

Relatório de Gestão – Agosto/2022

O mês de agosto foi marcado pela postura mais dura dos bancos centrais nos EUA e Europa em relação ao combate da inflação.

No aguardado discurso de Jerome Powell, na conferência em Jackson Hole, ficou claro que o principal objetivo do FED será trazer a inflação para a meta estabelecida de 2%. Desta forma, o mercado voltou a precificar maior chance de um novo aumento dos juros básicos de 0,75% na próxima reunião do FOMC, em 21 de setembro.

Powell se comprometeu a manter os juros em patamar acima do nível neutro pelo tempo que for necessário, para que a disseminada alta dos preços recue de forma consistente em direção à meta estipulada. O FED acredita que o impacto da alta dos juros na atividade econômica atual será menos doloroso do que não controlar a inflação no horizonte de médio e longo prazo. A tarefa do Banco Central americano é achar um ajuste fino nos juros para conter os preços, sem prejudicar demais o mercado de trabalho, evitando desta forma uma recessão ou uma desaceleração mais intensa no país.

Os investidores que ao longo do mês estavam mais otimistas, esperando um discurso menos *hawkish* por parte das autoridades financeiras, acabaram mudando de humor e com isso, as principais bolsas americanas terminaram agosto em queda, com o Dow Jones recuando 4,06%, o S&P 500 caindo 4,24% e a Nasdaq 4,64%.

Na Europa, que vive o mesmo dilema entre conter a inflação sem entrar em grave recessão, a situação ainda está bem mais complexa devido à questão energética. Em clara retaliação às sanções impostas pelo ocidente devido à guerra na Ucrânia, a Rússia não retomou as exportações de gás para a Europa através do gasoduto Nord Stream 1 após uma manutenção programada. A estatal Gazprom informou que detectou um vazamento que a impediu de reabrir o gasoduto.

Estes choques de oferta têm levado os preços de energia a níveis recorde na Europa e causado fechamento de fábricas devido ao necessário racionamento de gás. Os países europeus estão tendo que acumular o máximo de estoque possível para enfrentar o período de inverno que se aproxima.

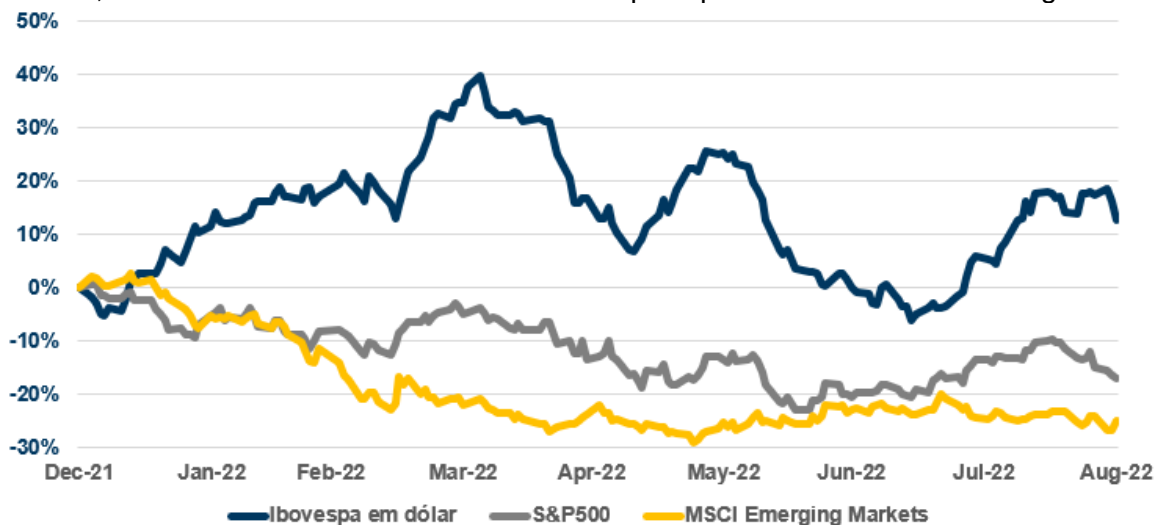
Desta forma, já no início de setembro, o Banco Central Europeu (BCE) foi obrigado a aumentar a intensidade de seu ajuste nos juros para 75 pontos base em sua última reunião, visando conter a inflação ao consumidor que continua próxima de 9% ao ano. Provavelmente a próxima reunião do BCE seguirá mantendo uma política monetária bem restritiva na região, mesmo que isso signifique uma piora econômica mais acentuada no curto prazo.

