

Multimercado

Riza Evi

Riza Asset Management



Panorama

Internacional

EUA e Israel iniciaram operações militares contra o Irã no final de fevereiro, transformando o que havia sido um trimestre de otimismo moderado, com fluxos recordes para emergentes, dólar em queda e bolsas renovando máximas, em um período de elevada incerteza geopolítica. O petróleo aproximou-se de US\$ 120 o barril, o Estreito de Ormuz foi parcialmente bloqueado e os bancos centrais de todo o mundo passaram a reavaliar suas trajetórias de política monetária diante de um choque de oferta cuja magnitude e duração seguem difíceis de precisar.

O pano de fundo que atravessou o trimestre foi o processo de diversificação estrutural de portfólios globais para fora dos Estados Unidos. O movimento, iniciado em 2025 com a percepção de que o "excepcionalismo americano" começava a mostrar rachaduras, ganhou velocidade no início do ano: os fluxos de investimento em carteira para mercados emergentes totalizaram US\$ 99 bilhões apenas em janeiro, recorde histórico da série iniciada em 2005. O dólar, medido pelo DXY, acumulava queda superior a 10% no ano, e o euro se valorizava de forma consistente frente à moeda americana. Esse ambiente favoreceu de maneira ampla os ativos de países emergentes, particularmente as bolsas e as moedas, que se beneficiaram de condições financeiras mais frouxas e de um diferencial de juros ainda elevado.

Nos Estados Unidos, os dados do início do ano desenharam um quadro ambíguo. O mercado de trabalho, que havia dado sinais de deterioração ao longo de 2025, surpreendeu em janeiro: o payroll registrou criação de 130 mil vagas, mais que o dobro das 65 mil esperadas pelo mercado, e a taxa de desemprego recuou de 4,4% para 4,3%. O número foi recebido com cautela, dada a conhecida instabilidade do ajuste sazonal de janeiro e a revisão negativa de 862 mil postos acumulada no benchmark anual. Já em fevereiro, o mercado de trabalho voltou a decepcionar: o payroll contraiu 92 mil postos, bem abaixo do consenso de +55 mil, sinalizando que o quadro de criação de empregos permanece frágil fora do núcleo tecnológico. A combinação de payrolls voláteis e inflação persistente consolidou a leitura de que o Fed opera, neste ciclo, em terreno genuinamente ambíguo. No campo inflacionário, o repasse tarifário tornou-se mais visível ao longo do trimestre. O núcleo do PCE encerrou 2025 em 3,0% ao ano, bem acima da meta de 2% ao ano, e o core CPI de janeiro reforçou a percepção de pressão nos bens afetados por tarifas, que avançaram em ritmo claramente superior à média do índice. Ao mesmo tempo, o PIB do quarto trimestre de 2025 foi revisado para apenas 0,7% anualizado, metade da leitura inicial, impactado sobretudo pela queda de 5,1% nos gastos governamentais decorrentes do maior shutdown da história americana, que durou 43 dias e atrasou a divulgação de uma série de indicadores relevantes.

Brent (USD)



A combinação de desaceleração do crescimento com inflação acima da meta reacendeu o debate sobre um possível cenário de estagflação, ainda que as condições atuais sejam distintas das de 1970: os bancos centrais já operam em território restritivo e o choque de demanda pós-pandemia está dissipado.

