

Relatório de Gestão – Maio/2023

Durante o mês de maio, cresceram as preocupações com o enfraquecimento das principais economias ocidentais. Ao mesmo tempo, a economia chinesa mostrou menor força de recuperação, afetando a demanda e consequentemente o preço das commodities metálicas e do petróleo no período.

Nos Estados Unidos, a crise dos bancos regionais parece ter sido controlada e o Congresso americano aprovou a lei que aumenta o limite de endividamento do governo após longas e intensas negociações. Após ter sido eliminada a ameaça de um calote inédito da dívida americana, a atenção do mercado voltou-se novamente para o desafiador balanço entre o controle da inflação e uma possível recessão no país.

Os fortes dados de atividade e emprego recentemente divulgados seguem pressionando os núcleos da inflação, embora tenha ocorrido desaceleração no consumo de bens industrializados. Desta forma, crescem as expectativas de que o FED possa fazer uma pausa e mantenha os juros na faixa de 5,00/5,25% em sua próxima reunião, ganhando assim mais tempo para avaliar os efeitos do ciclo de aumentos das taxas de juros na economia real, principalmente nos setores mais sensíveis ao crédito.

As principais bolsas americanas refletiram esse cenário de cautela na economia, com o índice industrial Dow Jones apresentando queda de -3,5% e o S&P encerrando maio em leve alta de +0,2%. Já o índice de tecnologia Nasdaq obteve forte performance no mês (+5,8%), sustentado por uma enorme valorização de diversas empresas com foco de atuação na Inteligência Artificial (IA), nova onda de crescimento potencial esperado para os próximos anos.

A Zona do Euro também apresentou dados que demonstram que a economia começa a sentir os efeitos de seu aperto monetário. A atividade industrial recuou 1,4% nos últimos doze meses e a inflação anual caiu de 7% em abril para 6,1% em maio. A Alemanha, principal motor econômico da Europa, entrou em recessão após registrar queda de 0,3% em seu crescimento durante o primeiro trimestre deste ano, sendo o segundo tri consecutivo de variação negativa.

Novamente a presidente do BCE, Christine Lagarde, salientou que segue sem evidências de que os núcleos inflacionários da região tenham atingido seus pontos de inflexão e que dessa forma, ainda deverá manter o ciclo de aumentos de juros durante as próximas reuniões para trazer a inflação de volta à meta oficial de 2% a.a..

Na China, o bom crescimento do país verificado no primeiro trimestre, após a reabertura, começou a dar sinais de que está perdendo força. Os números recentes relativos às vendas no varejo e à produção industrial, mostraram um crescimento em ritmo mais lento do que o esperado. Além disso, a atividade de construção, um dos principais motores da economia chinesa também desacelerou, levando à queda das commodities metálicas ao longo das

últimas semanas. Esta redução no ritmo de recuperação pós-covid, até agora mais concentrada no segmento de serviços, tem gerado expectativas de que o governo local possa anunciar em breve novos estímulos econômicos para manter a economia aquecida, principalmente sob a ótica industrial.

Internamente, o mês de maio foi positivo para os ativos de risco no Brasil. A aprovação do arcabouço fiscal pela Câmara dos Deputados, com a inclusão de algumas regras de controle de despesas mais rígidas que o esperado, reduziu o risco de cauda existente até então com relação a um cenário de total descontrole de gastos para o médio prazo. Além disso, a divulgação de indicadores de inflação benignos e de crescimento econômico acima das expectativas impulsionaram a bolsa brasileira, que terminou o mês com alta de 3,7%.

Como mencionamos em nossa carta anterior, o Congresso Nacional tem atuado como contraponto ao viés expansionista do atual executivo e conseguiu incluir alguns pontos considerados positivos para limitar a expectativa de gastos por parte do governo. Entre os ajustes feitos, foi retirado o aumento automático de 2,5% acima da inflação para as despesas em 2024 e essas dependerão agora do crescimento da arrecadação no período entre julho de 2022 e junho de 2023. A proposta já está sendo analisada pelo Senado, onde ainda deve sofrer pequenas alterações. Existe a previsão de que o texto definitivo do arcabouço seja aprovado até o final de junho.