Na China, a maior preocupação atual é advinda da redução de sua atividade. O governo local vem tentando impulsionar a demanda através de estímulos financeiros e redução de juros, mas os recentes indicadores de atividade têm vindo abaixo das expectativas. As

novas restrições em cidades chinesas contra a Covid, a forte onda de calor e a seca no país asiático tem gerado uma crise energética local, o que dificulta a recuperação do ritmo econômico planejado pelas autoridades.

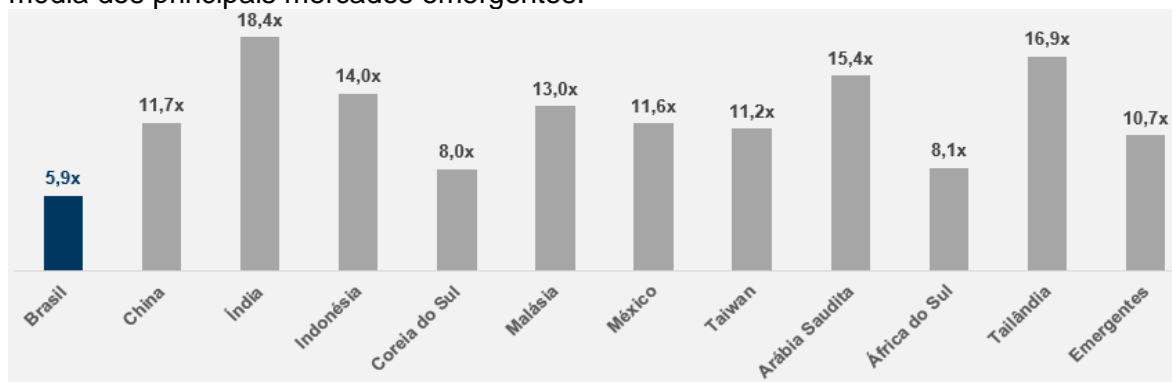
Já no Brasil, o Ibovespa subiu 6,2% em agosto, descolando da queda das principais bolsas globais. A ata do COPOM animou os investidores ao reforçar a expectativa de que o ciclo de alta das taxas de juros internas esteja bem próximo do final.

No ano, a bolsa brasileira se destaca frente aos principais mercados acionários globais.



Fonte: Economática.

