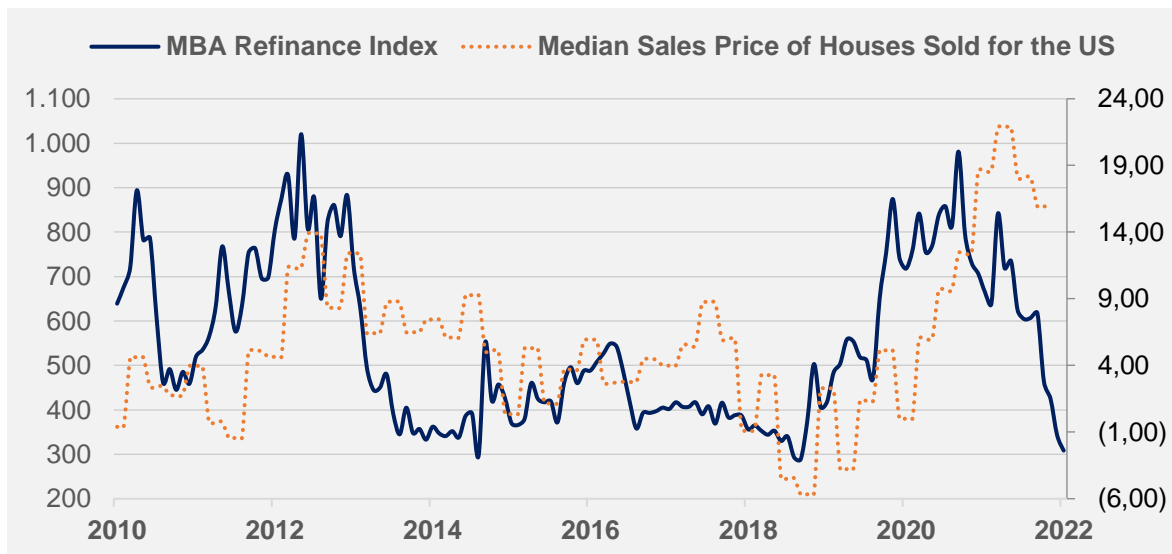


Relatório de Gestão – Maio/2022

O mês de maio foi marcado pelo aumento da preocupação dos investidores com a dinâmica da economia global. A persistência das pressões inflacionárias, mais fortes e prolongadas do que o previsto, têm gerado pessimismo no mercado devido ao aumento dos juros e a uma maior probabilidade de recessão econômica em nível mundial. Este cenário continua a desafiar os bancos centrais, que tentam encontrar um equilíbrio entre o controle da inflação e as perspectivas de uma desaceleração mais brusca em suas economias.

Nos Estados Unidos, a postura do FED está alinhada com a busca de se preservar ao máximo possível o crescimento econômico. Desta forma, a inflação deverá ser controlada através da elevação de juros e da redução da liquidez do sistema financeiro de maneira bem gradual ao longo dos próximos anos. Mas apesar destas sinalizações, parte do mercado acredita que será necessária uma política monetária ainda mais restritiva, onde o FED teria que subir as taxas de juros de forma mais rápida e agressiva para além do nível considerado neutro, levando o país para um quadro recessivo. Os termos “*hard landing*” e “*soft landing*” passaram a aparecer em quase todas as matérias e relatórios que abordavam algum tema macroeconômico.

A pressão inflacionária já começa a impactar o bolso e o comportamento do americano, levando a queda nos índices de confiança do consumidor. Além disso, grandes empresas varejistas reportaram baixas vendas e necessidade de fazer descontos para diminuir os altos estoques. Dados do setor imobiliário como a alta nos juros das hipotecas e o *MBA Refinance Index*, utilizado como indicador antecedente do mercado imobiliário, também trouxeram medo de uma piora mais acentuada na economia. Quanto ao mercado de trabalho, este ainda continua robusto e indicando pressão de salários.



Em relação à performance dos seus principais índices no mês, o S&P 500 ficou estável, enquanto a Nasdaq caiu -2,1% no mês.

