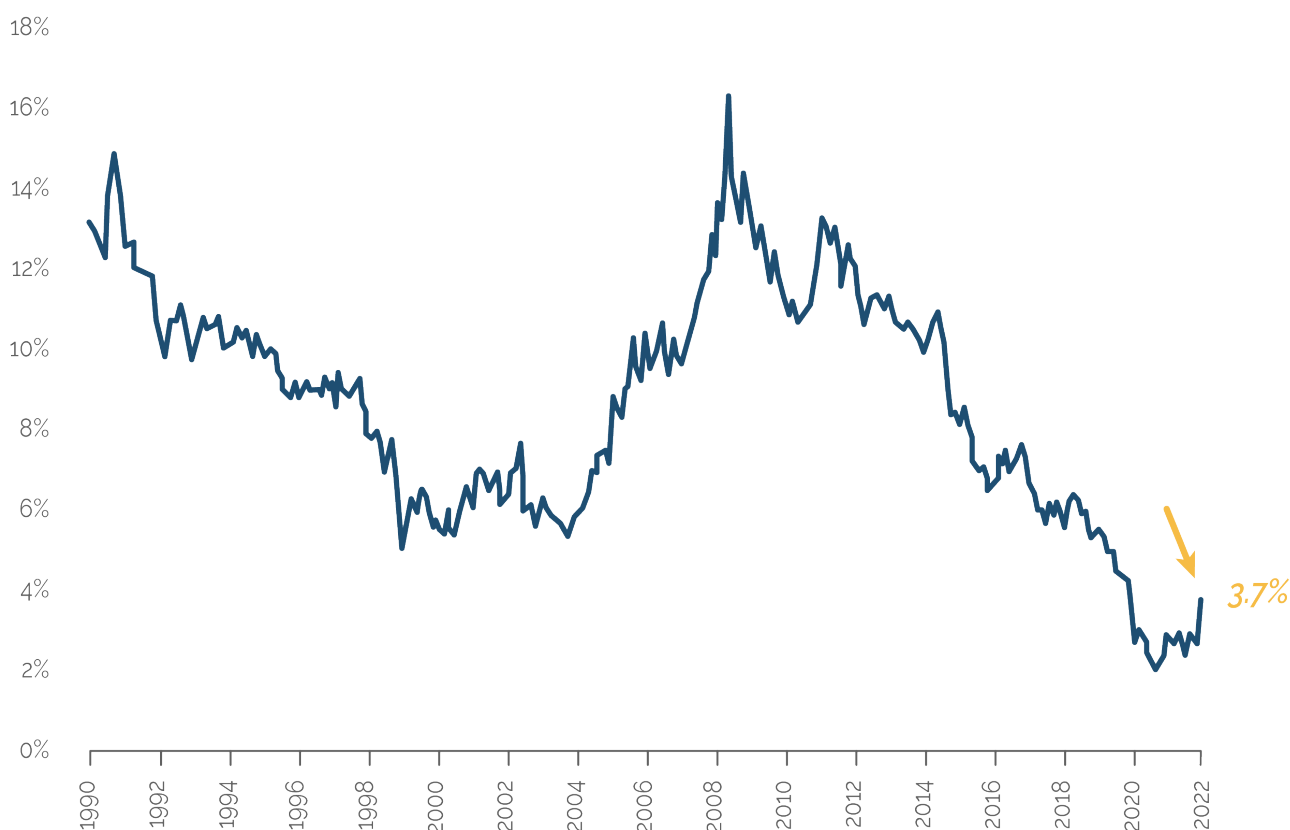


Fonte: Bloomberg, RPS Capital

Além disso, o *positioning* nas empresas cíclicas também é um ponto interessante. Por exemplo, considerando o nível de importância que o setor

energético exerce, é difícil acreditar que este tenha hoje um peso menor que 4% no S&P 500

**Figura 23 - Peso do setor energético no S&P 500**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

### → China na contramão do mundo:

No curto e médio prazo, outro fator deverá favorecer a demanda das commodities: a expectativa de que a China volte a acelerar sua economia durante o segundo semestre de 2022.

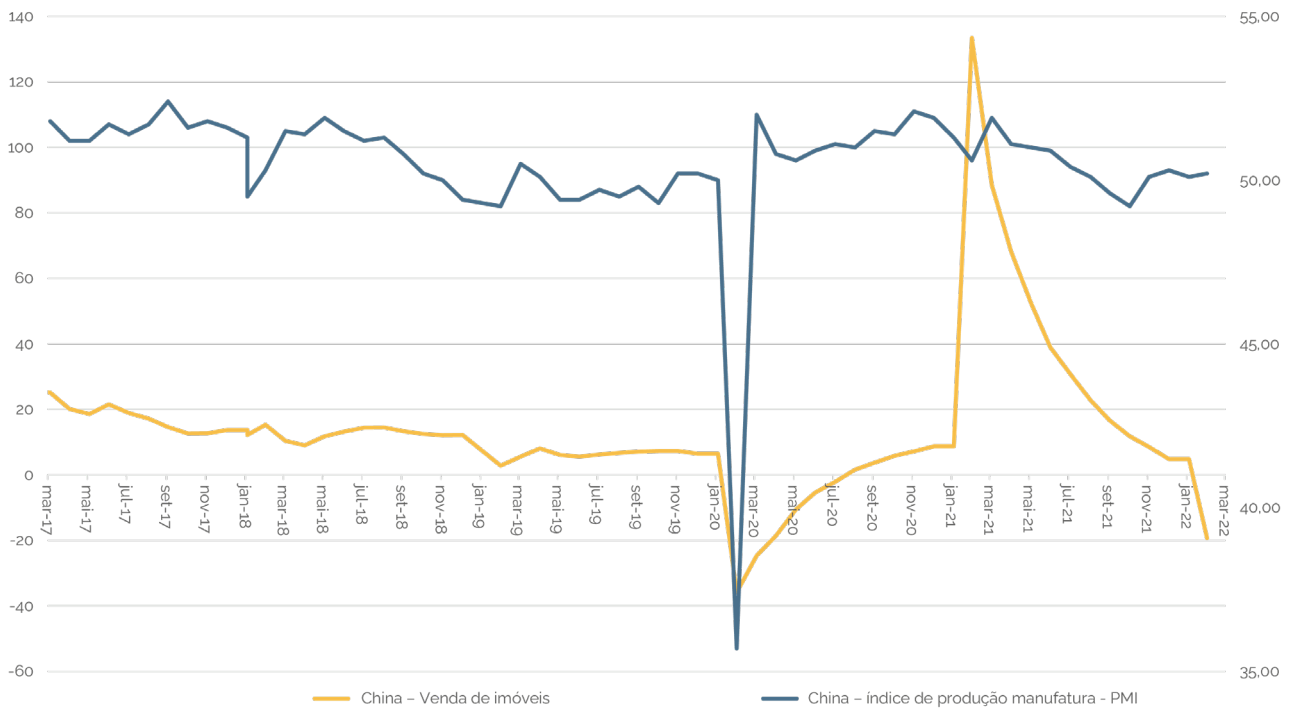
O país, que representa pelo menos 50% da demanda de grande parte das commodities, apresentou forte retração de indicadores econômicos nos últimos meses devido a uma crise aguda no setor de

property combinado com desafios energéticos. Mais recentemente, ocorreu uma nova onda alarmante de casos de Covid-19, principalmente em Shanghai.

A crescente nova onda dos casos de coronavírus no país dilata o debate sobre a demanda local em um momento particularmente intrigante: os preços internacionais aumentaram exponencialmente enquanto os preços no mercado doméstico não apresentaram a mesma performance.

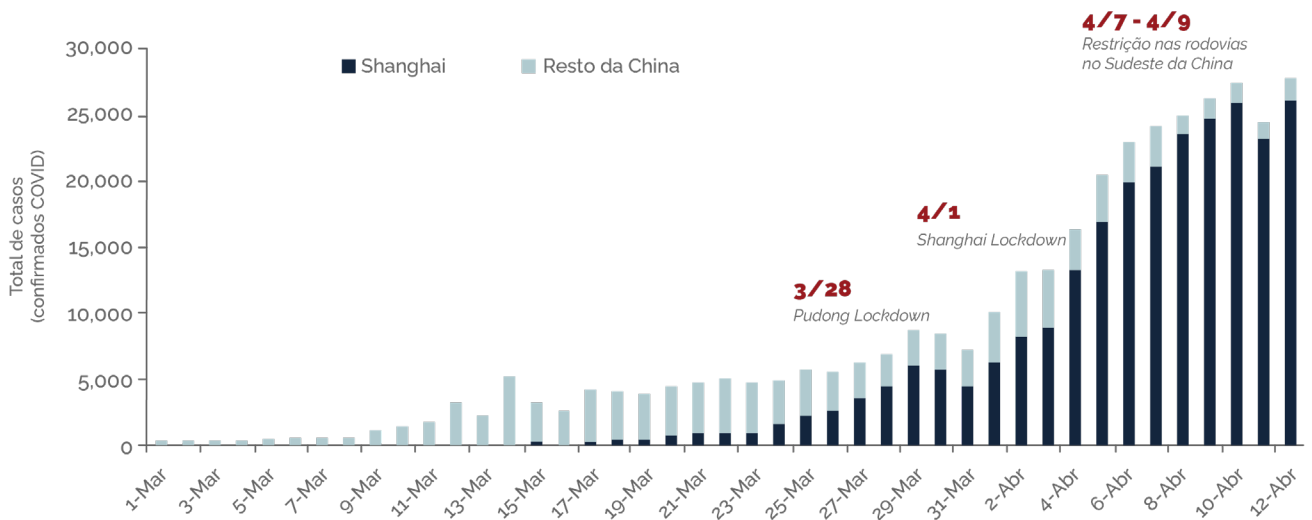


**Figura 24 - Atividade fraca na China desde final de 2021**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

**Figura 25 - Surto recente de COVID-19 na China**

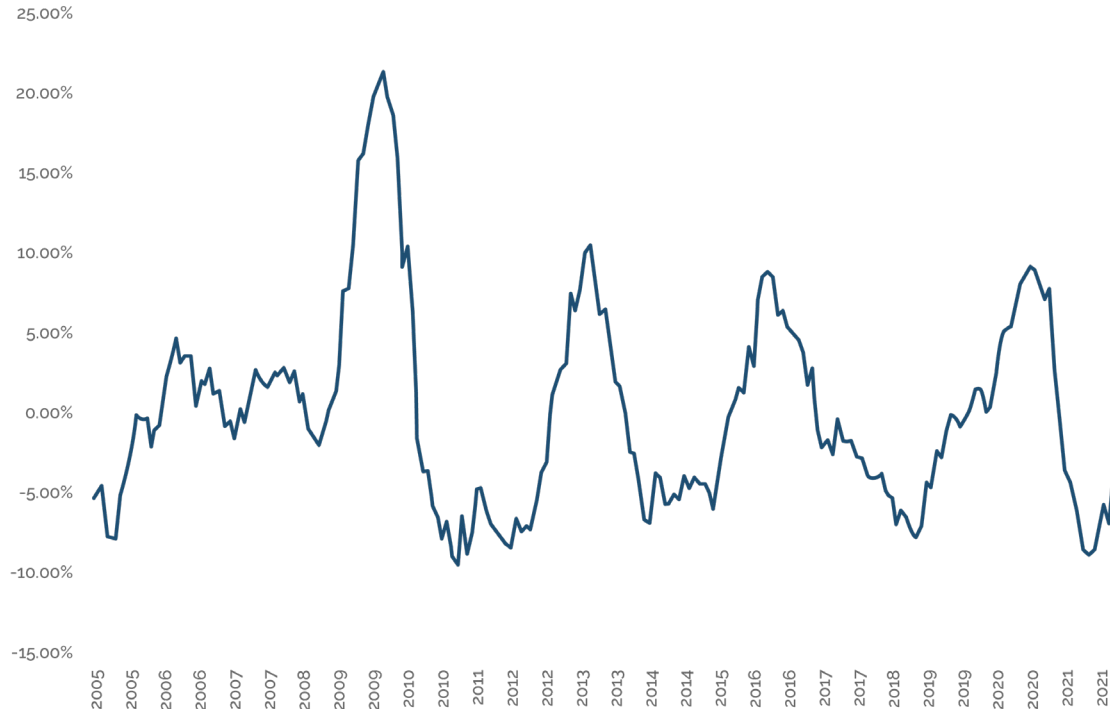


Fonte: RPS Capital

A combinação de fatores que estão atravancando o crescimento do PIB chinês neste primeiro semestre, na nossa visão, forçaria o governo a implementar estímulos fiscais e monetários para alcançar o

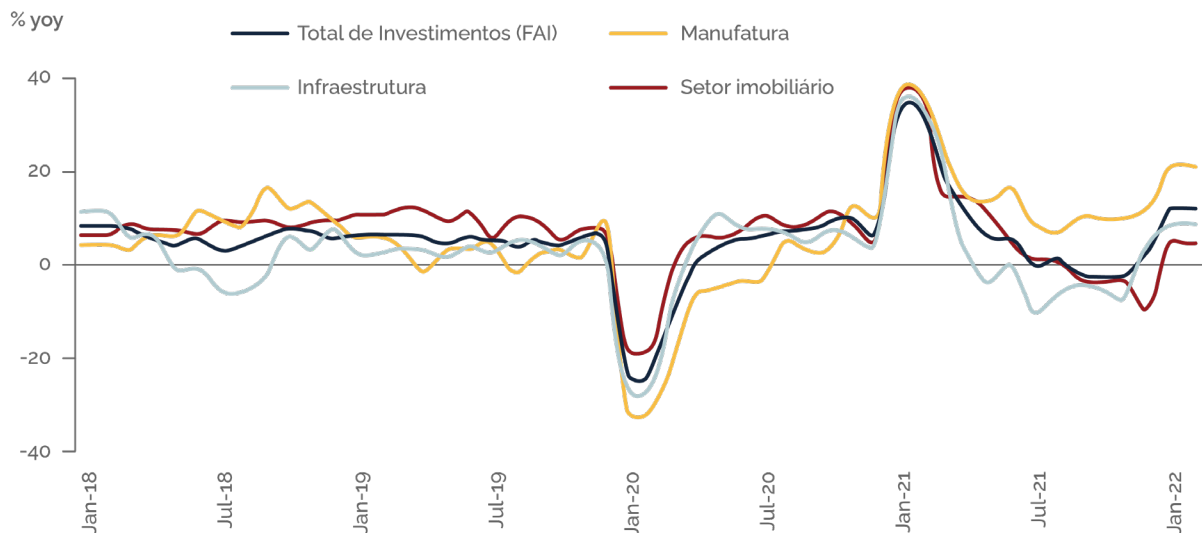
target de crescimento econômico anual. E esses estímulos estariam concentrados, principalmente, no setor de infraestrutura chinesa.

