

Relatório de Gestão – Janeiro/2024

Após o grande otimismo observado no último bimestre de 2023, no início deste ano assistimos a um cenário de maior cautela no movimento de busca por ativos de risco, principalmente com relação aos países emergentes. A desvalorização sofrida pelos mesmos deveu-se à percepção de que os Bancos Centrais das principais economias do mundo provavelmente irão postergar o início do ciclo de cortes de juros, que estava sendo esperado para o primeiro trimestre/24. Ao mesmo tempo, aumentam-se as dúvidas em relação à extensão do afrouxamento monetário ao longo do ano.

Nos Estados Unidos, pela quarta vez consecutiva o FED optou por manter as taxas de juros inalteradas no patamar de 5,25% a 5,50% a.a.. Em seu comunicado, afirmou que não espera que seja apropriado reduzir esta faixa até que tenha adquirido maior confiança de que a inflação está se movendo de forma sustentável em direção a meta de 2% a.a.. Embora reconheça que os dados de inflação estejam convergindo na direção esperada, o comitê referendou que o cenário ainda requer atenção e, portanto, parece bastante improvável que os juros tenham sua primeira queda já na próxima reunião, em março.

O PIB do quarto trimestre cresceu 3,3% a.a. e superou as expectativas. O relatório oficial de empregos, divulgado já no início de fevereiro, seguiu demonstrando a força e resiliência da economia do país. Foram criadas mais de 350 mil vagas em janeiro, muito acima das previsões, que eram de menos de 200 mil vagas. O salário médio também subiu além do esperado, reduzindo ainda mais a probabilidade do início do afrouxamento monetário no curtíssimo prazo.

Já em relação à inflação, os dados de dezembro vieram em linha com as projeções e um fator extremamente relevante foi advindo de seu núcleo, ligeiramente abaixo do esperado (2,9% a.a.). Desta forma, a tese do pouso suave, com a inflação cedendo e a economia aquecida foi novamente reforçada, afastando até o momento o receio de uma recessão no médio prazo.

Mesmo com a provável postergação no início do período de corte de juros, as bolsas americanas atingiram novos recordes, impulsionadas principalmente pelas grandes empresas de tecnologia. A inteligência artificial tem reforçado a expectativa de novos aumentos de produtividade e consequentemente maiores potenciais de crescimento nos lucros das companhias. Em janeiro, o índice S&P 500 subiu 1,59% e a Nasdaq obteve valorização de 1,02%.

Na Zona do Euro, as taxas de inflação também desaceleraram no período. Já o PIB do quarto trimestre surpreendeu positivamente, evitando que o bloco entrasse em recessão. No acumulado do ano de 2023 o PIB da região obteve crescimento de 0,5%. Novamente o Banco Central Europeu optou por manter as taxas de juros inalteradas, considerando que as mesmas já se encontram ajustadas para o objetivo de levar a inflação de volta à meta de 2% a.a.. Ao mesmo tempo, sinalizou que continua seguindo uma abordagem

dependente dos dados para determinar o nível e a duração apropriados das restrições. Desta vez o comunicado foi considerado menos rígido e ampliou as apostas de que uma mudança para uma política mais flexível poderá ocorrer ainda neste primeiro semestre.

Na China, segue a dinâmica desafiadora que o país vem enfrentando nos últimos meses. Os PMI's oficiais divulgados ainda demonstram a dificuldade na retomada da atividade, principalmente na área manufatureira, o que acaba influenciando negativamente o preço das commodities metálicas. O índice industrial de compras de janeiro continua em contração (49,2).

O governo chinês anunciou novas medidas, visando reaquecer a economia e revitalizar os setores de consumo e construção civil. A taxa de compulsório bancário foi reduzida em 50 pontos-base (quantidade de dinheiro que os bancos devem manter como reservas), com potencial de injetar cerca de 141 bilhões de dólares na economia. Também está sendo considerada a criação de um fundo de estabilização para o mercado de ações no valor de até US\$ 278 bilhões. A desvalorização da bolsa da China nos últimos 3 anos está em torno de 50%. Além de todas as dificuldades de reaquecimento econômico, o risco de novas intervenções do governo em empresas privadas tem sido mais um fator que afasta os investidores locais e externos das ações chinesas.

No Brasil, os ativos de risco se descolaram das altas vistas nos EUA, afetados principalmente pelo cenário externo, com a postergação das expectativas de corte dos juros americanos, invertendo assim o fluxo de capital para os mercados emergentes. Além disso, a queda de commodities metálicas refletindo a situação chinesa e as incertezas internas relativas ao equilíbrio fiscal de nossas contas públicas pesaram sobre o Ibovespa, que encerrou o mês em queda de 4,79%.

