

Relatório de Gestão – Julho/2023

Durante o mês de julho, o fim do acordo para o transporte de grãos entre Rússia e Ucrânia através do Mar Negro gerou significativo aumento nos preços das commodities agrícolas. Além de ameaçar a segurança alimentar sob a ótica global, esta questão adiciona mais um vetor inflacionário ao cenário onde as principais economias do mundo trabalham para reduzir a inflação a nível mundial sem que este processo leve os países para um ambiente de recessão.

Nos Estados Unidos, o Banco Central optou por um novo acréscimo de 0,25% em suas taxas de juros, agora na faixa de 5,25% a 5,50% a.a.. Este foi o décimo primeiro aumento desde o início do ciclo de aperto monetário em março de 2022, levando as taxas americanas para os níveis mais altos das últimas duas décadas. O presidente do FED, Jerome Powell, mencionou em seu discurso que não prevê mais uma recessão nos EUA este ano, apenas uma desaceleração no crescimento e que novos aumentos nos juros dependerão dos dados econômicos dos próximos meses.

A atividade econômica americana vem se expandindo em um ritmo mais moderado e a inflação divulgada para junho apresentou um crescimento mensal do núcleo da inflação de apenas 0,2%, o mais lento desde agosto de 2021. Estes fatores corroboram para o aumento da probabilidade do cenário de pouso suave defendido pelo FED, através de uma lenta convergência da inflação esperada para os próximos 18 meses. Assim, provavelmente teremos no máximo mais uma elevação de 0,25% em uma das duas próximas reuniões da política monetária dos EUA.

O mês de julho foi novamente positivo para mercados acionários americanos com o S&P 500 tendo alta de 3,1%, enquanto o Nasdaq valorizou-se em 3,8%.

Na Zona do Euro, a inflação anual desacelerou de 6,1% em maio para 5,5% em junho. O setor industrial continua mostrando sinais de fraqueza, com o PMI caindo para 42,7 em julho, ante 43,4 no mês anterior, atingindo o nível mais baixo em mais de 2 anos. Chama mais atenção ainda a queda específica na Alemanha, onde o PMI atingiu 38,8 no período, ficando muito abaixo da marca de 50 pontos e indicando forte contração da atividade manufatureira no país.

A atividade de serviços também mostrou desaceleração, com o índice recuando de 52,0 em junho para 50,9 no último mês. Por outro lado, o mercado de trabalho se manteve aquecido onde a taxa de desemprego caiu para um nível recorde de 6,4% em julho.

O Banco Central Europeu optou por elevar as taxas de juros pela nona vez consecutiva em mais 0,25%, atingindo o nível mais alto em 23 anos. Neste mês houve uma mudança no discurso da presidente do BCE, Christine Lagarde, que afirmou que novas altas serão avaliadas, indicando a possibilidade de uma pausa no ciclo de aperto monetário da região.

Na China, após o forte impulso inicial do começo do ano, a recuperação da economia local vem desacelerando nos últimos meses. O PIB registrou crescimento anualizado de 6,3% no segundo trimestre, abaixo das projeções que indicavam crescimento de 6,9%, enquanto as vendas no varejo caíram de 12,6% de variação em maio para 3,1% em junho.

Assim, o governo chinês anunciou novos ajustes na otimização de políticas para a redução do endividamento do setor imobiliário, na tentativa de voltar a induzir o crescimento econômico do país, o que se refletiu na valorização recente das commodities metálicas. Também foram divulgadas medidas para impulsionar o consumo doméstico, como incentivos e subsídios para diversos tipos de eventos, além da compra de carros, eletrodomésticos e reformas, entre outras.