**Figura 26 - Impulso de crédito chinês deve acelerar nos próximos trimestres**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

**Figura 27 - Investimento em infraestrutura deveria ser o carro chefe de crescimento**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

Enxergamos dois riscos importantes para nossa visão otimista para a tese de commodities. O primeiro seria um “hard-landing” global que acelerasse o ciclo econômico e culminasse em uma recessão da economia em 2023. Esse, porém, não é nosso cenário base. Mas, dada a relevância do tema, ampliamos a discussão na seção seguinte.

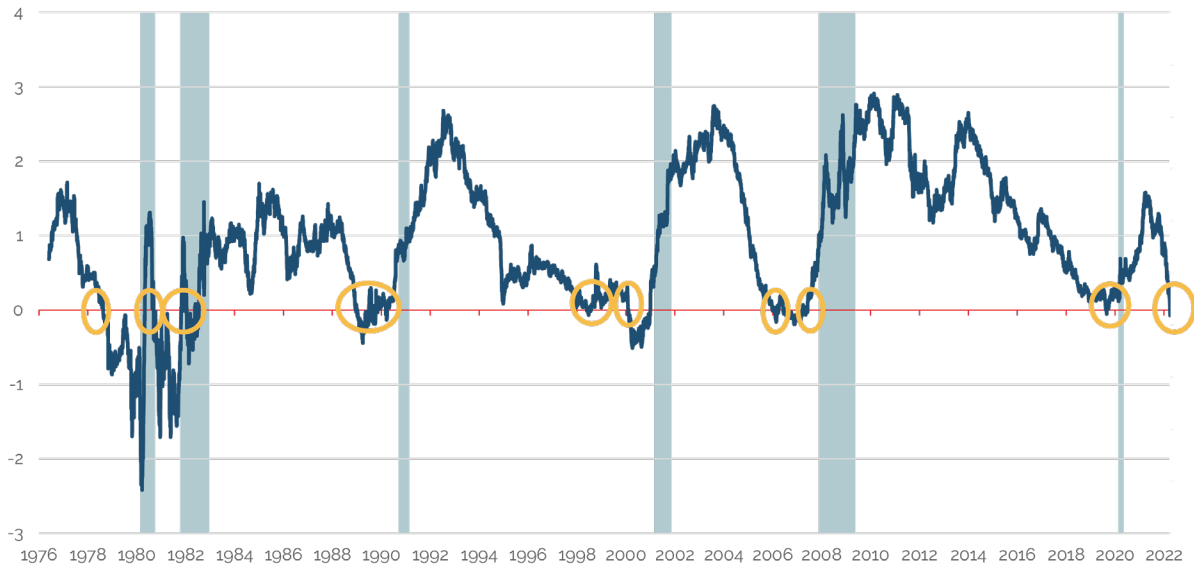
Por último, apesar de acreditarmos numa reversão de momentum positiva na China, ainda não houve estímulos concretos e grandes o suficiente para nos trazer um conforto maior para a demanda de commodities no curto prazo. Seguimos monitorando de perto os dados e anúncios do Partido Chinês para contornar esses riscos e ajustar nossas posições no setor.

## → Discussão sobre Soft-Landing x Hard Landing

O FED mal começou a subir os juros (FED funds em 75 bps vindo do zero) e o mercado já questiona uma recessão em 2023. Para nós é, no mínimo,

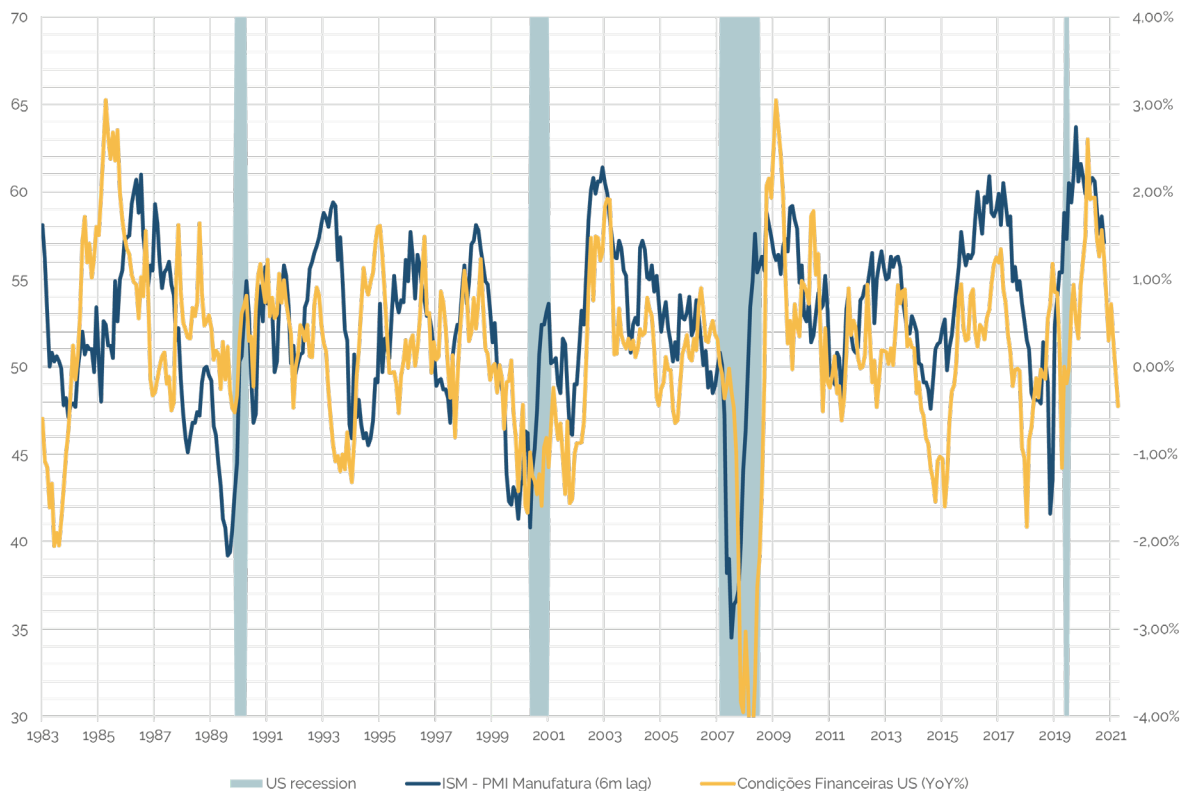
premature. Apesar do recente aperto nas condições financeiras, a economia americana segue rodando a todo vapor, a taxa de desemprego no ponto histórico mais baixo, os números de consumo seguem pujantes, a riqueza das famílias em patamares elevados e o balanço das empresas super saudável.

Figura 28 - US: Inclinação da curva x recessões



Fonte: RPS, Bloomberg & NBER

Figura 29 - Condições financeiras vs PMI Manufatura



Fonte: RPS, Bloomberg & NBER

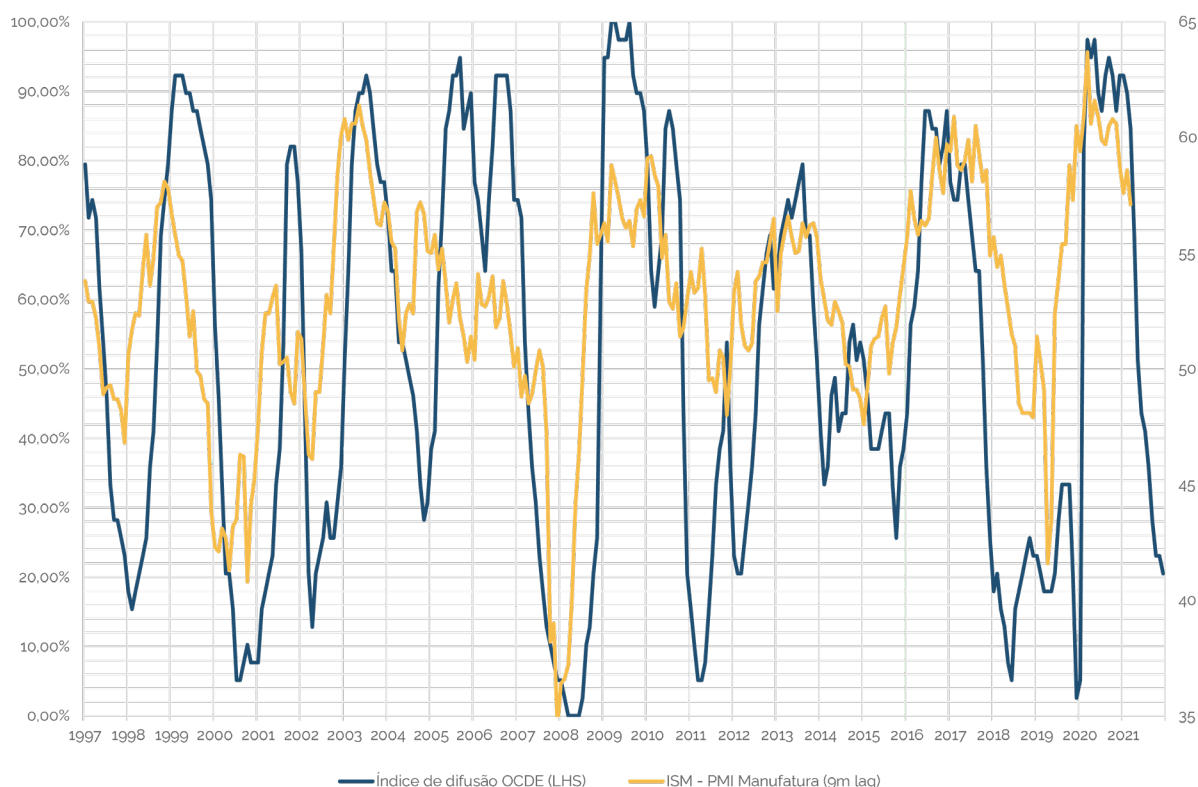
Vamos direto da euforia para a depressão? Acreditamos que não; vislumbramos uma desaceleração saudável e desejada da economia americana, até porque o FED precisa trazer a inflação para a meta e já sinalizou que poderá trabalhar com taxa de juros reais restritivas (acima de zero) no futuro próximo, exatamente para desacelerar a demanda agregada.

Juros reais e nominais seguem ainda muito baixos na nossa opinião. Achamos totalmente coerente um juro americano no patamar de 3,5% a 4,0% (juro real de 1,0% a 1,5%) e, mesmo assim, o PIB rodar positivo entre 0.5% e 1.0% nos próximos 24 meses. Entretanto, é fato que a economia global entrou numa trajetória de desaceleração desde o início de 2022, movimento exacerbado pela guerra Rússia

x Ucrânia que está causando uma desaceleração ainda mais forte no continente Europeu.

Os dados econômicos na China também apontam para forte desaceleração, exacerbada no curto prazo pelos lockdowns de cidades importantes que o governo chinês está impondo pela nova onda de Covid-19 que atinge o país. Acreditamos, no entanto, que se trata de algo temporário e que, no máximo o final do 1º semestre, a economia chinesa estará rodando com níveis melhores de reabertura. Dessa forma, apesar do índice de difusão de crescimento econômico dos países da OCDE apontar para essa forte desaceleração, acreditamos ser exagerada a percepção do mercado de que o mundo está diante de uma iminente recessão global.