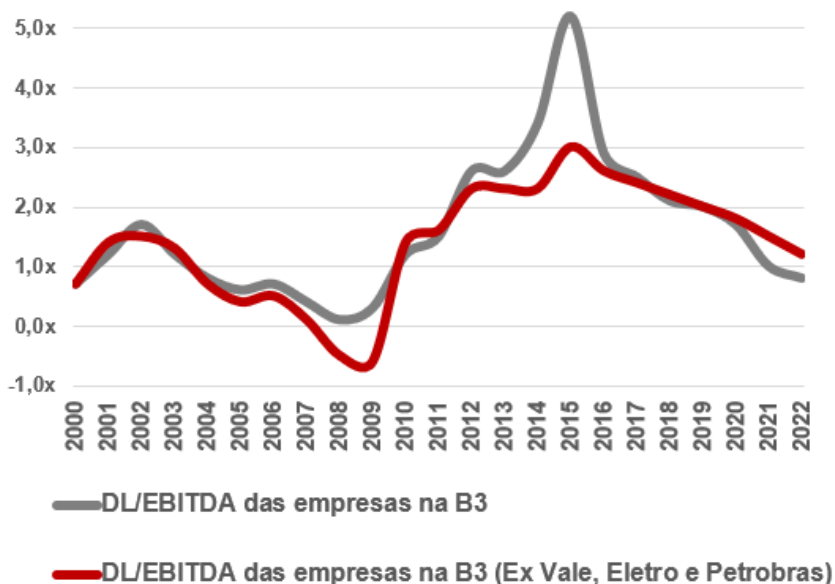
A alta exposição do Ibovespa a commodities, bancos e *utilities* e a busca dos investidores globais por mais empresas de valor em detrimento das empresas de crescimento, são algumas das razões que explicam a boa performance recente de nosso mercado acionário. Mas, ao nosso ver, a principal razão para o descolamento positivo em 2022 é o baixo múltiplo atual das ações brasileiras. Levantamento feito pelo Itaú BBA mostra que a relação Preço/ Lucro da bolsa no Brasil encontra-se extremamente defasada em comparação à média dos principais mercados emergentes.



Fonte: Itaú BBA.

Além disso, a queda na alavancagem financeira de nossos ativos chama bastante atenção. Desde 2015 a relação entre Dívida Líquida / EBITDA das companhias na B3 (ex Vale, Eletrobras e Petrobras) melhorou substancialmente ao cair de 3x para 1,2x atualmente. Muito desta queda ocorreu em função do período recente de juros baixos, permitindo que parte relevante das empresas locais se capitalizassem em bolsa, proporcionando substancial melhora em suas estruturas de capital (menor dívida e maior *equity*).

Assim, diminuiu-se significativamente o risco das empresas listadas, que hoje possuem balanços bem mais capitalizados e saudáveis, gerando no tempo maiores distribuições de dividendos e recompra de ações, além de facilitar a aquisição de outros ativos em dificuldade financeira em seus respectivos mercados de atuação (consolidação setorial).

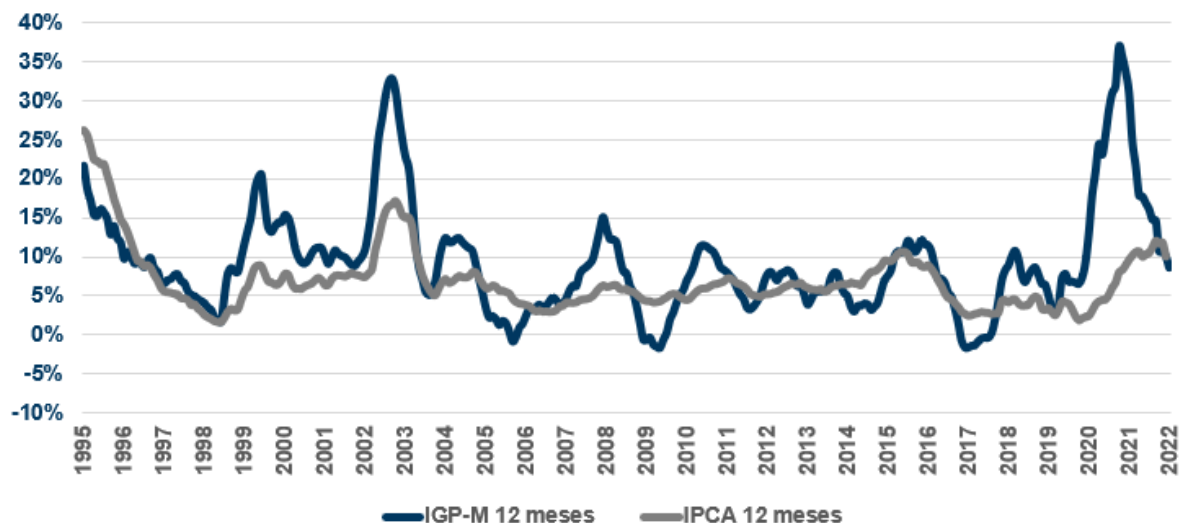


Fonte: Economática.