O Bacen, de acordo com o esperado, decidiu de forma unânime por mais um corte de 0,5% em sua última reunião, levando a taxa básica de juros para 11,25% a.a.. O Copom continuou sinalizando que o atual ritmo de cortes é o mais apropriado dentro da atual conjuntura econômica e deverá ser mantido durante as próximas reuniões. A inflação medida pelo IPCA-15 de janeiro (+0,31%) situou-se abaixo das expectativas (+0,5%) e segue por confirmar uma dinâmica inflacionária se comportando da forma esperada pelas autoridades monetárias, apesar dos riscos ainda advindos da parcela de serviços subjacentes em sua composição.

Na parte fiscal, o déficit primário de 2023 de R\$ 230,5 bilhões e a dificuldade na obtenção de receitas para fechar as contas do governo neste ano continuam gerando grande receio sobre a possibilidade de mudança na meta de déficit zero para 2024. Inclusive, o Tribunal de Contas da União já endossou alertas sobre a possibilidade do orçamento atual estar superestimado, o que colocaria ainda mais em risco o equilíbrio acima citado.

A discussão sobre a reoneração da folha de pagamentos continua sendo uma questão bastante complexa para o governo. A medida provisória tem previsão de arrecadar 9,4

bilhões para os cofres públicos e afeta 17 setores produtivos. Mas a MP tem gerado fortes manifestações contrárias das entidades industriais e de dentro do Congresso Nacional.

Desta forma, acreditamos que seja mais provável uma alteração na meta, com uma flexibilização para um déficit de até 0,5%, o que aparenta já estar precificado pelos mercados. 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.

Apesar da forte realização observada em janeiro para nossos ativos de risco, especialmente no caso da bolsa de valores, a direção dos mercados parece dada: ocorrerão cortes de juros nos EUA durante o ano corrente. A queda recente estaria muito mais ligada a um ajuste na velocidade e no *timing* para o início deste processo no exterior, dado que na virada do ano os investidores em nível mundial tinham uma visão mais otimista sobre o assunto (expectativa anterior para o 1º corte em março e agora durante o 2º tri de 2024).

Desta forma, nossa avaliação para o mercado acionário brasileiro, bastante comentada durante as últimas cartas mensais, permanecem válidas. Continuamos possuindo ativos em bolsa com qualidade e a preços atrativos. Após a queda do Ibovespa em janeiro, o desconto sob a análise de preço/lucro para 2024 aumentou. Atualmente, nossa bolsa negocia a 8,0x sua relação P/L, bem abaixo da sua média histórica de 11x, da média dos mercados emergentes (12x) e principalmente do mercado americano (20,3x para o S&P).

Para os próximos anos, existe probabilidade relevante de um crescimento de lucros no Brasil bem superior aos demais mercados, o que aumentaria ainda mais os descontos citados. Vale lembrar também que os deságios atuais entre Brasil x emergentes (30%) e entre Brasil x EUA (60%) já se encontram muito além de seus respectivos valores históricos (5% e 30%, respectivamente).

Diante de um cenário favorável para ativos de risco e com diversos países emergentes com problemas geopolíticos ou econômicos, o Brasil se destaca como uma ótima oportunidade de investimento (economia verde, democracia em consolidação, empresas listadas com grande qualidade operacional, entre outros pontos). A questão fiscal segue como nosso maior risco, mas ao mesmo tempo parece já bastante precificada pelo mercado.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

| Ações | | | | |
|---------------|----------|-------|------------|-------------|
| FUNDO | % JAN/24 | % ANO | % 12 MESES | % ACUMULADO |
| RIO AÇÕES FIA | -5,07 | -5,07 | 9,16 | 712,65 |
| IBOVESPA | -4,79 | -4,79 | 12,63 | 187,21 |

| ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE | % JAN/24 | % ANO | % 12 MESES | % ACUMULADO |
|---------------------------|--------------|--------------|-------------|---------------|
| Caixa | 0,01 | 0,01 | 0,07 | 43,05 |
| Large Caps | -1,53 | -1,53 | 9,68 | 319,86 |
| Mid Caps | -3,01 | -3,01 | 3,55 | 579,46 |
| Small Caps | -0,36 | -0,36 | -2,02 | 37,09 |
| Custos | -0,18 | -0,18 | -2,11 | -266,82 |
| Total | -5,07 | -5,07 | 9,16 | 712,65 |

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

Em janeiro, o Rio Ações FIA apresentou uma perda de -5,07%, enquanto seu *benchmark* desvalorizou-se em -4,79%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Petrobrás ON (+0,82%), Sabesp ON (+0,19%), Mercado Livre BDR (+0,12%), PetroReconcavo ON (+0,08%) e 3R Petroleum ON (+0,06%). As contribuições negativas no mês vieram das performances de Vale ON (-1,38%), Hapvida ON (-0,54%), Inter BDR (-0,45%), Viveo ON (-0,44%) e Allos ON (-0,44%).

Rebalanceamos alguns ativos em carteira durante o período. Conservadoramente reduzimos o peso de JBS ON, em função de seu ótimo desempenho recente (desde o momento em que a empresa comunicou ao mercado sua intenção de abrir capital no mercado americano).