Figura 30 - OECD Indicador Antecedente



Fonte: RPS, Bloomberg & OCDE

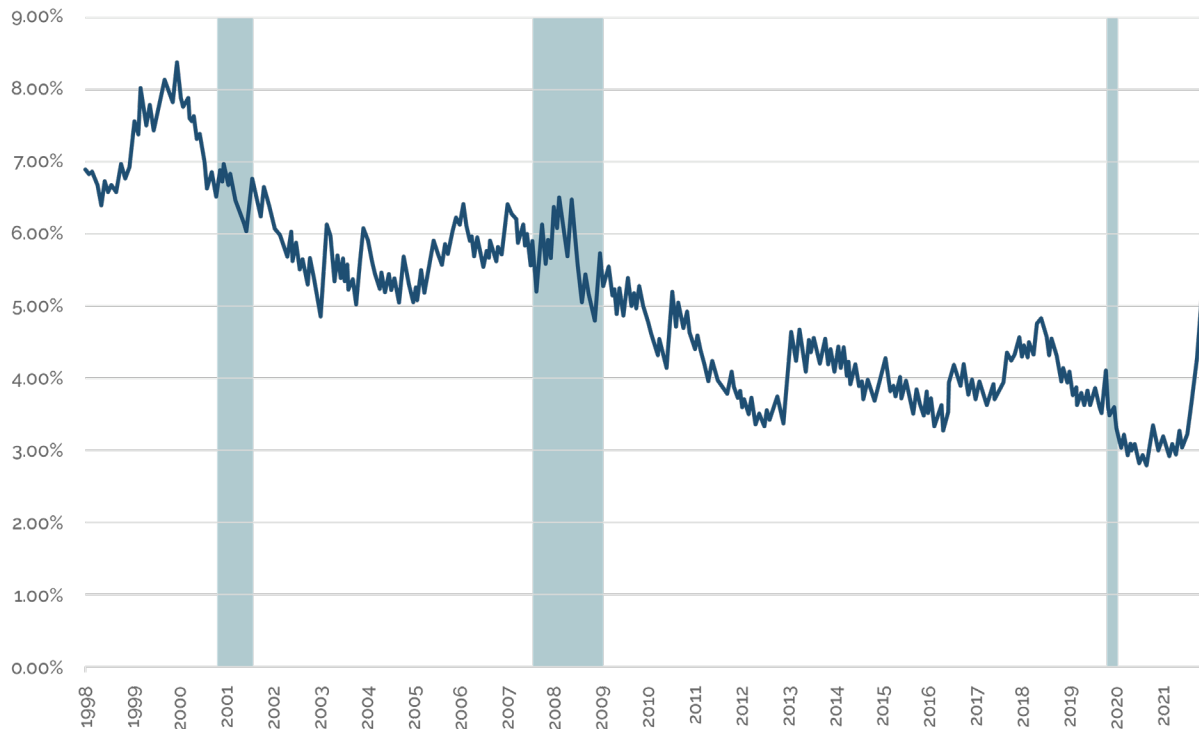
### → Nossos hedges para um cenário de recessão

Dito isso, como estamos posicionados em inflação e juros, uma recessão global poderia modificar radicalmente esse pano de fundo. Dessa forma, estamos montando posições de hedge para esse cenário de risco de recessão, vendendo setores cíclicos da economia americana como o de construção civil e de semicondutores.

As taxas de juros do mercado imobiliário aumentaram dramaticamente nos últimos meses, passando de 3,25% ao ano, no início de 2022, para 5,25% ao ano. Sendo um dos setores mais sensíveis a subida da taxa de juros, o setor de housing nos EUA deve observar uma desaceleração acentuada a frente. **Estamos short em índice de empresas expostas a esse setor nos EUA (XHB US).**



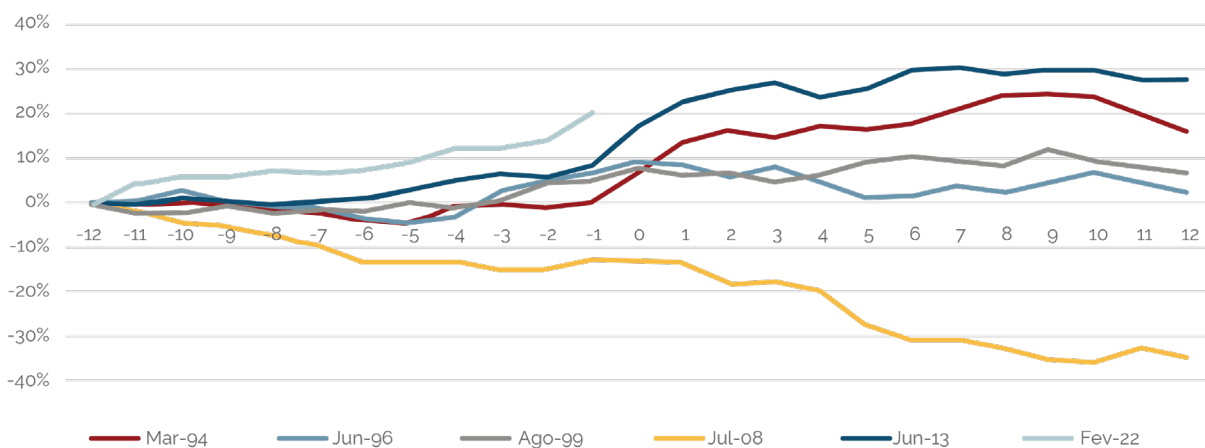
**Figura 31 - Taxa de hipoteca de 30 anos nos EUA**



Fonte: RPS, Bloomberg & NBER

**Figura 32 - Pagamento mensal de hipotecas como % da renda média**

*Varição mensal como % da renda*

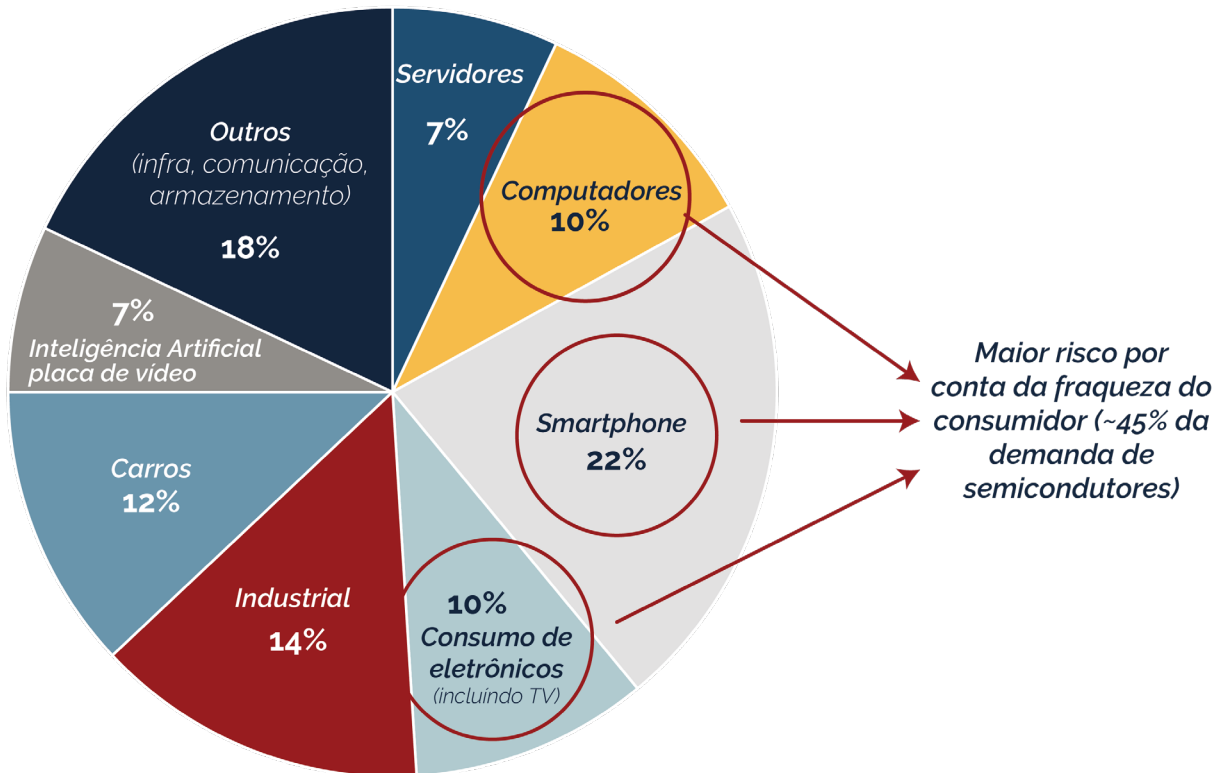


Fonte: Freddie Mac e NAR

Outro setor extremamente cíclico da economia e que pode observar uma desaceleração brusca de demanda no caso de uma desaceleração maior da economia, causada pelo aperto de condições financeiras é o setor de semicondutores, principalmente no subsegmento de chips mais simples utilizados nos PCs, e bens duráveis como eletrodomésticos.

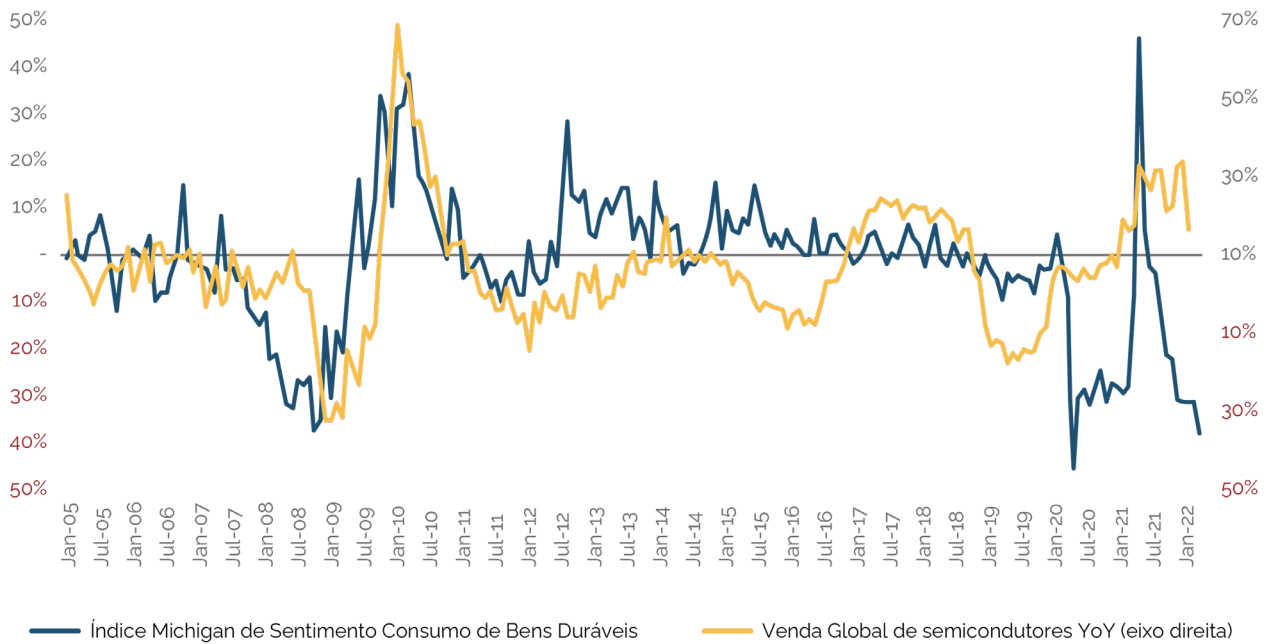
O índice de confiança do consumidor nos EUA começou a imbicar, e costuma ser um indicador precedente da desaceleração de demanda por semicondutores, **e nesse sentido estamos também vendidos em índices de empresas destes segmentos (Os ETFs de SOXX, IGV e SMH).**

**Figura 33 - Demanda por Semicondutores muito atrelada a demanda dos consumidores por bens duráveis**



Fonte: BofA Global Research, Omdia, Gartner, IDC, SIA

**Figura 34 - Confiança do consumidor x vendas de semicondutores**



Fonte: Bloomberg e WSTS

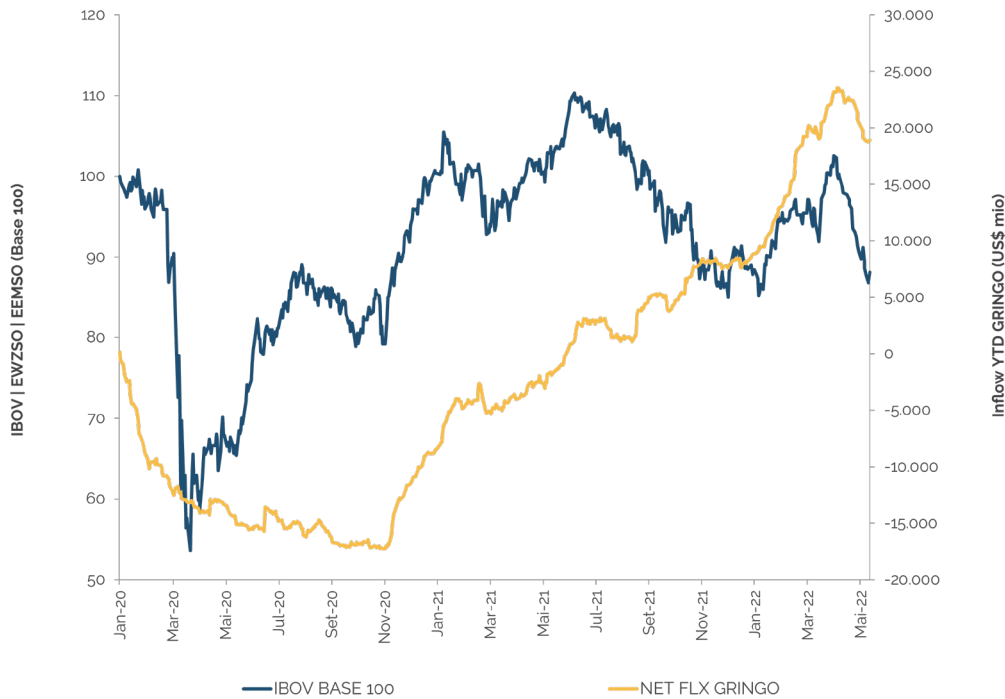
→ **Nossa Visão sobre o Brasil**  
**Exuberância exagerada? Mais ou menos...**

Em três meses, o Brasil pulou do pior mercado do mundo em 2021 para o melhor nesse início de 2022. O que está por trás desse movimento tão violento? Identificamos fatores estruturais, que já estavam na mesa desde o ano passado mas eram ignorados pelos investidores estrangeiros (parece que acordaram na virada do ano-calendário), e observamos fatores conjunturais novos que exacerbaram o movimento

de curto prazo.