As cadeias produtivas seguem caminhando para a normalidade (embora mais lentamente do que o esperado por conta de *lockdowns* na China e pela guerra na Europa). Isso já pode ser observado em função da forte queda nos preços de commodities agrícolas no ano, da diminuição nos prazos globais de entrega, da queda no preço do petróleo e da diminuição no custo do frete marítimo, como exemplos. Além disso, a conjuntura de uma provável desaceleração da economia mundial e o efeito defasado de nossa alta dos juros na economia são fatores que trarão maior impacto nos preços ao longo dos próximos meses.

A combinação desses fatores já é visível no IGP-M. O índice responde mais rapidamente a essas mudanças por ser composto por 60% pelo IPA (Índice de Preços ao Produtor Amplo), que mede a inflação através das mudanças de preço no atacado do agronegócio e da indústria. Como existe um *delay* no repasse do agronegócio e indústria até o consumidor

final, o IGP-M acaba sendo mais sensível às mudanças de preço do que o IPCA. Embora não seja possível colocar o IGP-M ou o IPA como um indicador antecedente preciso do IPCA, a magnitude de queda atual não pode ser ignorada e sugere melhora do IPCA ao longo dos próximos trimestres de maneira relevante.



Outra razão para considerarmos nossas ações atrativas é uma provável mudança na política monetária brasileira ao longo de 2023, que deve caminhar para um nível menos contracionista conforme a inflação perca força. Neste cenário de queda de juros e inflação as ações são fortemente beneficiadas. Vale lembrar que o mercado sempre antecipa movimentos como este, ou seja, basta sinalizações de fim de ciclo de aperto monetário para que provavelmente tenhamos o início de uma correção mais significativa na bolsa brasileira, principalmente diante de descontos tão grandes em nossos múltiplos de mercado comparativamente com outros países, conforme mostrado anteriormente.

Estimamos que uma redução da inflação acompanhada de uma queda na Selic em torno de 4% ao longo do próximo ano seria o *trigger* para que algumas das ações que possuímos em carteira valorizem-se ao redor de 40-50%, dado a queda na taxa de desconto em seus *valuations*.

Com relação ao cenário externo, os ativos de risco estão sendo guiados em grande parte pela política monetária americana. Após um período de turbulência dos ativos no primeiro semestre, os mercados reagiram de forma positiva no acumulado de julho e agosto, mas o fato é que até o momento não está claro qual será o desfecho dessa batalha dos EUA entre o controle inflacionário vis a vis a possibilidade de uma recessão.

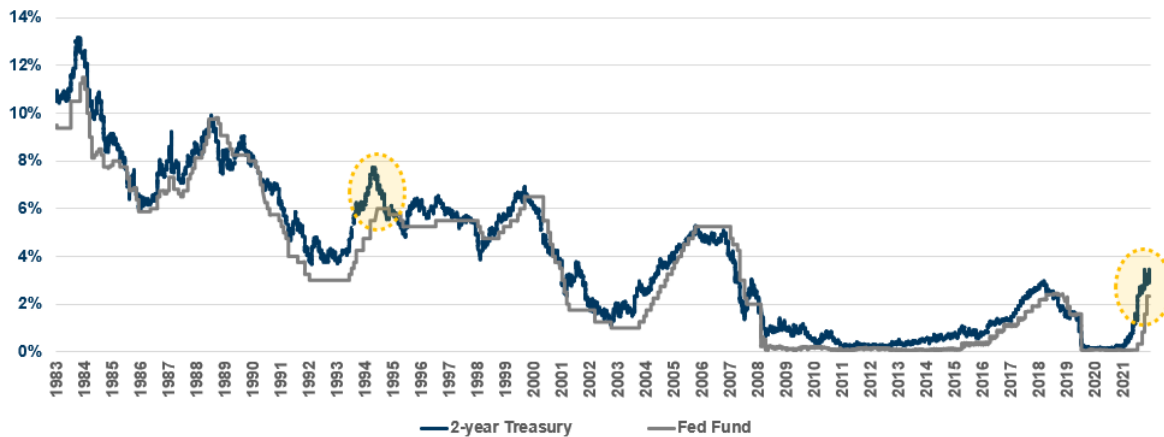
Há os que esperam altas mais agressivas de juros e outros que acreditam que a maior parte do aperto já está precificada, mas ambos os lados possuem fortes argumentos.