Também optamos por diminuir a participação de Pactual Units no fundo. O banco apresentou enorme crescimento em praticamente todas as suas áreas de negócios durante os últimos anos (asset, wealth, etc) e sua valorização acompanhou este movimento. Apesar de boas expectativas para 2024 com a queda estrutural de juros esperada internamente, acreditamos que o potencial de ganho já não é mais tão elevado como foi ao longo dos últimos anos.

Aproveitamos a forte queda de Inter BDR ocorrida após o anúncio de sua capitalização no mercado americano durante janeiro (em torno de R\$ 800 milhões) para aumentar levemente sua exposição em carteira. Os números recentemente divulgados relativos ao 4º tri foram bem fortes, principalmente quanto ao ROE, em torno de 8% e acima das expectativas. Apesar do banco não precisar de capitalização no momento, com uma Basileia superconfortável, essa colocação externa provavelmente foi ancorada por algum investidor

local relevante, além de também melhorar a liquidez da ação no mercado americano, o que vemos como positivo para uma melhor precificação de seus ativos no médio prazo.

Gestão do portfólio (Multimercados)

| Trading | | | | |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| FUNDO | % JAN/24 | % ANO | % 12 MESES | % ACUMULADO |
| RIO ARBITRAGEM FIM | -2,16 | -2,16 | 11,73 | 432,99 |
| VS. CDI | -223,61 | -223,61 | 91,21 | 102,19 |
| ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE | | | | |
| Caixa | 0,97 | 0,97 | 12,98 | 450,60 |
| Trading | -1,02 | -1,02 | -1,64 | 68,91 |
| Long/Short | 0,05 | 0,05 | -0,12 | 3,26 |
| Stock Picking (best ideas) | -1,99 | -1,99 | 3,00 | 28,09 |
| Custos | -0,18 | -0,18 | -2,48 | -117,87 |
| Total | -2,16 | -2,16 | 11,73 | 432,99 |

início: 24/05/2006

| Trading | | | | |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| FUNDO | % JAN/24 | % ANO | % 12 MESES | % ACUMULADO |
| RIO ABSOLUTO FIM | -5,05 | -5,05 | 12,06 | 128,52 |
| VS. CDI | -522,05 | -522,05 | 93,73 | 106,70 |
| ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE | | | | |
| Caixa | 0,96 | 0,96 | 12,96 | 128,83 |
| Trading | -2,00 | -2,00 | -3,74 | 27,83 |
| Long/Short | 0,10 | 0,10 | -0,23 | 2,59 |
| Stock Picking (best ideas) | -3,93 | -3,93 | 5,81 | 14,54 |
| Custos | -0,18 | -0,18 | -2,73 | -45,27 |
| Total | -5,05 | -5,05 | 12,06 | 128,52 |

início: 30/12/2014

No período em análise, o Rio Arbitragem FIM apresentou perda de -2,16% no mês e valorização acumulada de +11,73% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou queda de -5,05% em janeiro e retorno positivo de +12,06% 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. Também seguimos vendidos em S&P futuro, com a expectativa de manutenção pelo FED das taxas de juros americanas nos patamares atuais até meados do segundo trimestre de 2024, ou até mesmo somente a partir do segundo semestre do ano.

Com níveis de múltiplos de mercado acima da média histórica e proporcionando baixo prêmio de risco para seus investidores, a bolsa americana iniciou 2024 sustentada basicamente pelas 7 maiores empresas listadas (as Big Seven), num movimento ligado ao resultado trimestral de algumas delas e às perspectivas geradas para a IA no médio prazo. Não parece muito provável que esse movimento de curto prazo tenha espaço para seguir por muito tempo, razão de estarmos mantendo esta venda em carteira.

Na estratégia **Stock Picking**, nossas principais alocações permanecem correlacionadas ao índice de Small Caps brasileiro (SMLL), composto por empresas com grande correlação com o processo já iniciado de queda nas taxas de juros internas, assunto exaustivamente detalhado nos meses anteriores.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (-1,02%);

Destques negativos: compra de Ibovespa em dólar (-0,52%) e compra de Vale ON (-0,20%);

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

Destaque positivo: compras de (RRRP3 + RECV3) X venda de BOVA11 (+0,04%);

- Stock Picking (-1,99%);

Destques negativos: compra de SMAL11 (-0,59%), INBR32 (-0,50%), VVEO3 (-0,15%) e HAPV3 (-0,11%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (-2,00%);

Destques negativos: compra de Ibovespa em dólar (-1,00%) e compra de Vale ON (-0,41%).

- Long x Short (+0,10%);

Destaque positivo: compras de (RRRP3 + RECV3) X venda de BOVA11 (+0,08%);

- Stock Picking (-3,94%);

Destques negativos: compra de SMAL11 (-1,18%), INBR32 (-1,00%), VVEO3 (-0,30%) e HAPV3 (-0,22%);

Equipe Rio Gestão de Recursos