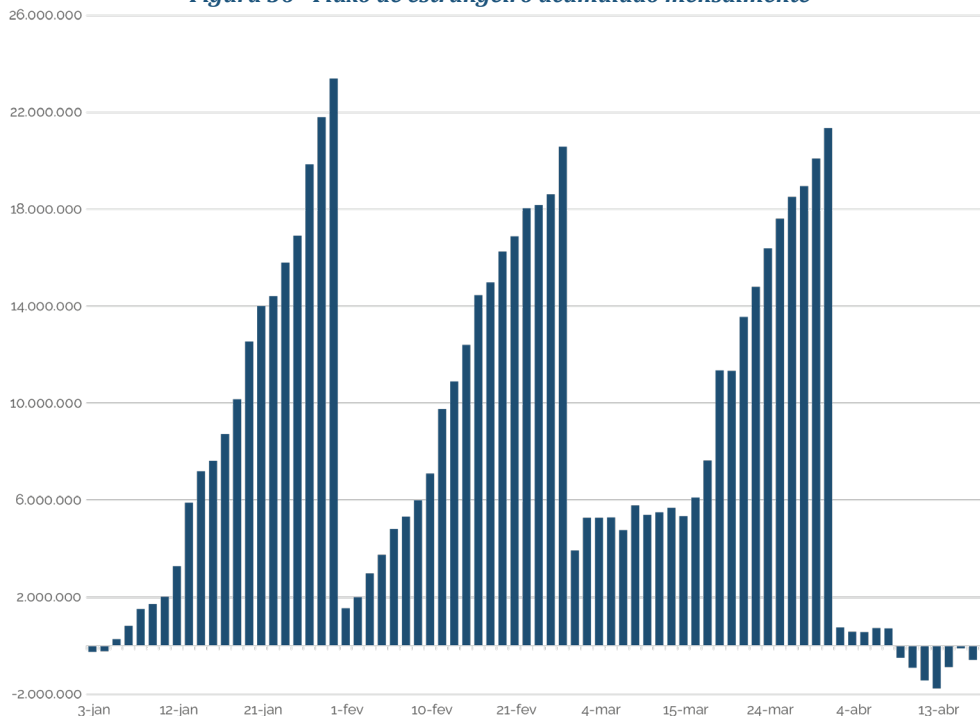
A realidade é que, no primeiro trimestre do ano, observamos a maior entrada de investidores estrangeiros no Brasil em um único trimestre. Desde o nível mais baixo de novembro de 2020, houve uma entrada líquida total de US\$ 40 bilhões, o maior fluxo da história para o Brasil. A má notícia, no entanto, é que esse fluxo parece ter revertido no início de segundo trimestre e já observamos uma saída de capital na margem.

**Figura 35 - Fluxo de estrangeiro no Bovespa**



Fonte: Bloomberg

**Figura 36 - Fluxo de estrangeiro acumulado mensalmente**



Fonte: Bloomberg

### → Positivo Brasil, motivos conjunturais

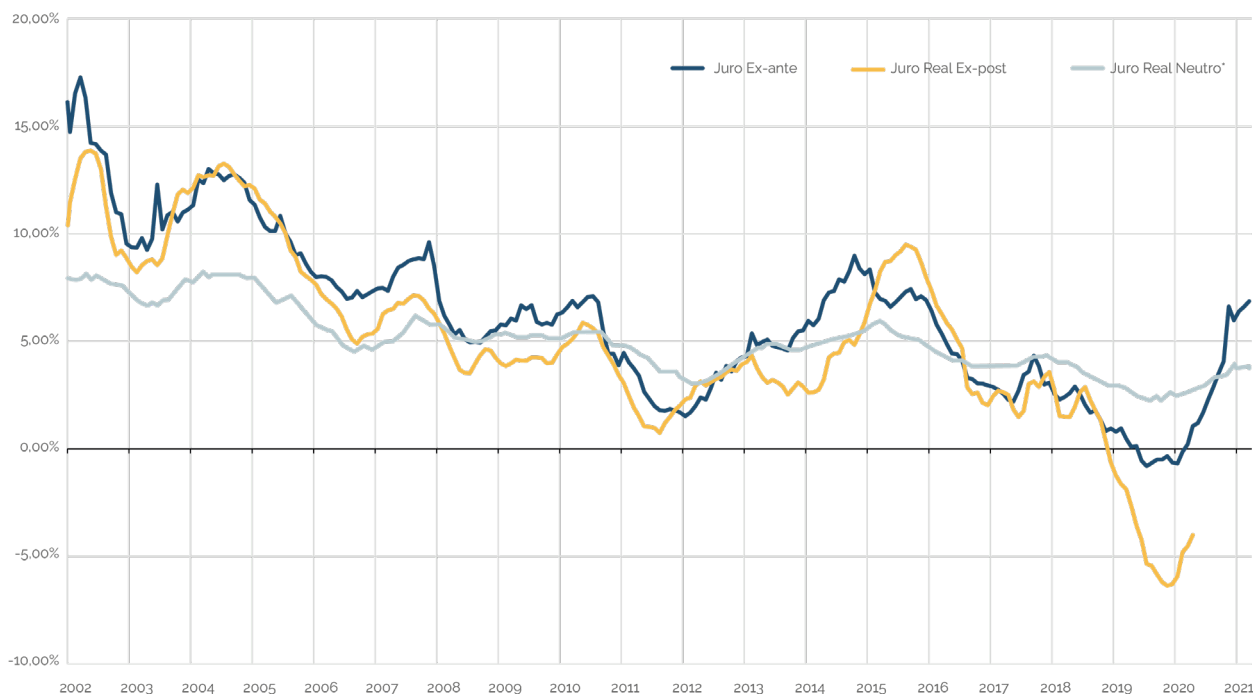
Desde o quarto trimestre do ano passado, temos observado o investidor global migrar de setores caros/crescimento, para setores mais cíclicos e baratos, tudo isso em função da inflação elevada e do medo da taxa de juros. A Europa se beneficiou muito desse movimento pela sua característica de ter peso grande em bancos e setores cíclicos. A guerra entre Ucrânia/Rússia mudou o fundamento europeu, dada sua proximidade com o conflito e sua dependência dos produtos básicos importados desses países (principalmente energia). Temos visto uma forte migração de recursos da Europa e de emergentes importadores de commodities para regiões e países exportadores de insumos básicos e com baixa relação com o velho continente. LATAM claramente tem se beneficiado desse fluxo conjuntural, em particular o Brasil. Mas esses são fluxos relativos, a lei do menos pior.

### → Positivo Brasil, motivos mais estruturais

O preço elevado de commodities cria o ciclo virtuoso para o Brasil. Termos de trocas favoráveis melhoram a balança comercial, ajudam na apreciação da moeda, aumentam a arrecadação de impostos e o panorama fiscal. Esse quadro já era uma realidade no Brasil desde meados de 2021, a guerra só aumentou o movimento. Ademais, o Banco Central brasileiro foi um dos primeiros a subir juros agressivamente para combater a inflação. Saímos de um juro negativo ex-ante na faixa de -8% a -6% para um juro real positivo, agora da ordem de 5% a 6%.

Acreditamos que o atual patamar do juros real ex-ante será o suficiente para ancorar as expectativas de inflação. Juros altos e termos de troca favoráveis levam a uma moeda mais valorizada... que ajudará a conter as pressões inflacionárias à frente. Se estivermos corretos em relação a inflação brasileira, oportunidades para aplicar juros no Brasil aparecerão nos próximos meses. Seguimos apenas com posições táticas devido a força ainda observada na inflação corrente.

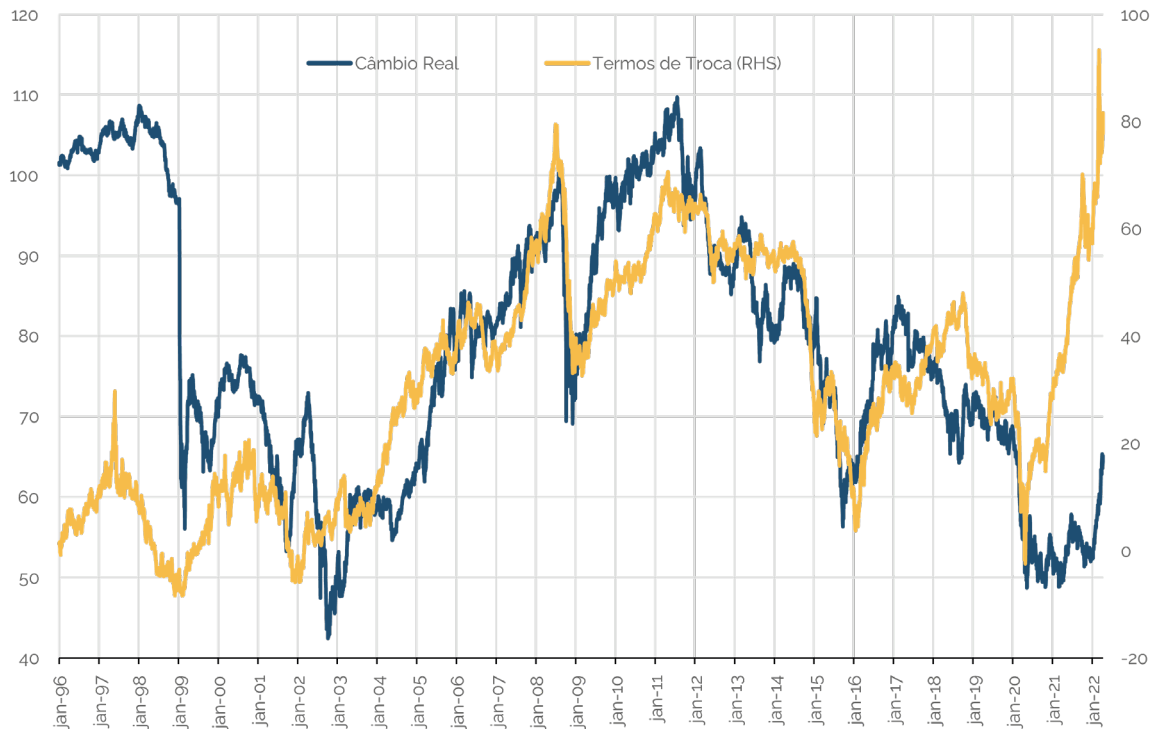
**Figura 37 - Juro real Brasil**



Fonte: RPS, Bloomberg & BCB



**Figura 38 - BRL: Câmbio Real e Termos de Troca**



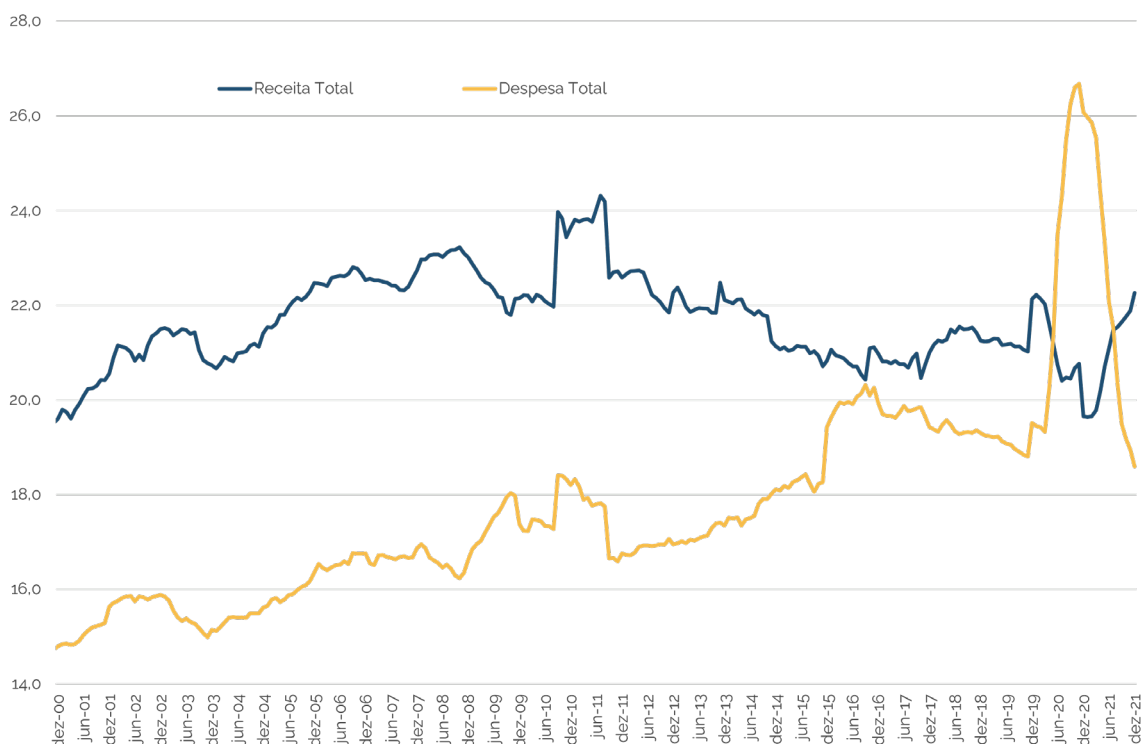
Fonte: RPS & Bloomberg

Temos fluxo de balança comercial, temos carregos e fluxo de portfólio, criando uma dinâmica positiva. Quanto tempo isso pode durar? O tempo que o ciclo de commodities seguir positivo, nesse sentido estamos otimistas.