Quando analisarmos o histórico de juros nos EUA nos últimos 40 anos, apenas em 1994 foi possível atingir o *soft landing*, ou seja, controlar a inflação com alta de juros sem causar efeitos colaterais relevantes na economia.

Mas hoje a situação é diferente. Enquanto em 1994 havia uma aceleração na globalização, ligado a entrada dos EUA no NAFTA e ao fim da guerra fria em 1991, hoje a dinâmica global é oposta. Após os problemas na cadeia de suprimentos globais, diversos países e empresas estão optando por investir na produção interna, mesmo que a um custo mais elevado. A baixa imigração para os EUA atualmente também contribuiu para um aumento nos salários, realidade diferente do início dos anos 90 quando houve forte crescimento de imigração para os EUA.

O gráfico abaixo mostra que o mercado precificou um aperto em 1994 acima do que de fato foi praticado pelo FED. Quando o cenário de *soft landing* ficou claro houve uma forte correção.

Embora os fatores que contribuíram para o *soft landing* em 1994 não estejam presentes, é possível que a queda de preços globais seja maior do que a imaginada e traga alívio na inflação americana esperada. Hoje, o grau de incerteza para a ocorrência deste cenário ainda nos parece elevado.



Fonte: St. Louis Fed.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% AGO/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	10,17	-8,32	-25,14	658,44
IBOVESPA	6,16	4,48	-8,27	146,23
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% AGO/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,01	0,03	0,05	42,34
Large Caps	3,84	4,00	-5,62	247,11
Mid Caps	5,62	-9,46	-13,92	551,62
Small Caps	0,93	-1,55	-3,95	62,02
Custos	-0,22	-1,35	-1,70	-244,66
Total	10,17	-8,32	-25,14	658,44

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

Durante o mês de agosto, o Rio Ações FIA valorizou-se em 10,17% enquanto seu *benchmark* apresentou alta de 6,16%. Em 12 meses, o fundo apresenta desvalorização acumulada de -25,14% em comparação a uma queda de -8,27% do índice de bolsa.

As maiores contribuições positivas vieram das posições em Petrobras ON/PN (+2,38%), Grupo Mateus ON (+1,25%), Inter BDR (+1,23%) e Itaú/Itausa (+0,84%). As contribuições negativas ponderadas por seus respectivos pesos em nossa carteira ficaram por conta do desempenho de Vale ON (-0,21%), JBS ON (-0,21%) e Totvs ON (-0,18%).

Houve uma forte recuperação no preço das ações de crescimento, que foram as que mais sofreram nos últimos 12 meses com o ciclo de alta interna de juros. As expectativas de que estamos próximos do pico inflacionário faz com que não sejam necessários maiores impactos nas taxas de juros por parte do Bacen. Desta forma, essas ações voltam a ficar com *valuations* mais atrativos e com isso atraem novamente a atenção do mercado.

As principais alterações em nossa carteira vieram da saída total da posição em Suzano e inclusão de Totvs. No caso de Suzano, existe o risco dos preços de celulose terem atingido um pico no curto prazo. Espera-se uma correção na celulose de fibra curta devido ao atual enfraquecimento de demanda da Europa e ao menor crescimento esperado para a China para o 2º semestre de 2022. Do lado da oferta, já se projeta um excesso de capacidade para os próximos 18 meses. Dado que os múltiplos projetados de Suzano e Klabin no setor de celulose são bem mais altos que o de empresas dos segmentos de petróleo e mineração/siderurgia (Petrobras, Vale e Gerdau, por ex.), optamos por liquidar nossa posição em Suzano.

