

Relatório de Gestão – Dezembro/2023

O ano de 2023 foi marcado por grandes desafios e volatilidade nos mercados globais. Tivemos a falência de bancos nos Estados Unidos e Europa, gerando receio de uma grave crise financeira sistêmica, a continuidade da guerra entre Ucrânia e Rússia e o início do conflito na faixa de Gaza. Além de todas essas questões, o aumento dos juros e a disparada dos rendimentos dos títulos do tesouro americano assustaram os investidores ao longo do ano.

Mas a partir de novembro, a expectativa de que a economia dos EUA tenha iniciado um período de redução na velocidade de seu crescimento, aumentando as chances para o chamado pouso suave, criou grande otimismo no mercado. Desta forma, passou-se a precificar uma probabilidade cada vez maior dos principais bancos centrais mundiais já iniciarem um período de corte de juros ao longo do primeiro semestre de 2024. Essa mudança brusca na postura dos investidores globais gerou forte valorização nos ativos de risco ao redor do planeta durante o último bimestre de 2023.

Em dezembro, houve continuidade no movimento de busca por estes ativos, com o cenário macro apresentando uma considerável melhora. As principais economias globais mostraram resiliência e os dados de inflação desaceleraram, impulsionando novamente as bolsas brasileira e americana, que voltaram a apresentar boas performances.

Nos Estados Unidos, os dados divulgados no mês confirmaram um movimento de desaceleração da economia, mas sem grandes riscos para a ocorrência de uma recessão. Já o Índice de Gastos Pessoais (PCE), principal indicador de inflação acompanhando pelo FED, assim como seu núcleo, vieram abaixo do esperado. Este último situou-se em 3,2% a.a., 0,2% inferior às expectativas.

Em sua reunião de dezembro, o FED optou por não alterar as taxas de juros pela terceira vez consecutiva, mas houve uma mudança importante em sua postura, que sinalizou o início de discussões ainda que preliminares sobre o corte de juros para o ano corrente. Suas novas projeções econômicas passaram a indicar três cortes na taxa básica ao longo de 2024. A ata citou a desaceleração da atividade econômica e da inflação como justificativas para essa mudança de postura da autoridade monetária.

Com isso, os *yields* dos *Treasuries* de 10 anos caíram abaixo de 4% a.a. e as bolsas tiveram altas relevantes. No mês, o Dow Jones subiu 4,84%, o S&P 500 ganhou 4,42% e o Nasdaq teve alta de 5,52%. Já no ano o desempenho foi ainda melhor, com os índices apresentando ganhos de +13,70% para o Dow Jones, +24,23% para o S&P e +43,42% no caso do Nasdaq.

Na Zona do Euro, o Banco Central Europeu também optou por manter as taxas de juros inalteradas, mas ao contrário do FED, ainda manteve uma postura mais rígida e

conservadora em relação à política econômica. Os diretores da instituição declararam que as taxas de juros locais ainda necessitam permanecer restritivas por um longo período e que a mudança para uma política mais flexível ainda não está sendo considerada. Conforme já haviam sinalizado, o BCE acredita que o controle da inflação ainda é mais importante do que evitar uma possível recessão da economia na região.

Na China, a situação da segunda maior economia do mundo segue desafiadora. Havia uma expectativa de que a retomada da atividade econômica no país, pós pandemia, seria pujante. Mas a forte crise do setor imobiliário, que vinha impulsionando o gigante asiático nos últimos anos, segue afastando os investidores globais. Ao contrário da boa performance das bolsas americanas, o índice de ações da China caiu 14,2% no ano.

Principalmente ao longo do segundo semestre, o governo chinês passou a implementar diversas medidas, em doses homeopáticas, visando reaquecer a economia e revitalizar os setores de consumo e construção civil, com o objetivo de atingir a meta de crescimento de 5% ao ano. Mas o alto nível de desemprego entre os jovens, a redução nos volumes de exportações, os preços dos imóveis em queda e a demanda interna estagnada tem abalado o sentimento do consumidor. Pela primeira vez em mais de 40 anos, os cidadãos chineses temem que a próxima geração não tenha uma situação econômica melhor do que a atual.