O elevado nível das commodities e a alta inflação doméstica favoreceu enormemente a arrecadação

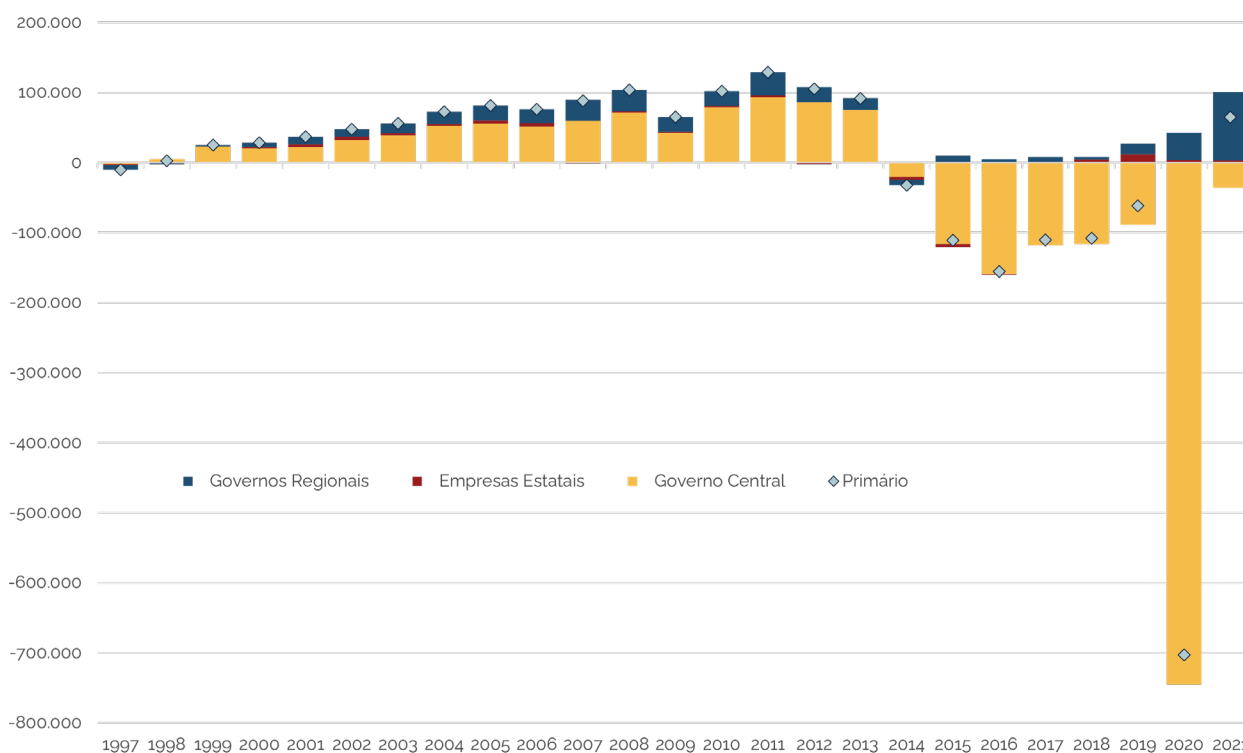
do governo nos últimos 12 meses, que saltou 2,5 pontos percentuais do PIB nesse período. Na ponta das despesas, os gastos extraordinários da pandemia ficaram para trás. Eles se provaram, em grande medida, temporários. E com a regra do Teto de Gastos em vigor, os gastos seguem controlados, o que tem levado a uma sensível melhora no resultado fiscal primário do governo.

**Figura 39 - Receita x Despesa do Governo Central (% do PIB)**



Fonte: Tesouro Nacional

Figura 40 - Resultado Primário (R\$ Milhões)



Fonte: Banco Central

## → Fiscal mais robusto vira mais gasto em ano eleitoral

Em face a essa arrecadação extraordinária, estamos vendo o governo anunciar programas de incentivo ao consumo e à renda. São cerca de R\$ 200 bilhões de impulso no curto prazo, via antecipação de 13º salário, liberação de FGTS, subsídios fiscais, impulso ao crédito de bancos estatais, impulso de renda via vale gás, programa Auxílio Brasil... Acreditamos que esse impulso de curto prazo melhorará a atividade doméstica já neste segundo trimestre do ano. Voo de galinha? Talvez, mas estamos experimentando um pouco do benefício do ciclo virtuoso das commodities, uma atividade mais forte no curto prazo.

O ciclo positivo de commodities sem dúvida está ajudando a melhorar os números fiscais no Brasil. Estamos rodando com uma dívida bruta de cerca de 80% do PIB, bem melhor do que projetávamos há 12 meses. O elevado deflator do PIB, puxado pela inflação e pelos preços das commodities, trouxe essa melhora conjuntural. Mas identificamos ainda gargalos de longo prazo para o Brasil entrar, de fato, numa curva sustentável de endividamento.

Precisamos, também, endereçar um ajuste relevante primário das contas públicas, da ordem de 2,5% do PIB. Isso é algo que demandará aprovação de reformas estruturais, como a administrativa e a tributária, para destravarem nosso anêmico crescimento potencial de cerca de 1,0% a 1,5% do PIB. Nesse sentido, para ficar mais otimista com o cenário de longo prazo no Brasil, precisamos esperar o resultado das urnas de novembro, ver qual será a proposta econômica do próximo presidente eleito no Brasil e se vamos seguir na agenda social-democrata dos últimos 25 anos. Será que vamos seguir uma nova agenda, mais liberal, com reformas estruturantes, que permitam o Brasil sair da armadilha histórica de baixo crescimento?

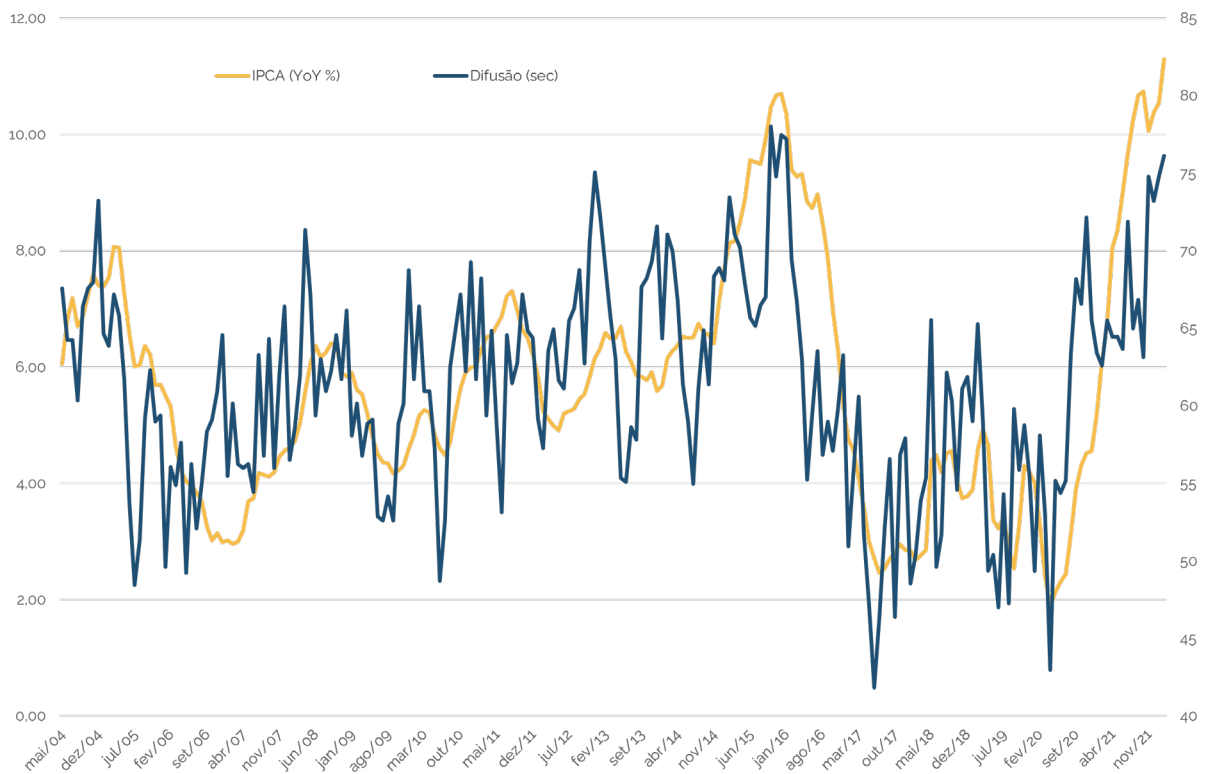
**Lado ruim:** Inflação disseminada, desancorada, forte no atacado e no varejo, nos bens intermediários e nos serviços. O “peak inflation” não se materializa e continua impactando o custo das empresas, impedindo revisões positivas de lucro apesar do ganho de participação de mercado observado em várias delas. Além disso, esse mesmo efeito mantém a curva de juros estressada pressionando o custo de capital da bolsa brasileira.

**Figura 41 - Projeção de inflação do Banco Central - YoY (%)**



Fonte: Banco Central e Bloomberg

**Figura 42 - Índice de difusão do IPCA**



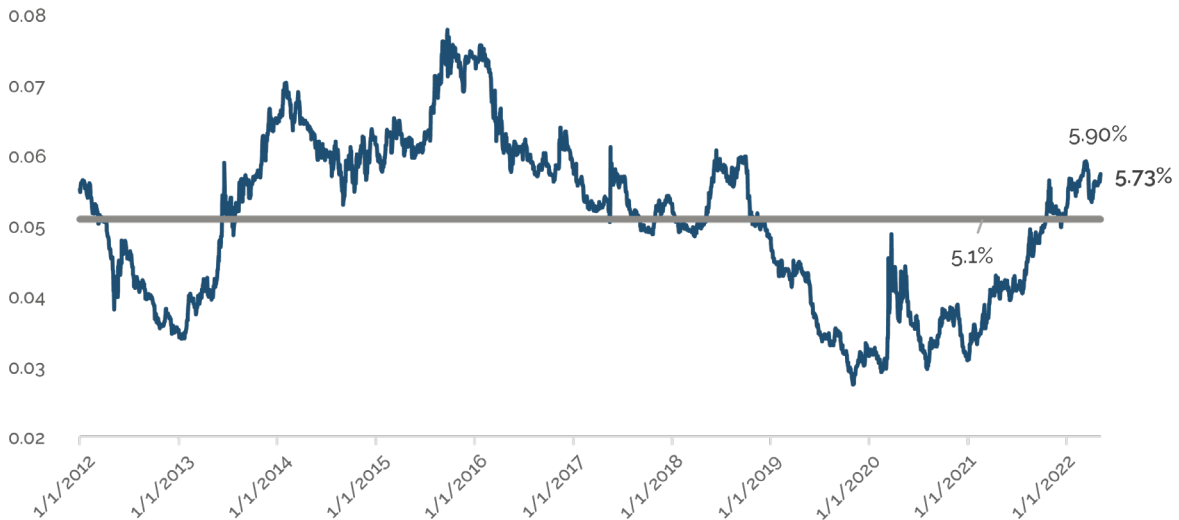
Fonte: IBGE e Bloomberg

→ **Visão Brasil: onde vemos a maior assimetria?**

Nosso time de gestão segue avaliando o valor relativo dos setores da bolsa versus seus comparáveis globais e a taxa de juros doméstica.

Nesse relativo, seguimos gostando do valuation do setor de commodities (globalmente), e apenas recentemente temos observado uma atratividade maior nos setores domésticos comparados com a taxa de juro real.

**Figura 43 - Juro Real Brasil - 10 anos**



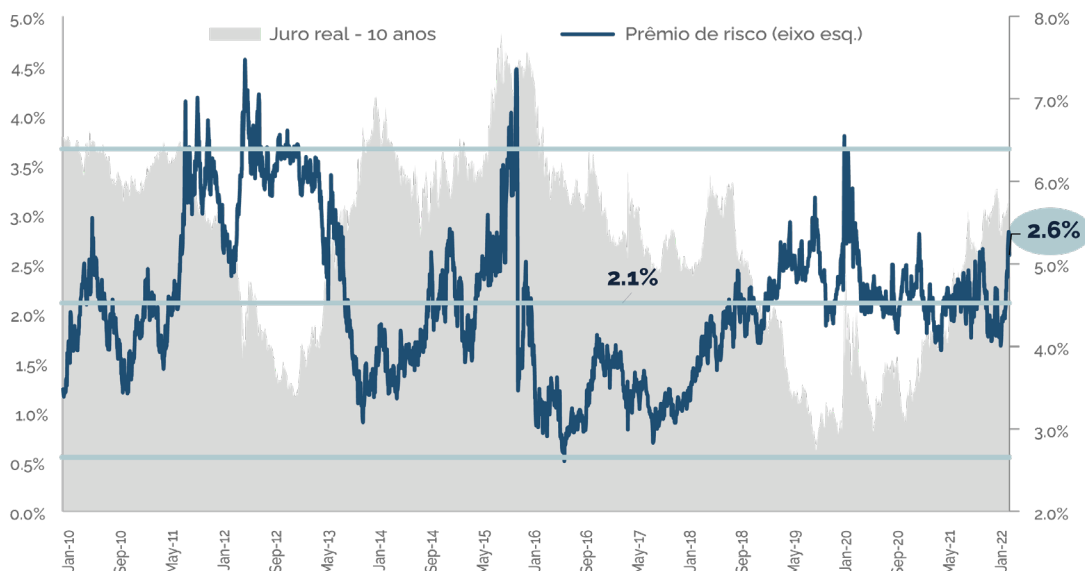
Fonte: Bloomberg, RPS Capital

Pelas nossas contas, o prêmio de risco de equity da bolsa doméstica (excluindo bancos tradicionais e empresas estatais) está cerca de 1 desvio padrão acima da média histórica desde 2010 considerando o crescimento esperado de lucro nos próximos 24 meses. Dada a correção forte nos preços de curto prazo e o valuation mais atrativo (mesmo considerando um juro real ainda alto), estamos aumentando posição em empresas mais cíclicas no mercado doméstico. Tal movimento é corroborado pela visão de que o ciclo de aumento da taxa básica de juros se aproxima do seu fim e de que os estímulos fiscais para consumo no curto prazo poderiam acelerar o ritmo de vendas das empresas, abrindo-se uma boa janela de oportunidade para

este subsegmento.