Se pudermos resumir em uma palavra o comportamento do mercado nos últimos 2 anos seria “intensidade”. Neste período, conseguimos em alguns meses sair de um cenário de recessão causado por uma pandemia global para uma valorização eufórica dos mercados (resultado dos estímulos recordes injetados), seguido de um pânico gerado pelo descontrole da inflação global, com perspectivas de juros altos e novamente risco de baixo crescimento.

Aqui cabe uma reflexão. Mesmo que essa piora recente na economia americana seja considerada temporária, vale lembrar que a alta dos juros que começou em março e a retirada da liquidez que se iniciará em junho ainda não impactaram a economia diretamente. Diversos estudos mostram que este impacto de alta de juros deve levar 12 meses para ocorrer. Qual seria o tamanho da piora econômica quando esta alta de juros atingir a atividade?

Neste ambiente, alguns players já revisaram marginalmente a expectativa de alta de juros e consideram que o FED pode pausar o aperto após atingir uma faixa entre 2% e 2,5% para reavaliar o impacto na economia. Nos últimos 35 anos, os *treasuries* americanos de 10 anos sofreram 8 períodos de aumento das taxas que na média chegaram a 1,61% de aperto. Neste ciclo de aperto atual a alta no título de 10 anos já chegou a 2,35%. Embora sejam períodos de difícil comparação, principalmente no que se refere ao elevado e resiliente nível de inflação dos últimos trimestres, pode servir como um bom indicador caso ocorra já no curto prazo algum arrefecimento nos índices de preços atuais.

Na Europa, ainda sofrendo com o conflito entre Rússia e Ucrânia, a inflação também continua a subir e surpreender as expectativas. Desta forma, o BCE já deve começar o aperto monetário em julho, através do término do programa de estímulos de compra de ativos e de um progressivo aumento dos juros também buscando a taxa neutra na região.

Na China, a política de covid zero no país, novamente adotada desde o reaparecimento da pandemia em 2022 vem gerando consequências negativas em seus dados de atividade. As vendas no varejo e a produção industrial apresentaram quedas bem maiores do que o previsto. Assim, na contramão do resto do mundo, o Banco Central Chinês cortou a taxa básica de juros e o governo local anunciou que pretende lançar um pacote de estímulos para a economia. Do lado positivo, a recente redução dos *lockdowns* nas principais cidades e a notícia de que os Estados Unidos estariam avaliando a retirada de algumas das tarifas impostas sobre produtos chineses geraram expectativas do retorno de um crescimento mais robusto no país asiático.

No Brasil, mesmo com o grande aperto monetário já realizado pelo Banco Central, as expectativas de queda da inflação para o 2º semestre de 2022 e 2023 continuam sendo

revisadas para cima. A disseminação do aumento de preços principalmente pelo segmento de serviços, devem forçar a continuidade do ciclo de aperto monetário por mais alguns meses. A Selic tenderá a ser elevada em mais 0,5% em junho, alcançando 13,25% a.a. e provavelmente este ainda não significará o encerramento do ciclo.

Apesar do crescimento de 1% do PIB brasileiro no primeiro trimestre de 2022 ter surpreendido positivamente o mercado, a forte arrecadação tributária atual, beneficiada pela valorização das commodities e pela própria inflação, cria um ambiente perigoso para a adoção de novas medidas populistas por parte do executivo. Com a aproximação das eleições e de pesquisas indicando a vitória do candidato de oposição, o governo passa a ter cada vez mais interesse em criar programas sociais de cunho eleitoral para o curto prazo e ao mesmo tempo ineficientes sob a ótica fiscal de médio prazo.

Dentro desta perspectiva, o governo trocou mais uma vez o presidente da Petrobras, o que criou novas desconfianças em relação ao necessário reajuste para manter a paridade entre o preço interno dos combustíveis vis a vis o mercado internacional. A tentativa de alterar a atual política de preços da empresa para combater a inflação tende a aumentar o risco de desabastecimento, dada a defasagem já existente nos valores cobrados pelo diesel e gasolina internamente e ao fato de sermos um país que importa em torno de 25% de suas necessidades para tais produtos.