Internamente, julho também foi mais um mês positivo para os ativos de risco no Brasil, com o Ibovespa fechando em alta de 3,27% e passando a subir mais de 11% no ano. No câmbio, a moeda brasileira valorizou-se 1,35% frente ao dólar (11,9% no acumulado de 2023). As principais contribuições para o quarto mês seguido de alta da bolsa brasileira, além das boas notícias externas, foram:

- a divulgação do IPCA-15 de julho que apresentou deflação de 0,07%, trazendo a inflação acumulada em 12 meses de 3,9% para 3,2%;
- a elevação do rating soberano do Brasil pela Fitch, de BB- para BB, que coloca o país a dois níveis abaixo do desejado grau de investimento;
- a aprovação do projeto de lei na Câmara que dá ao representante da Fazenda o voto de desempate no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf), em julgamentos de questões tributárias na administração federal, que visa elevar a arrecadação para equilibrar as contas fiscais do governo; e
- principalmente, a também aprovação da reforma tributária na Câmara dos Deputados. Após mais de 30 anos de discussões, o seu texto-base foi aprovado para a 1ª parte da reforma, que visa simplificar a cobrança/ recolhimento dos impostos sobre o consumo/ serviços. Desta forma, tem como objetivo transformar os diversos tributos atuais (federais, estaduais e municipais) em um único Imposto sobre o Valor Agregado (IVA). O texto será analisado pelo Senado em breve, onde ainda deverá sofrer alterações em relação ao aprovado pela Câmara. Espera-se que essa simplificação do sistema seja um facilitador para um crescimento mais robusto do país no médio/ longo prazo, gerando impactos positivos sobre a saúde fiscal brasileira.

A 2ª parte da reforma, que tem como objetivo corrigir distorções existentes sobre a tributação da renda, ficará para depois da aprovação final da 1ª parte, provavelmente ocorrendo no 1º tri/2024.

Já no início de agosto, o Banco Central reduziu a taxa Selic em 0,5%, dando início ao aguardado ciclo de flexibilização da política monetária. Em seu comunicado, o BC sinalizou que deverá manter as quedas no mesmo ritmo para as próximas reuniões do Copom de 2023, com o objetivo de consolidar o processo desinflacionário e ancorar as expectativas futuras. A tendência agora passa a ser de uma taxa Selic de 11,75% ao final deste exercício, 2 pontos percentuais inferiores a taxa de 13,75% que tínhamos até o fim do mês passado. Para o fim de 2024, a previsão do mercado vem se reduzindo consideravelmente e já embute uma taxa de juros de 9% a.a., de acordo com a melhora recente detectada em nosso cenário básico de inflação.

Conforme explicitado em nossas últimas cartas, as perspectivas econômicas do Brasil e do mundo têm melhorado significativamente desde o final do 1º trimestre de 2023, abrindo espaço para uma forte correção de preços em nossos ativos de risco, muito em linha com a estratégia de alocação montada em nossos fundos de investimento.

O processo de correção positiva no *valuation* de nossos ativos em bolsa segue ocorrendo. Nossa bolsa de valores, mesmo após a alta recente, ainda negocia em um múltiplo de P/L 2023 próximo a 8,2x, abaixo de sua média histórica de 11x e com grande desconto em relação às bolsas de ações mundiais, sejam de mercados emergentes ou de 1º mundo.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% JUL/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	5,80	12,34	14,90	690,96
IBOVESPA	3,27	11,13	18,20	174,15
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% JUL/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,00	0,03	0,06	42,73
Large Caps	1,85	2,73	6,52	265,58
Mid Caps	4,42	10,34	11,86	594,60
Small Caps	-0,28	0,47	-1,32	46,55
Custos	-0,20	-1,23	-2,23	-258,49
Total	5,80	12,34	14,90	690,96

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

Em julho, o Rio Ações FIA apresentou uma valorização de +5,80%, enquanto seu benchmark apresentou uma alta de +3,27%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Inter BDR (+1,42%), Gerdau/ Goau PN (+0,82%), Cyrela ON (+0,74%), Vale ON (+0,71%), Petrobrás PN (+0,48%) e BTG Pactual Units (+0,43%). Já as contribuições negativas vieram das performances de Lojas Renner ON (-0,26%), Bemobi ON (-0,21%) e Log CP ON (-0,14%).