Se por um lado começamos a observar prêmio nessa bolsa doméstica, ressaltamos por outro a pressão generalizada de custos e despesas (efeito da inflação ainda persistente) enfrentadas por esse grupo de empresas, o que gera riscos e limita a expansão de lucro das mesmas. Ademais, o de-rating corrente dos mercados globais (concentrado principalmente nas ações de maior “duration”) aliado ao fluxo estrangeiro negativo adiciona pressão. Portanto, estamos ainda privilegiando nesse movimento as empresas de maior qualidade e liquidez (Renner, Grupo Soma, Multiplan etc) diante de tal cenário.

**Figura 44 - Equity Risk Premium (Ex-commodities, estatais e bancos\_ - P/E 24m Fwd**



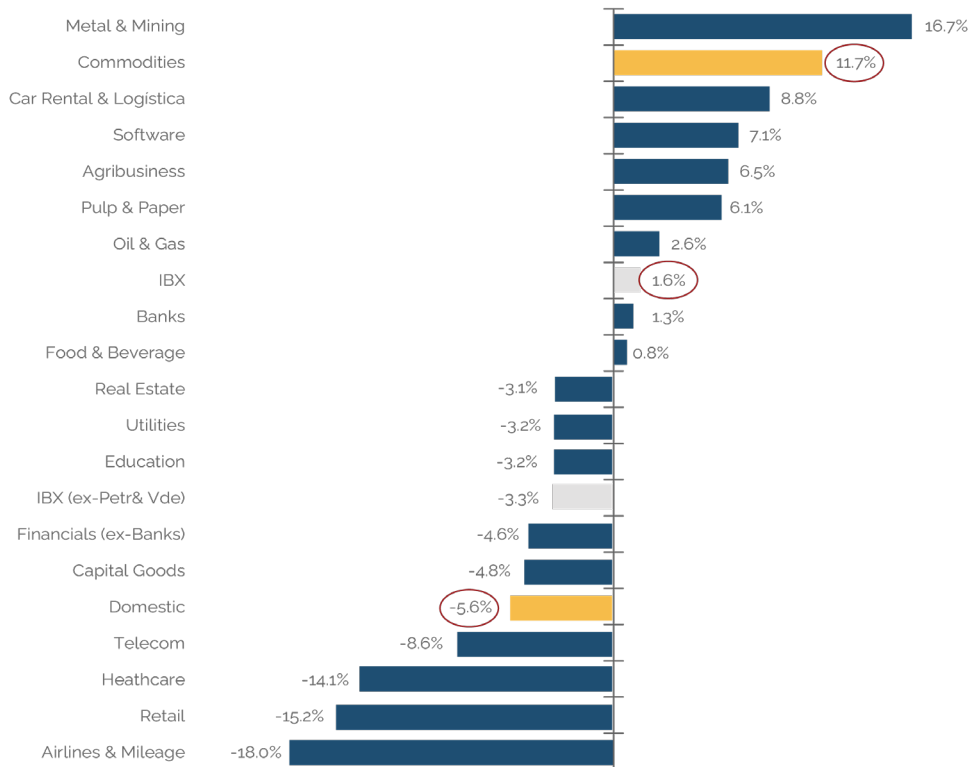
Fonte: Bloomberg, RPS Capital



As revisões de lucros no Bovespa seguem mais significativos no setor de commodities que, apesar disso, permanece muito descontado versus a média histórica já ajustando para o pico de ciclo de preços que estamos vivendo. O mais interessante desse setor é a robusta geração de caixa que as empresas estão entregando e o direcionamento desse caixa

extraordinário para o bolso de seus acionistas via pagamento de dividendos e recompra de ações. O Bovespa parece muito descontado principalmente pelo valor que observamos no setor de commodities, que representa pouco mais de um terço do peso do índice.

**Figura 45 - Revisões de Estimativa de Lucro 2022 - YTD (IBX100)**

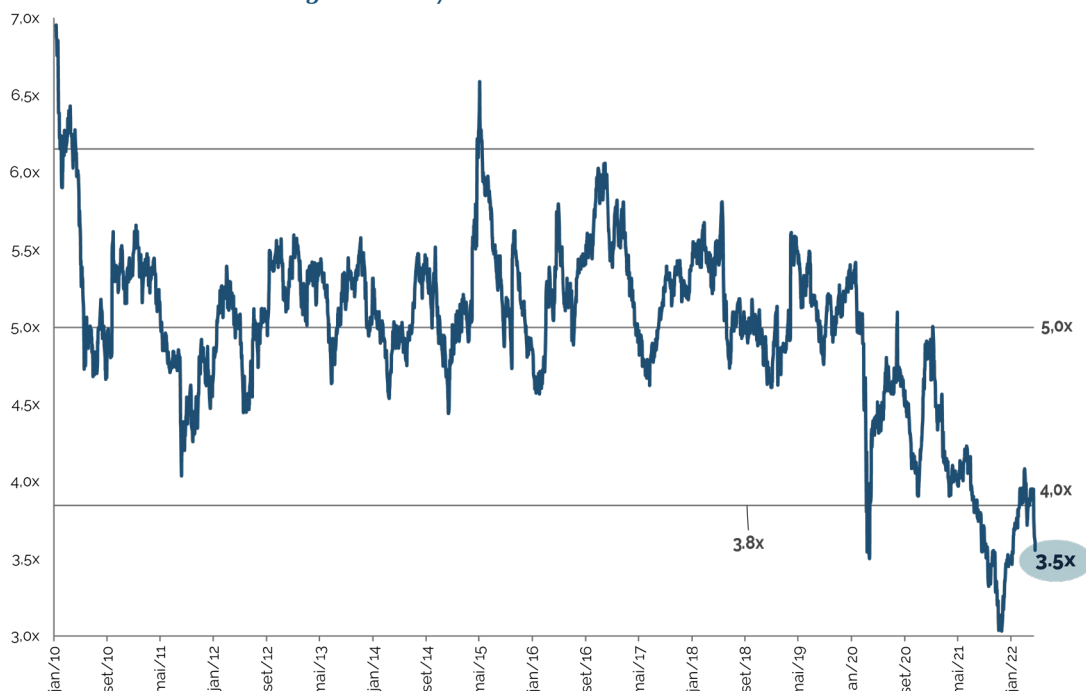


Fonte: Bloomberg, RPS Capital

A bolsa “mais barata” segue sendo a bolsa das commodities, que negociam em múltiplo EV/EBITDA 24m fwd (incorporando uma normalização parcial

dos preços de commodities), com desconto de mais de dois desvios padrões para média histórica.

**Figura 46 - EV/EBITDA 24m Fwd - Commodities**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

→ **Exposição Brasil (Principais Temas)**

Nossos principais temas de investimentos no Brasil têm em comum:

1) Setores/empresas com alto potencial de repasse

de inflação;

2) Dinâmica própria de crescimento de lucros;

3) Empresas líderes em seus setores e que devem ganhar market share independente do cenário;

4) Valuation (taxas internas de retorno) atrativo.

COMMODITIES	ATACAREJO	SAÚDE	ENERGIA RENOVÁVEL	PRIVATIZAÇÕES
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento econômico global ainda forte (mid cycle);</li> <li>• Escassez de oferta sem entrada de capacidade;</li> <li>• Valuation muito atrativo;</li> <li>• CASES: <i>Petróleo, Alumínio e Aço.</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trade-down no setor : Inflação e pressão sobre renda =&gt; Ganho de Market Share;</li> <li>• Setor Alimentar: Baixa correlação com crescimento econômico</li> <li>• Valuation Atrativo;</li> <li>• CASES: <i>Assaí.</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Envelhecimento da População;</li> <li>• Mercado pulverizado =&gt; Oportunidade de consolidação;</li> <li>• Aspiracional: Top 3 entre produtos/ serviços mais desejados pelo brasileiro;</li> <li>• CASES: <i>Hypera e Rede D'Or.</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Demanda crescente por fontes de energias renováveis ("ESG");</li> <li>• Pipeline de crescimento com funding subsidiado;</li> <li>• Preço de energia com prêmio devido alta demanda;</li> <li>• CASES: <i>Omega e Intelbras</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Melhora de eficiência operacional;</li> <li>• Eletrobrás: Governança robusta, baixo endividamento, renegociação de passivos;</li> <li>• Saneamento: Como privado será um dos principais players na consolidação do setor.</li> <li>• CASES: <i>Eletrobrás e Sabesp</i></li> </ul>

→ **Resumo das Teses de investimento: Atacarejo: Assaí**

1) Conjuntura macroeconômica pressionando inflação de alimentos e renda disponível das famílias impulsionando a migração do consumidor do varejo para o atacarejo;

2) Ganhos de market share com retornos altos;

3) Gestão experiente com histórico longo e positivo de crescimento;

4) Eficiência do modelo com alta venda por metro quadrado e baixos custos operacionais, ou seja, preços na gôndola entre 5% a 15% abaixo do varejo;

5) Modelo flexível de lojas;

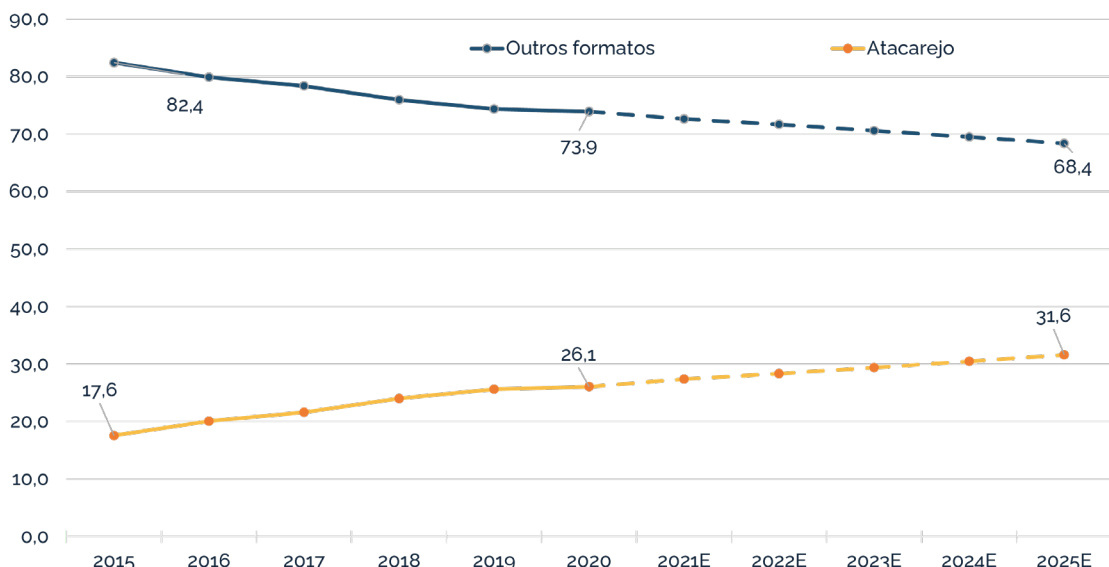
6) Logística Centralizada permite que 70% dos estoques sejam recebidos em loja;

7) Opcionalidades como novas categorias e serviços (açougues e eletro portáteis), atacado de distribuição e iniciativas digitais;

8) Valuation atrativo de 14x P/E 2023E.

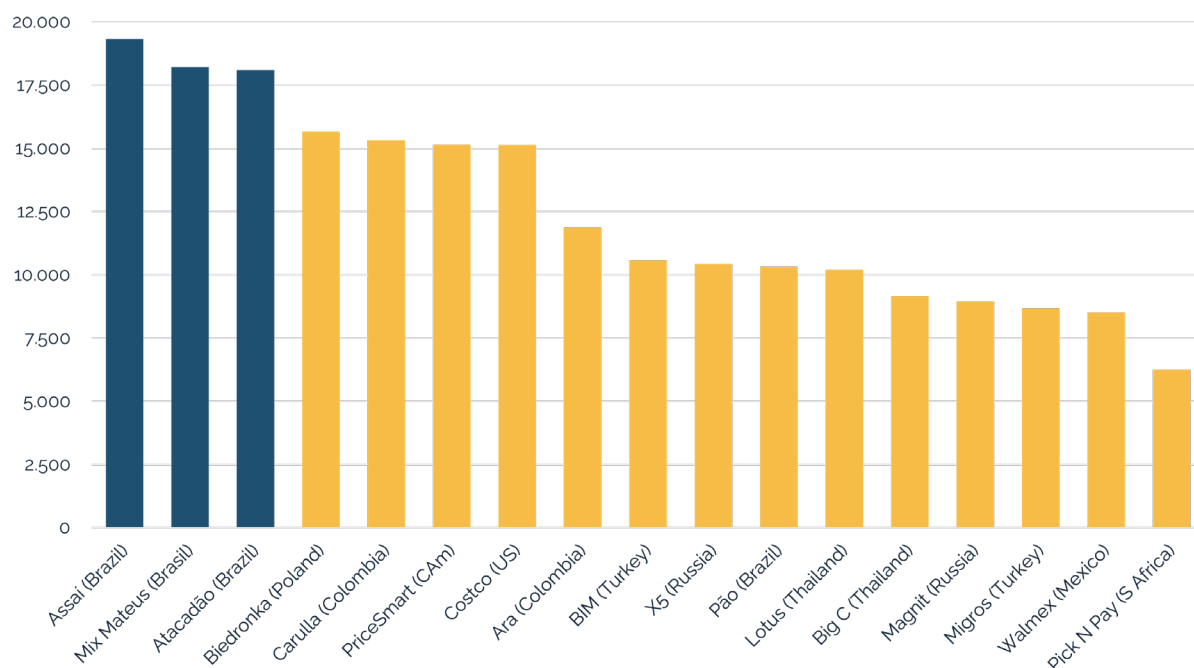
**RISCOS:** Competição acelerando o ritmo de expansão, sobretudo o Atacadão que fez deals com Sam's Club e grupo BIG, além de players regionais podendo acelerar aberturas de forma irracional. A expansão do e-commerce e outros modelos disruptivos no C&C, podendo pressionar margens sem trazer novos clientes.