Paralelamente a isto, as sanções impostas contra a Rússia alteraram o equilíbrio entre a oferta e demanda de combustíveis refinados no planeta. Os estoques mundiais de diesel estão nos níveis mais baixos em 14 anos. Esse problema se agravará no 2º semestre do ano, período em que o Brasil escoará sua safra agrícola através de rodovias, aumentando ainda mais a demanda por diesel importado.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% MAI/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-0,29	-6,62	-30,03	672,54
IBOVESPA	3,22	6,23	-13,19	150,34
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% MAI/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,00	0,02	0,07	42,25
Large Caps	1,25	4,91	-4,94	254,61
Mid Caps	-0,67	-9,46	-18,86	551,58
Small Caps	-0,71	-1,21	-4,18	64,76
Custos	-0,17	-0,87	-2,11	-240,66
Total	-0,29	-6,62	-30,03	672,54

início: 26/10/2010 (fundo) 31/12/2006 (clube)

Durante o mês de maio, o Rio Ações FIA desvalorizou-se em -0,29% enquanto seu *benchmark* apresentou alta de +3,22%. Em 12 meses, o fundo apresenta desvalorização acumulada de -30% em comparação a uma queda de -13% do índice de bolsa. Mais uma vez a bolsa brasileira beneficiou-se no período da performance positiva apresentada pelas ações de *commodities*, o que já tinha acontecido ao longo do 1º tri/ 2022.

As contribuições positivas para o Rio Ações e seus respectivos ganhos ponderados durante o período em análise vieram das ações de Petrobras ON e PN (+1,30%), Gerdau Met. PN (+0,66%), Vale ON (+0,46%) e Banco do Brasil ON (+0,33%). As maiores contribuições negativas ficaram por conta do desempenho de Inter *Units* (-1,15%), Petz ON (-0,60%); Hapvida ON (-0,59%) e Americanas ON (-0,41%).

Nosso portfólio de ações, balanceado entre empresas de valor e de crescimento continua sofrendo perdas em relação ao Ibovespa. No acumulado do ano, os destaques da carteira são advindos dos segmentos beneficiados pelo cenário de guerra e inflação. Nas *commodities*, nossas posições em Vale ON, Gerdau Met. PN e principalmente Petrobras PN apresentam forte comportamento.

Conforme já havíamos comentado em cartas anteriores, toda a parcela de nossa carteira correlacionada com a economia interna segue bastante prejudicada e vem sofrendo forte desvalorização nestes cinco primeiros meses de 2022, em especial as companhias que possuem grande expectativa de crescimento, excessivamente penalizadas em bolsa pela elevação recente das taxas de juros. Seguimos acreditando que o potencial de retorno desta parte da carteira é elevadíssimo para o médio prazo, principalmente a partir do momento em que a inflação no país comece a dar sinais convincentes de queda.

Estamos construtivos com os ativos que atuam no mercado interno dado seus *valuations* descontados, com diversas empresas geradoras de caixa sendo negociadas bem abaixo do seu valor patrimonial e em algumas situações específicas valendo perto de seu caixa líquido. Nos casos de companhias com características de forte crescimento esperado em um horizonte de médio/ longo prazo, quando a discussão se concentra em valor patrimonial ou caixa e não mais em *PEG Ratio*, entendemos que as ações estão de fato bastante assimétricas.

Esta análise micro, aliado ao fato de estarmos adiantados no ciclo de combate à inflação via juros e de sermos beneficiados de uma retomada no crescimento da China após o fim do *lockdown* em uma visão macro, nos mantém construtivos com as ações brasileiras.

Setor	Rio Ações	IBOV
Consumo	14,8%	10,8%
Tecnologia	11,4%	2,8%
Mineração	13,5%	17,7%
Healthcare	6,4%	5,4%
Financeiro	9,0%	22,6%
Óleo e Gás	9,9%	15,9%
Siderurgia	7,6%	2,3%
Utilities	7,6%	7,6%
Construção civil	4,6%	0,5%
Frigoríficos	3,5%	3,5%
Agronegócio	2,3%	
Papel e Celulose	2,1%	2,8%
Telefonia	1,7%	1,6%
Ambiental	2,0%	
Shoppings		0,5%
Aviação		0,4%
Petroquímica		0,6%
Concessão		1,9%
Educação		0,5%
Bens de Capital		2,4%
Caixa	3,9%	
Total	96,1%	99,7%