O presidente Xi Jinping, em seu tradicional discurso de fim de ano, alertou que o país ainda enfrentará dificuldades antes de consolidar um crescimento mais estável. Assim, aumentou-se o receio de que o elevado nível de endividamento das cidades e províncias em todo o país limitem a capacidade do governo em estimular a atividade de uma forma mais potente e eficaz no curto prazo.

Já internamente, o bom desempenho das ações brasileiras foi resultado da continuidade de notícias positivas durante dezembro. O Ibovespa obteve alta de 5,38% no mês. No ano, o retorno atingiu uma valorização de 22,28%, sendo que somente nos últimos dois meses a alta verificada foi superior a 18%. Com isso, a bolsa do Brasil fechou o ano próximo de sua máxima história, acima de 134 mil pontos e com uma das melhores performances em termos globais.

Somente em dezembro houve entrada de capital estrangeiro de R\$ 17,5 bilhões na bolsa, fazendo com que o saldo de recursos externos terminasse o ano positivo em R\$ 44,8 bilhões. Já os investidores institucionais fecharam o ano com retirada líquida de capital acima de R\$ 65 bilhões.

Outra boa notícia foi a elevação do *rating* soberano do país de BB- para BB pela S&P, com o Brasil ficando a dois degraus de recuperar o almejado grau de investimento. Porém, conforme sinalizado pela própria agência de risco, o caminho ainda é bastante longo e desafiador para que o país volte a conseguir este objetivo, principalmente sob o ponto de vista fiscal.

Em relação ao câmbio, 2023 também foi um ano bem positivo para a nossa moeda, que se fortaleceu frente ao dólar em 8,06%, valendo R\$ 4,85/ dólar ao final do exercício. Nosso déficit atual em conta corrente se encontra próximo de apenas 1,5% do PIB na comparação à uma média histórica entre 3% e 4%. O excepcional momento vivenciado pela balança comercial brasileira, com superávit próximo a U\$\$ 100 bi no ano, corrobora para este ótimo resultado apurado. Além disso, o déficit atual segue sendo totalmente financiado pelo investimento direto estrangeiro (em torno de 2,7% do PIB).

O Banco Central, de acordo com o esperado, decidiu por mais um corte de 0,5% levando a taxa básica de juros para 11,75% ao ano, de forma unânime. No comunicado o COPOM manteve as últimas sinalizações de que o atual ritmo de cortes é o mais apropriado dentro da atual conjuntura econômica e deverá ser mantido nas próximas reuniões.

Já a Câmara dos Deputados aprovou a Reforma Tributária, que tem como principal objetivo, passar a cobrança dos impostos para o destino final das mercadorias, simplificando toda a estrutura da cadeia de produção. A sua implementação ainda será melhor definida através de novas leis complementares, inclusive com a definição das alíquotas para os novos impostos que substituirão os antigos ao longo do processo de transição, que durará alguns anos.

Na parte fiscal, houve a aprovação no congresso de algumas medidas relevantes para o aumento da arrecadação do governo. A taxação das apostas esportivas deve gerar um aumento de receitas da ordem de R\$ 10 bilhões em 2024. Já a aprovação da MP 1.185 que trata da subvenção do ICMS foi a mais importante vitória da Fazenda até o momento, pois possui potencial de injetar mais de R\$ 35 bilhões em arrecadação para o ano em análise.

Entretanto, o governo federal ainda depende da aprovação de outras medidas arrecadatórias para conseguir equilibrar as contas públicas. Assim, devido aos questionamentos jurídicos que existirão por parte da sociedade quanto ao pagamento destes tributos, o objetivo fiscal perseguido não deverá ser cumprido e poderá sofrer ajustes ainda nos primeiros meses deste ano.

Caso a flexibilização da meta fiscal ocorra, parte relevante do mercado acredita na definição de um déficit de 0,5% do PIB como novo objetivo. Considerando as normas do arcabouço fiscal, a alteração permitiria que o governo entregasse um déficit de até 0,75% do PIB sem que fosse necessário o acionamento de gatilhos fiscais.