Temos feito alterações pontuais em nossa carteira de ações, que permanece diversificada entre empresas bem descontadas do ponto de vista de *valuation*, sendo em torno de 1/3 do patrimônio alocado em companhias correlacionadas com a economia global (*commodities*) e 2/3 alocado em empresas com atuação no mercado interno.

A boa performance do fundo segue correlacionada com o percentual do portfólio alocado internamente. Com a confirmação do início do processo de queda dos juros, as companhias com foco na economia local tendem a seguir se beneficiando em bolsa, o que já ocorre desde abril por antecipação de expectativas. Sendo assim, deverão acontecer diversas revisões positivas nas estimativas de lucros empresariais ao longo do restante de 2023 e de 2024. Por consequência, as projeções de P/L destes ativos seguirão se reduzindo, abrindo espaço para novas valorizações em suas ações.

Apesar de toda a melhora conjuntural interna, existem riscos que devem ser permanentemente monitorados e que podem afetar o bom desempenho da bolsa brasileira. O equilíbrio fiscal do país dependente da forte necessidade do crescimento de receitas por parte de um governo expansionista e a mudança de diversos membros que compõem a Diretoria do Bacen no futuro próximo, podendo alterar a atual independência na condução de nossa política monetária estão entre as principais desconfiças atuais do mercado.

Este mês especificamente notamos entre os destaques do portfólio o ótimo desempenho das empresas ligadas às *commodities*, como Vale, Petrobrás e Gerdau, com a redução do risco de recessão mundial anteriormente existente e de acordo com a melhora do cenário internacional já comentado. Isto mostra que a outra parte da carteira voltada para o cenário externo também apresenta ótimas perspectivas de valorização e excelentes fundamentos econômicos, sendo que o desempenho do FIA não depende apenas de uma única estratégia de gestão.

Principal alteração na carteira em junho = Inclusão de Pão de Açúcar ON (PCAR3);

Cabe ressaltar que os eventos que mais têm movido o preço da ação ultimamente são atualizações sobre a operação de cisão de sua subsidiária Éxito, na qual detém participação acionária consolidada de aproximadamente 96,5%.

Fundado em 1981, hoje o Grupo Pão de Açúcar é uma holding varejista de alimentos que atende todos os públicos, através das marcas Pão de Açúcar, Éxito (na Colômbia) e algumas poucas lojas Extra. O GPA vem passando por um momento de turnaround, em que tenta recuperar suas margens de lucro, que apresentaram deterioração em decorrência de fatores exógenos, erros de execução em estratégias e dívidas excessivamente altas. Por esses motivos, seus níveis de *valuation* estão com desconto em relação aos seus pares do setor e o mercado segue bem cético quanto ao seu novo plano de desalavancagem financeira e foco de melhoria nas margens.

Sobre os pilares da tese, enxergamos um exagerado desconto no preço da ação de PCAR3. No momento que começamos nosso estudo, o valor de mercado do GPA era de cerca de 4,6 bilhões de reais e o do Éxito, de 6,5 bilhões de reais. Como o GPA detém 96,5% das ações de Éxito, a soma das partes não deveria ter um desconto tão relevante para a holding (vide exemplos brasileiros como Itaúsa e Itaú, Metalúrgica Gerdau e Gerdau, etc.) de forma que a controladora se tornasse detratora de valor – assumindo a premissa que todo o valor vem de Éxito. Acreditamos que o spin-off seja um trigger para que haja redução da discrepância entre o preço atual de PCAR3 e o valor intrínseco que vemos para a companhia. Cabe ressaltar, também, que historicamente cisões contribuem muito à geração de valor para os acionistas das companhias, em razão tanto da melhor transparência de informações quanto da melhor execução de suas estratégias e negócios.