No plano institucional, o trimestre trouxe dois desenvolvimentos de primeira ordem para a política monetária americana. Em janeiro, o presidente Trump anunciou a indicação de Kevin Warsh para substituir Jerome Powell na presidência do Fed, previsto para maio. Warsh, ex-diretor do Fed entre 2006 e 2011, período que incluiu a crise financeira de 2008, é visto pelo mercado como um nome técnico e independente, o que reduziu parte do temor de captura da autoridade monetária pelo Executivo. Warsh tem defendido a redução do balanço do Fed e revisão de suas práticas de intervenção no mercado, em linha com a agenda do secretário do Tesouro, Scott Bessent. A transição na presidência adiciona uma camada de incerteza ao ciclo de política monetária, mas o mercado, até fevereiro, precificava dois cortes adicionais de 25 pontos-base até o final de 2026. O segundo desenvolvimento foi a decisão da Suprema Corte de declarar ilegais as tarifas implementadas via IEEPA, o arcabouço de emergência nacional utilizado por Trump para impor tarifas recíprocas em 2025. A resposta do Executivo foi imediata: substituição pela tarifa global de 10% via Seção 122 da Lei de Comércio, com duração de 150 dias e promessa de elevação ao limite de 15%. Paralelamente, investigações sob as Seções 301 e 232 foram abertas para viabilizar tarifas de caráter mais duradouro. O episódio marcou o primeiro sinal concreto de que as instituições impõem limites ao poder discricionário do presidente, leitura positiva do ponto de vista da saúde institucional, mas não eliminou o tema tarifário como fonte de incerteza. Um risco que ganhou visibilidade ao longo do trimestre foi a crescente tensão no mercado de crédito privado, segmento que acumulou crescimento acelerado nos últimos anos com pouca transparência e sem passar por um ciclo completo de inadimplência.

Em fevereiro, a Blue Owl restringiu permanentemente os resgates de um de seus fundos, optando por liquidar ativos de forma gradual, episódio que evidenciou os dois riscos centrais da classe: opacidade na precificação, dado que não existem preços de mercado em tempo real para esses ativos, e iliquidez em momentos de estresse. Mais de um quarto do mercado possui exposição a setores vulneráveis à disrupção por inteligência artificial, com concentração relevante em empresas de software que precisarão refinar cerca de US\$ 40 bilhões em dívidas até 2028. O setor nunca passou por um ciclo real de inadimplência, o que torna difícil calibrar os riscos sistêmicos associados a uma eventual deterioração mais ampla das condições de crédito.

O evento que encerrou o trimestre de forma dramática foi a deflagração do conflito militar entre Estados Unidos, Israel e Irã ao final de fevereiro. Em uma série de ataques coordenados, EUA e Israel miraram instalações nucleares, militares e de produção de armamentos do regime iraniano, degradando de forma relevante sua capacidade bélica. O Irã respondeu com drones de baixo custo, tecnologia que por sua simplicidade operacional resistiu mesmo à destruição dos sistemas de mísseis, e ameaçou o tráfego de petroleiros pelo Estreito de Ormuz, corredor por onde passa cerca de um quinto de todo o petróleo e gás natural negociados no mundo. O petróleo Brent chegou a se aproximar de US\$ 120 o barril, registrando tanto a maior alta em dólares quanto a maior queda intradiária da história recente, num reflexo direto da volatilidade das sinalizações sobre o andamento do conflito. Para conter o choque imediato de oferta, o Departamento de Energia americano anunciou a liberação de 172 milhões de barris das reservas estratégicas, e a Agência Internacional de Energia coordenou a liberação adicional de 400 milhões de barris entre seus membros. Em março, o petróleo oscilou na faixa de US\$ 90 a US\$ 110 o barril, com o mercado precificando prêmio de risco geopolítico e incerteza sobre a reabertura do estreito.