A mudança na meta de déficit primário para 2024 configura-se como um cenário não recomendável, mas bem menos negativo do que seria uma mudança mais aguda no próprio arcabouço fiscal, que acaba de ser validado. Como o mercado nunca apostou no déficit zero, uma alteração de até 0,5% na meta não deverá gerar grande impacto nas expectativas.

A capacidade do executivo em alcançar um melhor equilíbrio entre receitas e despesas, com o objetivo de estabilizar nossa dívida/ PIB para o médio prazo, continuará sendo o grande desafio do governo ao longo dos próximos anos. Ao mesmo tempo, seguirá sendo a grande desconfiância do mercado, dado o modelo adotado de sempre priorizar o aumento de arrecadação, muitas vezes variável de um ano para outro, ao invés de focar na redução de gastos, que crescem geralmente indexados a inflação. Continuamos a gastar muito e de forma errada.

Por outro lado, todas as grandes economias do 1º mundo aumentaram consideravelmente seus gastos durante os últimos anos como consequência da pandemia, e em percentuais bem superiores ao Brasil. Portanto, o endividamento dos países passou a ser uma questão mundial, e quando olhamos no relativo, mesmo com todos nossos problemas fiscais, estamos relativamente em boa posição sob a ótica global.

Mais uma vez ressaltamos que o país possui ativos em bolsa com qualidade e a preços ainda atrativos, mesmo após as altas verificadas nestes últimos dois meses. Sob a análise do P/L para 2024, o mercado de ações local continua descontado em relação à sua média histórica (8,6x contra 11x), à média dos mercados emergentes (12,3x) e principalmente em relação à bolsa americana (20x), que neste caso inclusive se encontra com prêmio na comparação ao seu histórico de negociação (18x).

Para 2024 existe a expectativa do crescimento de lucros no Brasil superior a esses pares, o que aumentaria ainda mais os descontos citados. Já estamos num momento a frente do 1º mundo quanto à convergência das expectativas de inflação e ao processo de redução dos juros, o que tende a tornar o país um dos principais destinos do mundo para a atração de investimentos e fluxo de capital externo. Além de todos esses pontos, a alocação de recursos estrangeiros na bolsa brasileira também se encontra em termos percentuais bem abaixo do peso que já tivemos no passado, relativamente ao somatório de todos os mercados emergentes.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% DEZ/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	5,57	21,58	21,58	756,06
IBOVESPA	5,38	22,28	22,28	201,67
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,01	0,07	0,07	43,00
Large Caps	2,54	12,30	12,30	332,95
Mid Caps	2,87	11,85	11,85	605,24
Small Caps	0,33	-0,45	-0,45	40,14
Custos	-0,18	-2,19	-2,19	-265,27
Total	5,57	21,58	21,58	756,06

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

Em dezembro, o Rio Ações FIA apresentou uma valorização de +5,57%, enquanto seu *benchmark* apresentou alta de +5,38%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Itaúsa PN (+0,62%), Cyrela ON (+0,61%), Grupo Mateus ON (+0,57%), JBS ON (+0,55%) e Vale ON (+0,52%). Já a única contribuição negativa relevante no mês foi advinda da performance de 3R Petroleum ON (-0,23%).

O portfólio do fundo segue diversificado entre companhias com atuação na economia interna (em torno de 2/3 do total) e outras correlacionadas com o mercado externo (1/3 do total). Estamos mantendo uma exposição comprada próxima de 98% do patrimônio do fundo, por entendemos o momento como positivo para a bolsa brasileira, principalmente no caso dos ativos correlacionados internamente com a queda estrutural da Selic.

Optamos no período pela inclusão de Mercado Livre (Meli34) em carteira, pois mesmo após a forte valorização de suas ações, ainda vemos uma tendência de crescimento para o comércio eletrônico brasileiro, assim como para alguns mercados da América Latina. Com o aumento do custo de financiamento ocorrido nos últimos anos, a maioria dos *players* não conseguiu se manter de forma competitiva, abrindo caminho para mais consolidação no setor.