Portanto, o cenário macroeconômico mundial parece favorecer uma migração de recursos para os mercados emergentes, em especial o Brasil, o mais descontado entre todos e com diversas notícias recentes positivas. Nos EUA, a tendência maior é de já estarmos no fim do ciclo de elevação de juros e com menores chances da ocorrência de um cenário recessivo. Desta forma, a economia caminharia para um pouso suave com lenta convergência da inflação para a meta ao longo dos próximos semestres.

Aqui, temos a redução do risco fiscal pós-arcabouço, as últimas divulgações de inflação sinalizando revisões benignas para o fechamento do IPCA nos anos de 2023 e 2024, além da boa surpresa advinda do crescimento do PIB divulgado para o 1º tri/23, com grande destaque para o agronegócio. Com um maior crescimento esperado e uma convergência da inflação interna surpreendendo positivamente, o próprio Banco Central passou a adotar um discurso mais otimista em recentes declarações, reforçando as apostas do mercado quanto a antecipação dos cortes das taxas de juros, determinantes para o aumento do apetite por ativos de risco no país.

Em um cenário em que temos nossos ativos de bolsa negociando com grande desconto em relação não somente ao 1º mundo, mas também aos demais emergentes, podemos estar vivenciando o início de um ciclo bastante favorável para nossa renda variável. Vale ressaltar que as empresas listadas em bolsa apresentaram resultados acima do esperado, em média, com base na divulgação de seus números para o 1º tri/23.

Assim, a existência de inúmeras empresas listadas consolidadoras em seus mercados de atuação, além de prováveis revisões positivas em seus lucros de agora em diante, nos levam a vislumbrar um cenário bastante favorável para a valorização da bolsa brasileira em um horizonte de curto/ médio prazo.

Com a recente alta, o Ibovespa passou a negociar com múltiplos de Preço/Lucro 2023 na faixa de 7,4 vezes, ainda bem distante de sua média histórica (11 vezes). É importante lembrar que esse desconto não se apresenta concentrado em poucas empresas do índice, o que poderia distorcer a comparação entre bolsas de países distintos. Praticamente, a maioria dos setores listados atualmente na Bovespa possuem grande desconto entre seus múltiplos atuais e suas respectivas médias históricas.

A conclusão a que chegamos é que temos um ativo com elevado potencial de valorização e de forma bastante diversificada entre suas companhias e segmentos, o que indica também uma melhor relação retorno/ risco na análise comparativa com outros emergentes. Além disso, o múltiplo de 7,4 vezes projetado para a bolsa brasileira ainda não contempla grandes revisões de lucros esperadas para os próximos anos, o que ocorrerá de acordo com a velocidade de queda nas taxas de juros internas. Assim, o desconto entre média histórica e múltiplo projetado pode ser bem superior ao mostrado acima, principalmente quando olhamos não somente para 2023, mas a partir do ano de 2024.

As mudanças na conjuntura macroeconômica estão indo de encontro às nossas expectativas. Em maio, já verificamos o início desse processo de correção positiva no *valuation* de nossos ativos em bolsa, especialmente naqueles com maior exposição à economia interna, como são os setores de consumo/varejo, construção civil, financeiro e saúde, entre outros.

Essas companhias, com características de crescimento, sofrem dois efeitos positivos em conjunto: a expectativa de queda na Selic para o curto/ médio prazo gerando revisões crescentes de lucros; e a queda das taxas de juros longas advindas da redução do risco fiscal do país, impactando o valor presente das ações via crescimento dos fluxos de caixa descontados a valor presente.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% MAI/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	10,01	-2,08	-10,75	589,46
IBOVESPA	3,74	-1,28	-2,71	143,56

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% MAI/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,00	0,02	0,05	42,67
Large Caps	0,02	-3,19	-3,98	223,87
Mid Caps	8,84	1,00	-2,95	528,81
Small Caps	1,34	0,93	-1,94	49,81
Custos	-0,20	-0,83	-1,95	-255,70
Total	10,01	-2,08	-10,75	589,46

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

Em maio, o Rio Ações FIA apresentou uma valorização de +10,01%, enquanto seu benchmark apresentou uma alta de +3,74%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Inter BDR (+1,86%), Grupo Mateus ON (+1,55%), Aliansce Shopping Centers ON (+1,08%), Cyrela ON (+0,99%) e Lojas Renner ON (+0,92%). Já as contribuições negativas vieram das performances de Vale ON (-1,32%), JBS ON (-0,16%) e PetroReconcavo ON (-0,12%).