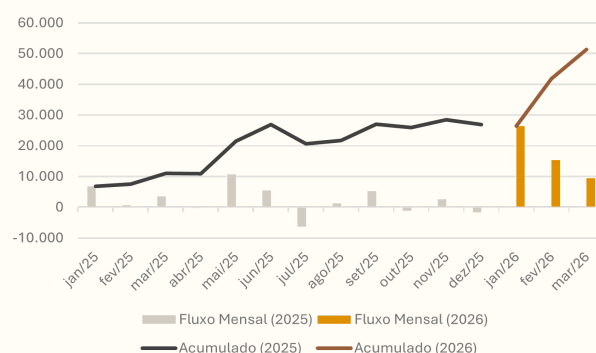
O choque energético reconfigurou o debate de política monetária em todo o mundo. BCE e Banco da Inglaterra, que vinham conduzindo seus ciclos de afrouxamento com relativa tranquilidade, passaram a sinalizar que altas de juros não estavam descartadas diante do impacto inflacionário do petróleo. O Fed, por sua vez, manteve os Fed Funds no intervalo de 3,50%–3,75% a.a. na reunião de março, com Powell reconhecendo o aumento das incertezas, mas se recusando a antecipar qualquer mudança de postura antes de avaliar a magnitude e a duração do choque. Nossa premissa base é a de um conflito limitado no tempo e no escopo, que não gere alterações estruturais no balanço de oferta global de energia. Caso essa hipótese se confirme, o impacto inflacionário tende a ser transitório e o cenário benigno para ativos de risco pode ser preservado. Caso o conflito se prolongue, o risco de estagflação ou recessão se torna mais concreto e o ambiente de baixa volatilidade que caracterizou os primeiros dois meses do trimestre dificilmente se sustentará.

O trimestre termina, portanto, com mais perguntas do que respostas no front externo. A economia americana segue surpreendendo pela resiliência agregada, mas o mercado de trabalho dá sinais de fadiga fora do núcleo tecnológico, a inflação permanece teimosamente acima da meta e o ambiente fiscal se deteriora com o avanço da "Big Beautiful Bill". O conflito no Oriente Médio adicionou uma variável de difícil precificação a um cenário que já era complexo. O que resta claro é que o processo de realocação estrutural de capital para fora dos EUA segue em curso e que o Brasil, como veremos a seguir, foi um dos principais beneficiários desse movimento ao longo do período.

Brasil

O Brasil atravessou o primeiro trimestre de 2026 beneficiado por um ambiente externo excepcionalmente favorável, que impulsionou ativos locais mesmo diante de fundamentos domésticos ainda frágeis. O processo de realocação global de portfólios para fora dos Estados Unidos direcionou fluxos expressivos para mercados emergentes, e o Brasil foi um dos principais destinos: no acumulado do ano, o fluxo de não residentes para a bolsa superou R\$ 50 bilhões, volume que já excedia todo o capital externo recebido ao longo de 2025. O Ibovespa renovou máximas históricas, chegando a superar os 190 mil pontos, sustentado por esse fluxo técnico robusto. O real acompanhou o movimento, apreciando-se consistentemente ao longo do período e chegando a operar abaixo de R\$ 5,20 por dólar, valorização que refletiu menos uma melhora na percepção específica sobre o Brasil e mais a fraqueza estrutural do dólar no cenário global e pelo diferencial de juros ainda elevado.

Fluxo Estrangeiro para Bolsa (BRL mm)



No front monetário, o trimestre trouxe o início do ciclo de flexibilização da taxa de juros. Após sinalizar explicitamente o início do ciclo na reunião de janeiro, com um comunicado que surpreendeu o mercado pela clareza do guidance, o Copom entregou em março o primeiro corte da Selic, de 25 pontos-base, levando a taxa básica a 14,75% ao ano.

A decisão foi tomada em um contexto desafiador: o choque do petróleo decorrente do conflito no Oriente Médio havia elevado as incertezas inflacionárias, levando boa parte do mercado a revisar a expectativa de corte inicial de 50 para 25 pontos-base. As comunicações escritas do BC, incluindo a ata e o Relatório de Política Monetária, reconhecem o ambiente externo mais incerto, mas mantêm o viés de continuidade do ciclo, condicionado à evolução dos dados. O início mais gradual preserva espaço para ajustes nas próximas reuniões à medida que o cenário externo se torne mais legível.