Neste cenário, enxergamos a MELI como a grande vencedora/ consolidadora do comércio eletrônico na AL, com a qualidade de seu ecossistema sendo cada vez mais premiada pelos investidores. A melhora consistente de suas projeções ao longo do tempo, com melhores taxas de *take rate* e lucratividade, tem permitido que seus múltiplos de mercado trabalhem sempre com prêmio em relação ao restante do segmento.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% DEZ/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	1,83	16,55	16,55	444,77
VS. CDI	204,32	126,90	126,90	106,23
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,91	13,25	13,25	445,29
Trading	-0,13	-0,35	-0,35	74,45
Long/Short	-0,02	-0,07	-0,07	2,99
Stock Picking (best ideas)	1,27	6,24	6,24	38,94
Custos	-0,19	-2,52	-2,52	-116,90
Total	1,83	16,55	16,55	444,77

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% DEZ/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	2,87	21,76	21,76	140,67
VS. CDI	321,38	166,84	166,84	118,87
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,91	13,35	13,35	126,51
Trading	-0,26	-1,15	-1,15	32,64
Long/Short	-0,05	-0,15	-0,15	2,34
Stock Picking (best ideas)	2,53	12,49	12,49	24,01
Custos	-0,27	-2,79	-2,79	-44,83
Total	2,87	21,76	21,76	140,67

início: 30/12/2014

No período em análise, o Rio Arbitragem FIM apresentou ganho de +1,83% e valorização acumulada de +16,55% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +2,87% em dezembro e retorno positivo de +21,76% em sua janela móvel anual.

Na estratégia **Trading**, estamos mantendo há diversos meses a compra de bolsa Brasil em dólar, de acordo com a expectativa de um cenário favorável para os ativos brasileiros no curto e médio prazo.

O Brasil se destaca atualmente como uma das melhores assimetrias de investimento entre todos os emergentes (ativos descontados, com maior potencial de crescimento de lucros e uma economia verde, entre outros pontos).

Também permanecemos vendidos em S&P futuro, com a expectativa de manutenção pelo FED das taxas de juros americanas nos patamares atuais até pelo menos o final do primeiro trimestre de 2024. Existe, inclusive, chance não desprezível destes cortes só começarem efetivamente a ocorrer durante o segundo semestre.

Com níveis de múltiplos de mercado acima da média histórica e proporcionando baixo prêmio de risco para seus investidores, a venda de bolsa americana também funciona como um hedge para parte de nossa posição comprada em Brasil. Conforme mostramos anteriormente, a defasagem atual de múltiplos (P/L) entre Brasil e EUA chega a quase 60%, bem superior a um histórico próximo de 30% de desconto.

Na estratégia **Stock Picking**, nossas principais alocações permanecem correlacionadas ao índice de Small Caps brasileiro (SMLL), composto por empresas mais sensíveis ao processo de médio prazo já iniciado de queda nas taxas de juros internas. Além disso, possuem forte potencial de valorização para o médio prazo sob a ótica da redução dos grandes descontos existentes entre seus valores de mercado atuais e seus respectivos valores intrínsecos.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (-0,13%);

Destques positivos: compras de Ibovespa em dólar (+0,46%) e JBS ON (+0,11%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-0,71%);

- Long x Short (-0,02%);

Destaque negativo: compra de RRRP3 X venda de BOVA11 (-0,07%);

- Stock Picking (+1,27%);

Destques positivos: compras de SMAL11 (+0,62%), INBR32 (+0,39%), SOMA3 (+0,14%), PGMN3 (+0,09%) e GMAT3 (+0,08%);

Destaque negativo: compra de MBLY3 (-0,07%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (-0,26%);

Destaques positivos: compras de Ibovespa em dólar (+0,89%) e JBS ON (+0,22%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-1,39%);

- Long x Short (-0,05%);

Destaque negativo: compra de RRRP3 X venda de BOVA11 (-0,12%);

- Stock Picking (+2,53%);

Destaques positivos: compras de SMAL11 (+1,25%), INBR32 (+0,82%), SOMA3 (+0,25%), PGMN3 (+0,18%) e GMAT3 (+0,16%);

Destaque negativo: compra de MBL3 (-0,14%);

Equipe Rio Gestão de Recursos