Figura 47- Atacarejo ganhando sobre Varejo



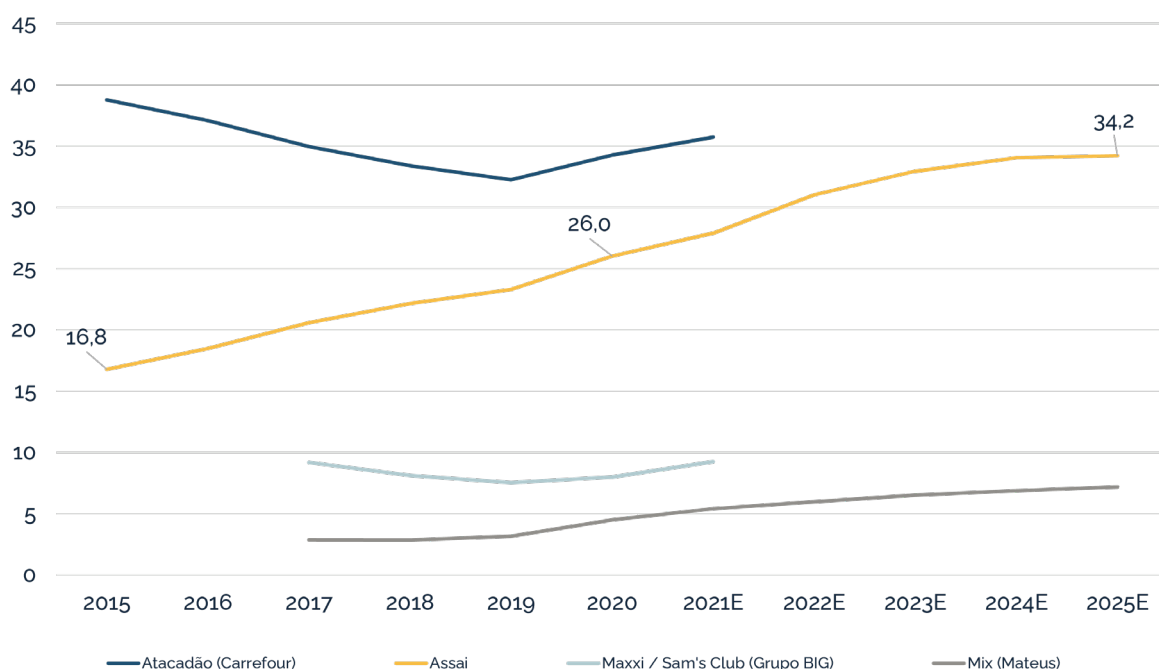
Fonte: Bloomberg, RPS Capital

Figura 48 - Formato mais eficiente em vendas/m<sup>2</sup> globalmente



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

Figura 49 - Market Share no Atacarejo



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

## → Saúde: Rede D'OR

- 1) Maior rede de hospitais do País com 64 hospitais e 10.600 leitos, o que gera muitos ganhos de escala, principalmente em compra de insumos;
- 2) Baixíssimo market share (menos de 10%) → Oportunidade de consolidação;
- 3) Melhor management do setor de saúde e com

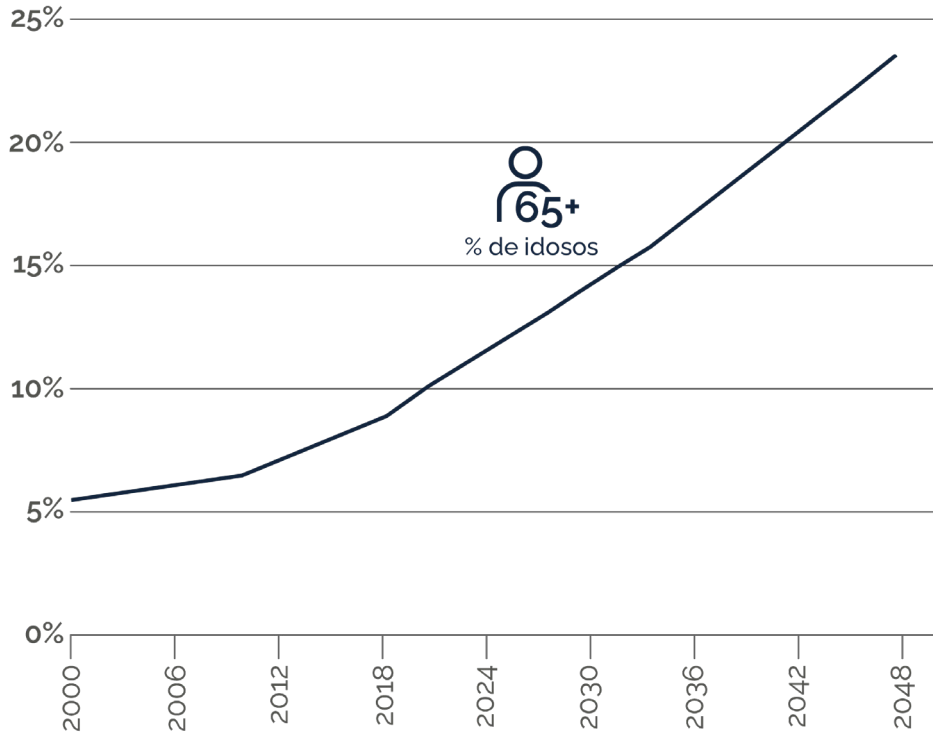
- track record comprovado de M&A e integração;
- 4) Forte barreira de entrada → Capex necessário para criar rede;
- 5) Entrega produto de qualidade para o cliente final e eficiente para as operadoras de saúde (cliente direto).

**RISCOS:**

- 1) Mudanças drásticas na regulação;
- 2) Execução de M&As em praças menores;

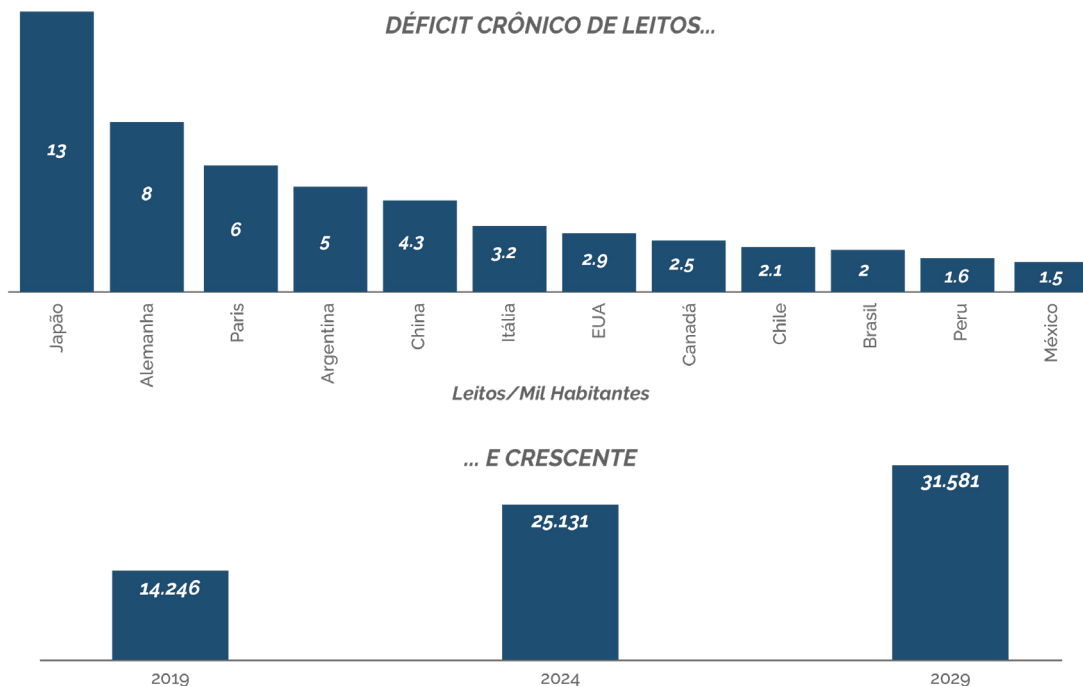
3) Inflação médica alta → queda do mercado privado

**Figura 50 - Brasileiro envelhecerá muito rápido**



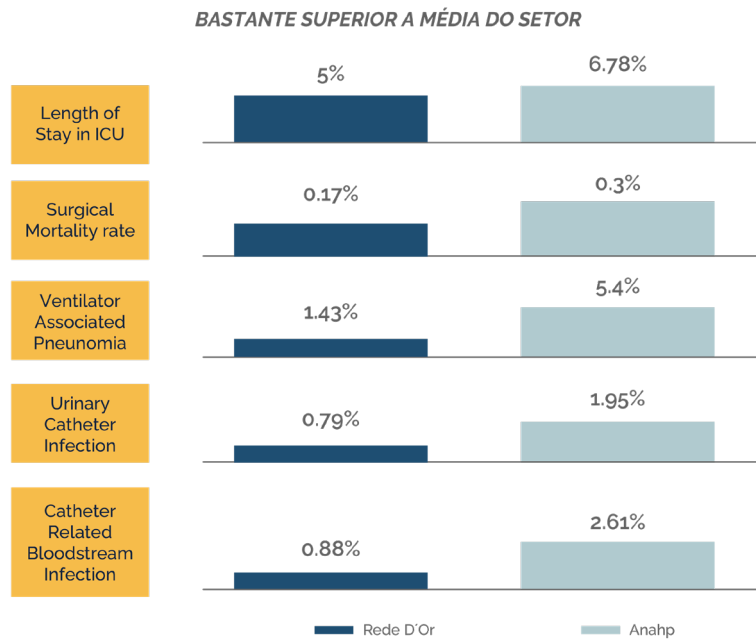
Fonte: Bloomberg, RPS Capital

**Figura 51 - Déficit Total de Leitos no Brasil**



Fonte: OMS, ANS, ANAHP

**Figura 52 - Qualidade de desfecho medico vs média nacional**



Fonte: ANS, Rede D'Or

→ **Energia Renovável: Ômega**

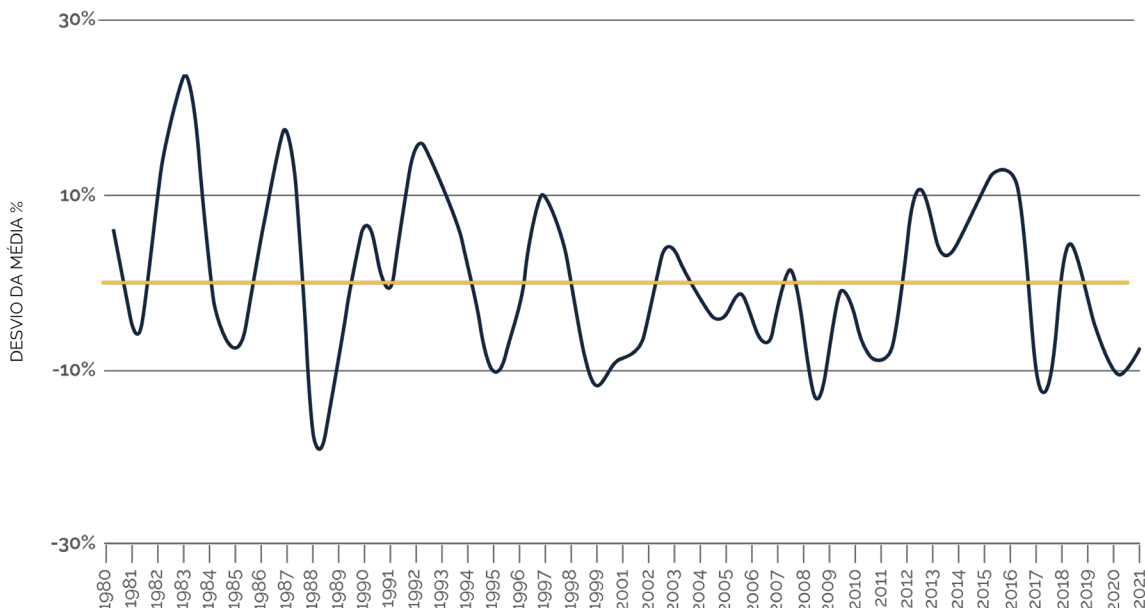
- 1) Empresa do segmento de geração renovável (eólica/solar) contando com 1,9 GW de capacidade instalada e mais 6,0 GW de novos projetos que serão desenvolvidos nos próximos anos;
- 2) Excelente track record na entrega de projetos, tendo provado habilidade na gestão dos ativos de forma rentável desde o IPO em 2017;
- 3) Projetos com PPAs longos (duration), baixo nível de energia descontratada (previsibilidade), prêmio de preço por renovável (ESG);
- 4) Recente fusão com a Ômega Desenvolvimento destravar valor com melhor eficiência tributária,

operacional (SG&A) e potencial expansão internacional da operação para os EUA (diretoria contratada).

**Valuation atrativo com TIR Real de aproximadamente 11% e upside de 40% (12m);**

**RISCOS:** Intermitência inerente às fontes renováveis; Dois terços dos novos projetos ainda estão em “early stage”, isto é, em fases iniciais do desenvolvimento, sem contratos negociados, aumento na taxa de juro real.