A dinâmica inflacionária seguiu sendo o principal ponto de atenção ao longo do trimestre. O IPCA de janeiro registrou alta de 0,33% no mês, com a inflação acumulada em 12 meses acelerando para 4,44%. Fevereiro trouxe leitura de 0,70%, acima da mediana de mercado de 0,64%, com qualitativo um pouco pior que o esperado: serviços subjacentes vieram acima das expectativas, puxados por conserto e seguro de automóvel, e industriais subjacentes também surpreenderam negativamente, com destaque para vestuário. Na média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada, os serviços subjacentes aceleraram de 4,7% para 5,4%, enquanto a média dos núcleos avançou de 4,0% para 4,1%. Vale notar, contudo, que a aceleração dos serviços ficou concentrada em itens mais voláteis, com as aberturas ligadas à mão de obra desacelerando na margem. O conflito no Oriente Médio adicionou risco altista via preços de combustíveis, levando o governo a zerar o PIS/Cofins do diesel e avaliar subsídios adicionais para conter repasses à bomba. Ainda assim, a postura conservadora da Petrobras e o calendário eleitoral reduzem a probabilidade de um repasse de custo mais amplo no curto prazo. Diante dos números mais pressionados no acumulado do trimestre e da incerteza geopolítica, as projeções de IPCA para 2026 foram revisadas de ao redor de 4% para próximo de 4,5%.

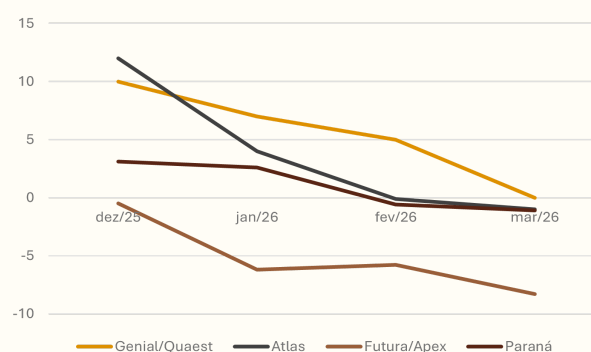
No campo fiscal, o quadro permanece desafiador, mas com alguns sinais de acomodação na margem. O governo central encerrou 2025 com déficit primário de R\$ 58,7 bilhões, cumprindo a meta após exclusões permitidas, sustentado por arrecadação mais forte que a projetada e por receitas extraordinárias. A dívida bruta, no entanto, avançou de 76,3% para 78,7% do PIB e deve continuar sua trajetória ascendente, podendo chegar acima de 81% ao final de 2026. O início do ano trouxe tensões adicionais: o governo avaliou a incidência de IOF sobre ativos virtuais, e o debate em torno da redução da jornada de trabalho 6x1 abriu discussões sobre compensações fiscais que ampliam o risco de deterioração do primário. A ausência de medidas estruturais de contenção de gastos permanece como o principal limitador da credibilidade fiscal, e o Arcabouço segue cumprindo a meta pelo lado da receita, não pelo controle da despesa, dinâmica que o mercado acompanha com crescente ceticismo.

O trimestre também foi marcado por relevante ruído institucional decorrente dos desdobramentos do caso Banco Master. A prisão

de Vercaro e as mensagens interceptadas pela Polícia Federal revelaram uma ampla rede de relacionamentos com o mundo político, com suspeitas de pagamentos a autoridades e indícios de cooptação de servidores do Banco Central. A possibilidade de delação premiada manteve o caso no centro do noticiário ao longo do período, com implicações a diversos caciques da política brasileira e desgaste adicional à imagem do STF. O episódio reforçou a percepção de fragilidade institucional e serviu de combustível para a oposição, que voltou a pautar a abertura de processos de impeachment contra ministros da Corte.