Por fim, ressalta-se que em 2021 foi realizada cisão do Assaí (outra antiga subsidiária do grupo) em moldes similares ao que está sendo proposto com o Éxito e que tal operação foi muito benéfica para o preço das ações tanto dos acionistas de PCAR3 quanto de ASAI3 logo após o evento.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% JUL/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	2,55	9,98	13,90	414,08
<i>VS. CDI</i>	238,13	130,64	102,32	105,12
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% JUL/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,08	7,69	13,60	419,31
Trading	0,22	-0,68	-0,06	72,94
Long/Short	0,17	0,18	0,17	4,17
Stock Picking (best ideas)	1,31	4,24	2,61	29,58
Custos	-0,22	-1,45	-2,42	-111,93
Total	2,55	9,98	13,90	414,08

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% JUL/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	4,21	13,58	16,23	124,51
<i>VS. CDI</i>	392,86	177,76	119,47	115,38
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% JUL/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,08	7,68	13,51	115,30
Trading	0,44	-1,36	-0,02	32,24
Long/Short	0,32	0,35	0,32	3,31
Stock Picking (best ideas)	2,67	8,46	4,93	16,05
Custos	-0,31	-1,55	-2,52	-42,39
Total	4,21	13,58	16,23	124,51

início: 30/12/2014

No período em análise, nossos fundos multimercados obtiveram novamente bons resultados em relação ao seu benchmark. O Rio Arbitragem FIM apresentou ganho de +2,55% e uma valorização acumulada de +13,90% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +4,21% em julho, levando a um retorno positivo de +16,23% em sua janela móvel anual.

Na estratégia **Trading**, seguimos com a compra de bolsa Brasil em dólar, de acordo com a expectativa de um cenário favorável para os ativos de risco brasileiros no curto/ médio prazo, ainda sob a ótica do fluxo de capital externo (forte desconto do P/L do Ibovespa comparativamente aos demais mercados, sejam emergentes ou de 1º mundo, num momento em que o Brasil já inicia seu ciclo de flexibilização monetária).

Também estamos mantendo a venda de S&P, já explicitada em outras cartas mensais. Com a probabilidade de mais um aumento de juros e a manutenção de uma taxa terminal nas máximas provavelmente até pelo menos o início de 2024, acreditamos em um processo de desaceleração gradual da economia americana que não justifica os atuais níveis de múltiplos onde são negociadas suas ações (acima da média histórica).

Na estratégia **Stock Picking**, nossa aposta permanece na exposição ao índice de *Small Caps* brasileiro, composto pelas empresas mais sensíveis à queda de juros no país. O investimento neste tipo de ETF e também via aquisição de companhias nacionais com características de crescimento, tende a ser beneficiado diretamente pela melhora no *valuation* destes ativos (seja por possuírem maior *duration* ou pelo crescimento potencial de seus lucros no curto/ médio prazo).

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,22%);

Destques positivos: compras de Ibovespa em dólar (+0,34%) e de VALE ON (+0,16%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-0,37%);

- Long x Short (+0,17%);

Destques positivos: compra de VALE ON x venda de BRAP PN (+0,08%) e compra de RRRP3 X venda de BOVA11 (+0,06%);

- Stock Picking (+1,31%);

Destques positivos: compras de INBR32 (+1,27%), SMAL11 (+0,17%) e MBL Y3 (+0,06%);

Destques negativos: compras de TRAD3 (-0,07%) e LREN3 (-0,06%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (+0,44%);

Destaques positivos: compras de Ibovespa em dólar (+0,66%) e de VALE ON (+0,32%);

Destaques negativos: venda de S&P futuro (-0,72%);

- Long x Short (+0,32%);

Destaques positivos: compra de VALE ON x venda de BRAP PN (+0,16%) e compra de RRRP3 X venda de BOVA11 (+0,12%);

- Stock Picking (+2,67%);

Destaques positivos: compras de INBR32 (+2,54%), SMAL11 (+0,37%) e MBLY3 (+0,11%);

Destaques negativos: compras de TRAD3 (-0,15%) e LREN3 (-0,11%).

Atenciosamente,
Equipe Rio Gestão de Recursos