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% MAI/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	0,65	0,89	0,64	352,28
VS. CDI	63,13	20,32	8,07	108,04
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
Caixa	1,06	4,37	7,87	348,63
Trading	0,16	0,74	0,64	72,03
Long/Short	0,02	0,09	0,20	3,63
Stock Picking (best ideas)	-0,40	-3,46	-5,98	27,36
Custos	-0,18	-0,86	-2,10	-99,36
Total	0,65	0,89	0,64	352,28

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% MAI/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	0,56	-1,75	-4,62	97,79
VS. CDI	54,11	-40,23	-58,37	123,24
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
Caixa	1,06	4,33	7,64	85,25
Trading	0,37	1,51	1,26	31,28
Long/Short	0,06	0,18	0,40	2,90
Stock Picking (best ideas)	-0,75	-6,87	-11,64	15,19
Custos	-0,18	-0,91	-2,28	-36,83
Total	0,56	-1,75	-4,62	97,79

início: 30/12/2014

Durante o mês em análise, o Rio Arbitragem FIM obteve ganho de +0,65%, resultando em uma valorização acumulada de +0,64% ao longo dos últimos 12 meses (8% do CDI). Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +0,56% no período, equivalendo a um retorno negativo de -4,62% em sua janela móvel anual.

Em nosso portfólio de fundos multimercados, temos o desafio de utilizar operações de bolsa de valores para gerar valor sobre o CDI no longo prazo. Para isso, tanto a visão *top down* quanto a análise *bottom up* precisam ser levadas em consideração. Em certos momentos o *top down* irá prevalecer, como atualmente, em outros será o *bottom up*. Nesta difícil travessia, seguimos comprados no índice futuro de Bovespa, vendidos no dólar contra o real e vendidos em S&P 500 futuro (estratégia **Trading**).

Este ano a bolsa brasileira em dólar já supera o S&P em 38% (+25,36% do Ibovespa em dólar contra queda de 12,76% do S&P). Considerando o *price earnings* histórico do S&P e do Ibovespa, vemos ainda um espaço de fechamento relevante de *gap* entre o desempenho dos dois mercados. Para voltarmos ao diferencial histórico entre o P/L projetado do S&P 500 e o P/L projetado do Ibovespa, nosso mercado acionário ainda precisaria valorizar-se em 83% em termos relativos. Apesar de todas as nossas dificuldades internas, principalmente no âmbito fiscal, este desconto atual entre os dois mercados parece bem fora do contexto.

Seguimos posicionados em uma carteira de ativos com atuação predominantemente na economia local e com características de elevado crescimento para o médio prazo. Todas as considerações que fizemos para este tipo de estratégia na análise anterior do Rio Ações valem perfeitamente para o caso de nossos multimercados (estratégia **Stock Picking**).

Destaques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM (Maio/22)

Trading (+0,16%)

Destaques positivos: compra de Ibovespa futuro em dólar (+0,20%) e venda de S&P futuro (+0,02%);

Destaque negativo: Book de opções de VALE3 (-0,05%);

Long x Short (+0,02%)

Destaque positivo: compra de PETR3 X venda de PETR4 (+0,06%);

Destaque negativo: compra de AMBP3 X venda de BOVA11 (-0,03%);

Stock Picking (-0,40%)

Destaques positivos: compra de BKBR3 (+0,11%) e compra de VIIA3 (+0,02%);

Destaques negativos: compra de BIDI3/4 e 11 (-0,40%) e compra de MGLU3 (-0,08%);

2) Rio Absoluto FIM (Maio/22)

Trading (+0,37%)

Destaques positivos: compra de Ibovespa futuro em dólar (+0,43%) e venda de S&P futuro (+0,05%);

Destaque negativo: Book de opções de VALE3 (-0,10%);

Long x Short (+0,06%)

Destaque positivo: compra de PETR3 X venda de PETR4 (+0,13%);

Destaque negativo: compra de AMBP3 X venda de BOVA11 (-0,08%);

Stock Picking (-0,75%)

Destaques positivos: compra de BKBR3 (+0,22%) e compra de VIIA3 (+0,04%).

Destaques negativos: compra de BIDI3/4 e 11 (-0,79%) e compra de MGLU3 (-0,16%);

Atenciosamente,

Equipe Rio Gestão de Recursos.