Por fim, o cenário político ganhou novos contornos ao longo do trimestre. As pesquisas eleitorais mostraram convergência consistente entre Lula e Flávio Bolsonaro em cenários de segundo turno, com o senador chegando a aparecer numericamente à frente do presidente em alguns levantamentos, diferença dentro da margem de erro, mas suficiente para reconfigurar a percepção de risco do mercado. A rejeição de Lula permanece acima de 48%, e a corrida eleitoral caminha para um cenário de empate técnico, o que eleva a sensibilidade dos ativos a qualquer desenvolvimento político. O mercado enxerga com bons olhos uma eventual alternância de poder, que abriria espaço para um ajuste mais consistente das contas públicas e uma melhora estrutural na percepção de risco do país. A chapa da oposição ainda não está definida, e a candidatura de Flávio Bolsonaro, com rejeição elevada entre o eleitorado mais amplo, pode favorecer Lula em um eventual segundo turno. Os preços dos ativos já refletem alguma probabilidade de mudança de governo, mas ainda estão distantes de precificar um cenário de ajuste fiscal consistente.

Diferencial Entre Candidatos (Lula - Flávio)



Resultados

Retornos

No primeiro trimestre de 2026, o fundo registrou retornos de 1,22%, 1,00% e 1,02% em janeiro, fevereiro e março, respectivamente, acumulando 3,28% no período, frente a 3,41% do CDI. Desde o início, a rentabilidade acumulada alcança 87,01%, comparada a 66,53% do CDI no mesmo período.

No trimestre, o resultado foi concentrado na estratégia de Crédito Privado (+3,03%), com contribuição do carregamento. A abertura de spreads após os eventos de Raízen e GPA, somada às incertezas em torno da Braskem, elevou a percepção de risco no setor ao longo de março. Apesar de não termos exposição a esses casos, houve uma reprecificação mais ampla dos ativos, impactando a marcação a mercado da carteira e explicando a leve underperformance frente ao CDI.

Adicionalmente, a estratégia de RF Inflação (+0,14%) apresentou contribuição marginalmente positiva no período, enquanto as demais estratégias permaneceram neutras.

Portfólio

Posicionamento Atual

Estratégias	Jan	Fev	Mar	1T26	Ano
Book Renda Fixa					
Caixa	0,09%	0,07%	0,10%	0,26%	0,26%
DI Pré	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RF Inflação	0,11%	0,09%	-0,06%	0,14%	0,14%
Global Rates	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Crédito	1,07%	0,89%	1,03%	3,03%	3,03%
Book Ações					
Top Down	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Bottom Up	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tx Pfee	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tx Adm e Custos	-0,06%	-0,05%	-0,06%	-0,16%	-0,16%
Total	1,22%	1,00%	1,02%	3,28%	3,28%

Encerramos o trimestre com 91,6% do PL do fundo alocado, distribuído em um portfólio de 187 ativos. A carteira apresenta carregamento bruto de CDI +1,2% a.a. e prazo médio de 1,5 ano, refletindo um equilíbrio adequado entre retorno e liquidez.

Ao longo do trimestre, mantivemos o posicionamento concentrado em crédito privado, priorizando ativos com elevada previsibilidade de fluxo e boa relação risco-retorno, em linha com o ambiente de juros ainda elevados no Brasil.

No entanto, intensificamos uma postura mais cautelosa na alocação diante da percepção de compressão excessiva de spreads no mercado local. Os níveis observados no início do ano, especialmente em emissores de maior qualidade, passaram a refletir um prêmio limitado frente aos riscos, levando a uma redução tática de risco e aumento de caixa nas carteiras.

Esse posicionamento se mostrou consistente com a dinâmica recente do mercado. Ao longo de março, observamos uma abertura relevante de spreads e sinais de deterioração técnica da classe, em um ambiente marcado por menor captação e aumento de resgates na indústria.

No book de ações, seguimos sem exposição relevante ao longo do trimestre. Apesar do fluxo estrangeiro mais favorável para mercados emergentes, entendemos que o cenário ainda apresenta assimetrias pouco atrativas na relação risco-retorno, tanto pelo nível de incerteza global quanto pelos riscos domésticos, especialmente no campo fiscal.