A inclusão de Totvs visa adequar nosso portfólio para um momento menos negativo do ponto de vista interno, com o Bacen em final de ciclo de aumento de juros e uma expectativa

de inflação menor para 2023. Apesar de já ter apresentado recente recuperação de preços após um período de forte queda como consequência da mudança de um cenário de *risk on* para *risk off*, acreditamos que a companhia seja qualitativamente a melhor do segmento tecnológico brasileiro, negociando em múltiplos de mercado bem interessantes *vis a vis* sua capacidade de entregar crescimento ao longo do tempo (múltiplo EV/Ebitda 22 = 17 e *growth* de 20% a.a.).

Totvs ocupa uma posição de liderança em um mercado sub-penetrado e um modelo de negócios bastante resiliente (82% de sua receita recorrente vem de seu *core business*, que é o segmento de soluções para as áreas de administração e gestão de ativos). Além disso, possui grande potencial em iniciativas complementares nas áreas de marketing digital e serviços financeiros: recentemente, fechou uma parceria bastante interessante com o Banco Itaú na área de finanças.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% AGO/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	2,94	3,63	2,58	364,60
VS. CDI	251,24	46,86	25,30	107,26
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% AGO/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,20	7,65	9,88	363,32
Trading	0,30	1,31	0,96	74,58
Long/Short	0,00	0,04	0,16	3,39
Stock Picking (best ideas)	1,65	-3,93	-6,34	25,24
Custos	-0,21	-1,44	-2,08	-101,93
Total	2,94	3,63	2,58	364,60

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% AGO/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	4,93	0,68	-3,05	102,69
VS. CDI	422,02	8,78	-29,89	120,55
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% AGO/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,20	7,45	9,43	91,53
Trading	0,61	2,59	1,81	33,45
Long/Short	-0,01	0,07	0,30	2,67
Stock Picking (best ideas)	3,35	-7,96	-12,48	12,99
Custos	-0,22	-1,47	-2,10	-37,95
Total	4,93	0,68	-3,05	102,69

início: 30/12/2014

Durante o mês em análise, o Rio Arbitragem FIM obteve ganho de 2,94%, resultando em uma valorização acumulada de 2,58% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou ganho de 4,93% no período, embora ainda apresente retorno negativo de -3,05% em sua janela móvel anual.

Continuamos vendidos no dólar contra o real, que deve se beneficiar de juros reais mais altos internamente e da provável queda da inflação durante os próximos 12 meses. Permanecemos com venda de S&P como *hedge* de uma carteira bem mais comprada em Brasil, que segue possuindo um potencial de valorização muito superior aos mercados de 1º mundo.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,30%)

Destques positivos: venda de S&P futuro (+0,23%) + compra de Petro ON/PN (+0,19%);

Destaque negativo: *book* de opções de Petrobras (-0,27%);

- Long x Short (+0,00%)

Destaque positivo: compra de CBAV3 x venda de BOVA11 e SMALL (+0,02%).

- Stock Picking (+1,65%)

Destques positivos: compra de Inter BDR (+0,98%), compra de BKBR3 (+0,22%) e compra de GMAT3 (+0,17%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (+0,61%)

Destques positivos: venda de S&P futuro (+0,47%) + compra de Petro ON/PN (+0,39%);

Destaque negativo: *book* de opções de Petrobras (-0,54%);

- Long x Short (-0,01%)

Destaque positivo: compra de CBAV3 x venda de BOVA11 e SMALL (+0,04%).

- Stock Picking (+3,35%)

Destques positivos: compra de Inter BDR (+2,00%), compra de BKBR3 (+0,44%) e compra de GMAT3 (+0,34%);

**Atenciosamente,
Equipe Rio Gestão de Recursos.**