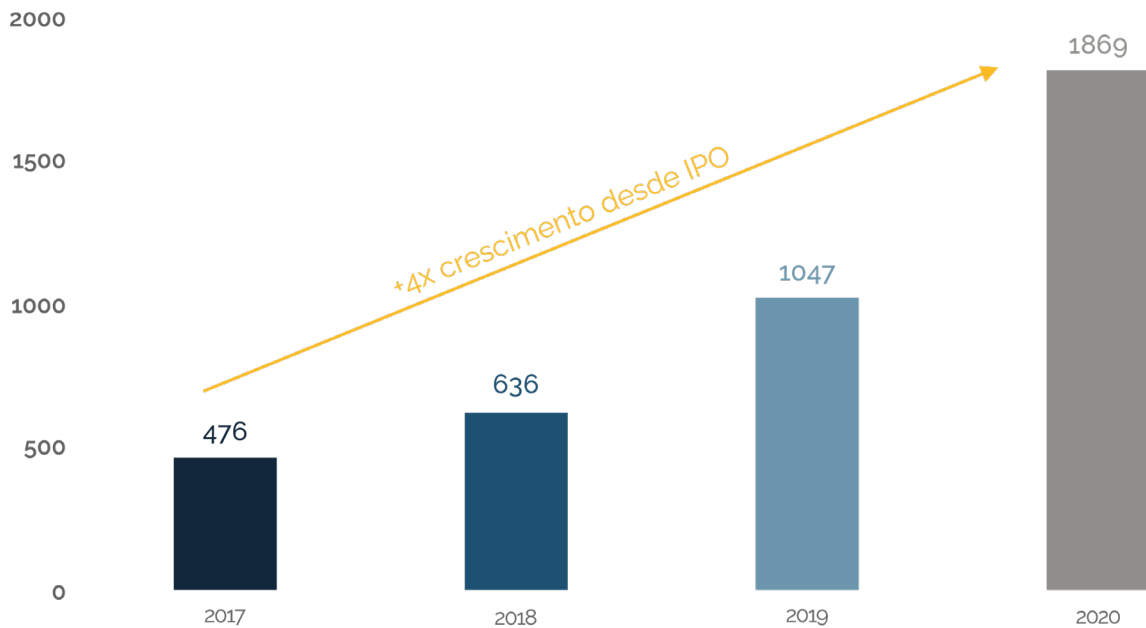
**Figura 53- Recurso Eólico Bruto Complexo Delta**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital



**Figura 54 - Rápida expansão do portfólio 100% renovável**



Fonte: Bloomberg, RPS Capital

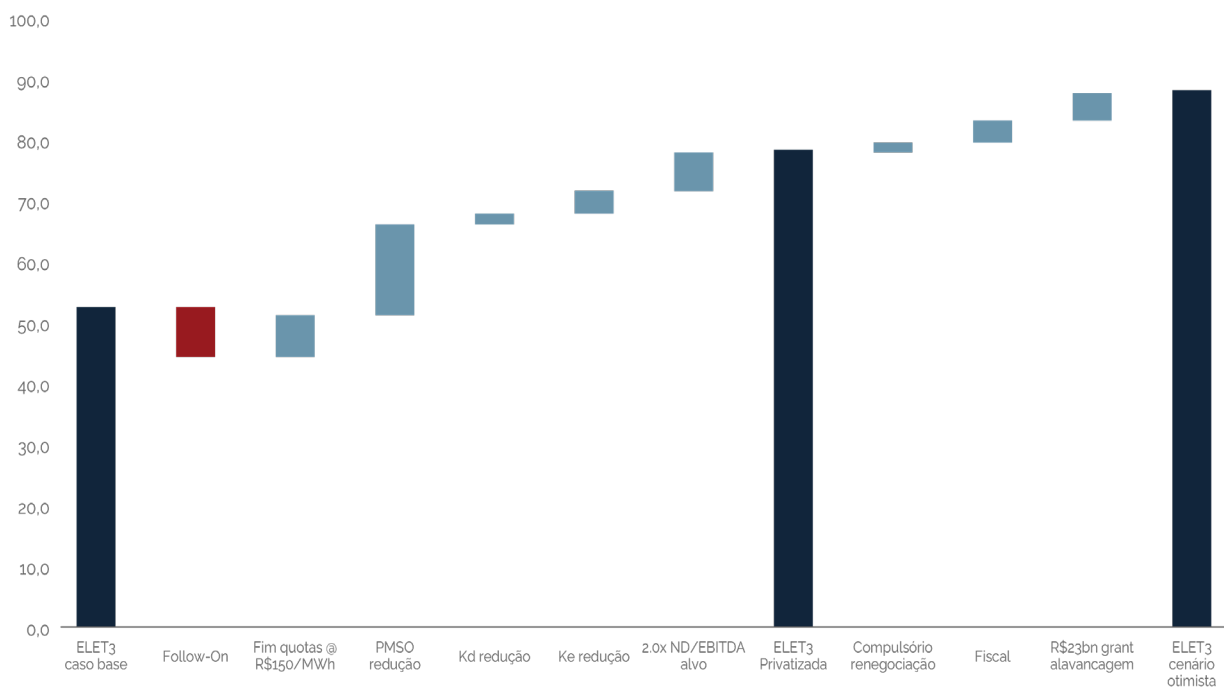
→ **Privatizações: Eletrobrás**

- Maior oferta (~30bn) e case de turn around do setor elétrico com enorme potencial em ganhos de eficiência. Custos PMSO atualmente 2x custo dos pares, renegociação de passivos, alavancagem e otimização fiscal (alto prejuízo acumulado);
- Será a maior empresa de energia LATAM e top 5 Global, sendo responsável por mais de um terço do parque de geração e transmissão no Brasil;
- Um dos maiores players de energia limpa no

mundo, com mais de 90% de sua capacidade instalada sendo de fontes renováveis;

- Ativos com longa duração e alta previsibilidade da geração de caixa;
- Forte governança aprovada em estatuto, onde governo terá apenas 10% dos votos mesmo com 45% das ações, mercado terá maioria dos assentos no conselho e “poison pill” de 200% de prêmio acima do maior preço dos últimos 504 dias em caso de compra de mais de 50% das ações da companhia pelo governo.

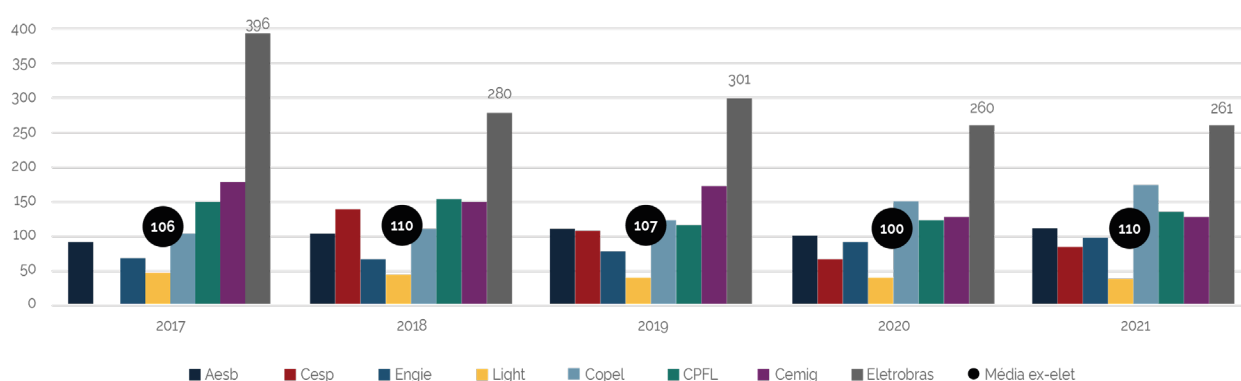
**Figura 55 - Alavancas de geração de valor**



Fonte: RPS Capital, Empresas Citadas, Bloomberg

Figura 56 - Cenário e PMSO vs pares

R\$/ação	Preço de energia de Longo Praz (R\$/MWh)					
	120	135	150	165	180	
PMSO (Redução vs corrente)	-70%	72	77	81	86	91
	-60%	70	75	80	84	89
	-50%	69	74	79	84	88
	-40%	65	70	75	80	84
	-30%	61	66	71	76	81
	-20%	57	62	67	72	77
	-10%	54	58	63	68	73
0%	48	53	58	63	67	



Fonte: RPS Capital, Empresas Citadas, Bloomberg

## → Conclusão e alocações de investimento

No book macro fatorial, responsável por cerca de 50% do risco do fundo, onde alocamos o risco direcional, estamos com uma posição net comprada, entre 20%-40%, em linha com a nossa média. Os principais macrotemas, conforme abordamos na seção global, seguem sendo i) a subida na taxa de juros globalmente, ii) uma recuperação de curto prazo dos ativos de risco no Brasil, e iii) o ambiente benigno para commodities, expresso por meio de uma carteira bem diversificada, com exposição a empresas produtoras de minério de ferro (Vale), alumínio (Alcoa), cobre (FCX), siderurgia (Gerdau e Ternium) e petróleo (Petrobras, Petro Reconcavo e XLE).

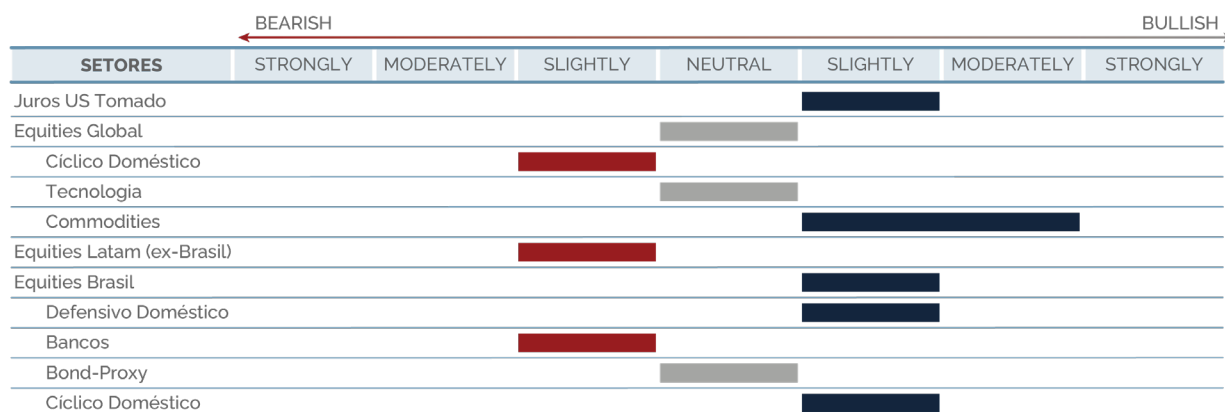
No book Alpha Brasil, seguimos privilegiando liquidez, com uma carteira de viés de qualidade (de olho no poder de repasse da inflação), mas que também se beneficie de uma aceleração da atividade neste 2T22. Seguimos posicionados em

temas defensivos e de crescimento idiossincrático como no setor de saúde (Rede D'Or e Hypera), no atacarejo (Assaí), no setor de energia renovável (Ômega), e no consumo, privilegiando empresas que atuam em faixa de renda mais elevada como Centauro, Grupo Soma e Petz. Temos exposições a empresas estatais que podem se beneficiar de uma agenda de privatização, como Eletrobras e Sabesp.

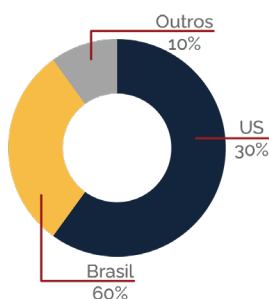
No book Alpha Global, estamos comprados em setores de tecnologia com perfil defensivo, empresas líderes, geradoras de caixa, com balanço robustos como Microsoft, Globant e AMD. Na ponta short, estão o setor de semicondutores (SMH), uma cesta expandida do setor de construção nos EUA (XHB) e companhias mais cíclicas de tecnologia com balanços ruins e baixa geração de caixa.

Seguimos privilegiando uma alta liquidez na carteira nesse momento de incerteza no cenário global.

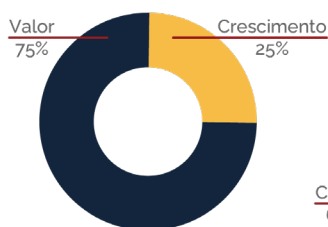
**Figura 57 - Alocação de Risco**



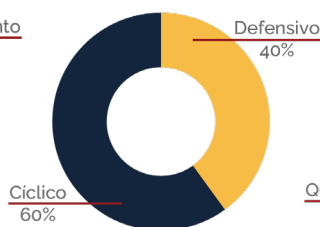
**NET POR GEOGRAFIA**



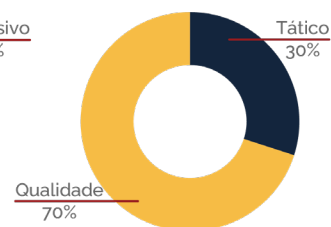
**NET GROWTH VS. VALUE**



**NET CÍCLICOS VS. DEFENSIVOS**



**QUALIDADE VS. TÁTICO**



Fonte: RPS Capital

A RPS Capital Administradora de Recursos Ltda. não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Entre em contato com os distribuidores autorizados para investir em nossos fundos. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. As informações presentes nesta carta são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. A RPS Capital não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações aqui divulgadas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Esta carta não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da RPS Capital. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Leia o regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais antes de investir, disponíveis no site de nosso administrador: <https://www.btgpactua.com/asset-management/administracao-fiduciaria> Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa autorização da RPS Capital. A RPS Capital pode ser contatada por meio dos seguintes canais: Geral: (11) 5644-7979 - dias úteis das 9h às 18h; [www.rpscapital.com.br](http://www.rpscapital.com.br) - Seção Fale Conosco. Correspondências a RPS Capital podem ser dirigidas à Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 3355, 7º andar, conj. 72, São Paulo - SP - 04538-013. SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)