Perspectivas

O ambiente prospectivo para crédito local começa a apresentar sinais de inflexão após um período prolongado de compressão de spreads. Ao longo de março, observamos uma abertura mais relevante no mercado secundário, com spreads de debêntures AAA em CDI atingindo patamares próximos a 1,08%, níveis não observados desde o início de 2025, além de movimentos mais abruptos em emissores específicos.

Parte desse ajuste foi catalisada por eventos idiossincráticos recentes, como os casos de Raízen, Braskem e GPA, que trouxeram maior atenção para risco de crédito e contribuíram para uma reprecificação mais ampla dos ativos. Ainda que não tenhamos exposição a esses emissores, o efeito de contágio aconteceu para o mercado como um todo, ainda que de forma saudável (~10bps de abertura para o *High Grade*).

Apesar dessa mudança, entendemos que os níveis de spread ainda não refletem, de forma generalizada, um prêmio suficientemente atrativo frente aos riscos, especialmente nos emissores de maior qualidade.

Dessa forma, seguimos com uma postura cautelosa, priorizando liquidez, seletividade e disciplina na alocação, enquanto acompanhamos a evolução desse processo de ajuste.

No mercado de ações, a performance recente tem sido fortemente sustentada por fluxo estrangeiro. Apenas no primeiro trimestre de 2026, o ingresso líquido foi de R\$51,2 bilhões, montante superior ao observado em todo o ano de 2025 (R\$25,5 bilhões). Esse movimento reflete, em grande medida, a realocação global de portfólio em direção a mercados emergentes, em um contexto de fraqueza do dólar.

Ainda assim, avaliamos que o nível atual de preços já incorpora, em parte, um cenário mais benigno, enquanto permanecem incertezas relevantes no ambiente doméstico, especialmente no campo fiscal e político. Nesse contexto, seguimos entendendo a relação risco-retorno como pouco atrativa para uma exposição mais estrutural no momento.

No cenário macro, a combinação de desaceleração global, incertezas geopolíticas e maior volatilidade nas condições financeiras tende a manter um ambiente mais desafiador para ativos de risco no curto prazo.

Seguimos, portanto, com uma abordagem disciplinada, preservando flexibilidade para ampliar exposição à medida que os vetores de risco sejam melhor precificados pelo mercado.



Disclaimer

Este conteúdo tem propósito exclusivamente informativo e se baseia em dados estatísticos, metodologias probabilísticas, fatos concretos do mercado financeiro e em resultados financeiros apurados. Em nenhum momento, o conteúdo desta mensagem representa opiniões pessoais ou recomendações de investimento financeiro de qualquer natureza. Não se configuram, portanto, como ideias, opiniões, pensamentos ou qualquer forma de posicionamento por parte Riza Asset e o Administrador. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes neste conteúdo. O investimento em ações é um investimento de risco. Na realização de operações com derivativos existe a possibilidade de perdas superiores aos valores investidos, podendo resultar em significativas perdas patrimoniais. Para avaliação da performance de um fundo de investimentos é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Todas as informações sobre os produtos, bem como o regulamento e o prospecto e regulamento aqui listados, podem ser obtidas com seu agente de investimentos, em nosso site na internet ou no site do referido gestor. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor – FGC. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despende em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos. Os fundos de ações e multimercados com renda variável /sem renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Os fundos de cotas aplicam em fundos de investimento que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Os fundos de renda fixa estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Para informações e dúvidas, favor contatar seu agente de investimentos. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos e taxas de saída e performance. As informações publicadas não levam em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expressos em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Riza Asset e o Administrador não se responsabilizam por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização dessa plataforma. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido.

Nome do Fundo

RIZA EVI PREVIDENCIA FIE II FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO

CNPJ

44.657.982/0001-64

Administradora

ri.fundolistados@btgpactual.com

<https://www.btgpactual.com/asset-management/administracao-fiduciaria>