Nossa carteira segue balanceada entre diversas ações bem descontadas do ponto de vista de valor justo, sendo em torno de 1/3 do patrimônio alocado em companhias correlacionadas com a economia global (commodities) e 2/3 alocado em empresas com desempenho ligado à economia interna. Em termos setoriais, também permanecemos bastante diversificados.

A parcela do portfólio que gerou o maior alfa durante o mês de maio foi exatamente aquela correlacionada internamente, de acordo com todos os pontos que já colocamos acima. Acreditamos que podemos estar no início de um período bem positivo para as ações de empresas com atuação no país e, conseqüentemente, para o bom desempenho de nosso FIA, que por possuir parte relevante do patrimônio investido na economia local, tenderá a obter uma performance superior ao Ibovespa (*benchmark* que possui um percentual menor alocado em ativos correlacionados com queda de juros). Vale lembrar que o índice Small Caps, com grande peso interno em sua composição, valorizou-se em 13,5% no mês.

Principais alterações na carteira em maio:

- Aumento da posição de Hapvida ON:

Apesar do setor de saúde no país ainda estar consideravelmente pressionado no que tange à sinistralidade, a Hapvida vem apresentando níveis bem inferiores em relação à média do segmento. Várias outras operadoras se encontram em uma situação de liquidez restrita e patamares de sinistralidade que podem chegar até mais de 100% (72% no caso de HAPV3). Sua verticalização e integração recente com a Notredame tem viabilizado níveis de custos abaixo e reajuste percentuais de planos acima do que o setor apresenta.

Desta forma, acreditamos que a companhia se mostra mais bem posicionada que o restante do setor para recuperar margens e rentabilidade ao longo dos próximos anos, onde é esperado um melhor equilíbrio de despesas médicas em um período pós-pandemia, assim como menores níveis de juros internos e inflação. Suas ações deverão se beneficiar substancialmente do provável cenário favorável para os ativos de risco locais durante os próximos meses.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% MAI/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	3,87	3,99	7,47	386,08
<i>VS. CDI</i>	<i>344,72</i>	<i>74,35</i>	<i>55,44</i>	<i>100,68</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% MAI/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,22	5,36	13,22	408,43
Trading	0,09	-0,75	0,13	72,61
Long/Short	0,06	0,08	0,02	3,70
Stock Picking (best ideas)	2,74	0,27	-3,61	11,04
Custos	-0,24	-0,98	-2,28	-109,69
Total	3,87	3,99	7,47	386,08

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% MAI/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	6,82	3,45	3,38	104,48
<i>VS. CDI</i>	<i>607,25</i>	<i>64,25</i>	<i>25,11</i>	<i>100,93</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% MAI/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,24	5,31	12,82	110,61
Trading	0,18	-1,50	0,34	31,95
Long/Short	0,12	0,15	0,01	2,92
Stock Picking (best ideas)	5,53	0,40	-7,63	0,10
Custos	-0,24	-0,90	-2,16	-41,10
Total	6,82	3,45	3,38	104,48

início: 30/12/2014

No mês em análise, nossos fundos multimercados obtiveram os melhores desempenhos de suas séries históricas, com o Rio Arbitragem FIM apresentando ganho de +3,87%, resultando em uma valorização acumulada de +7,47% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +6,82% em maio, levando a um retorno positivo de +3,38% em sua janela móvel anual.

Na estratégia **Trading**, seguimos com nossa 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, principalmente 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). Permanecemos com venda de S&P como hedge de uma carteira bem mais posicionada em empresas brasileiras, que seguem possuindo um potencial de valorização muito superior aos demais ativos mundiais.

Mais uma vez ressaltamos que no caso do S&P e contrariamente ao Ibovespa, seus múltiplos de mercado permanecem sendo negociados com prêmio quando comparados à sua média histórica. Assim, a principal bolsa americana apresenta uma menor assimetria de retorno para os próximos anos. Com juros próximos das máximas provavelmente até o início de 2024 e com uma economia ainda em processo de desaceleração, as ações dos EUA continuam se mostrando relativamente sobrevalorizadas.

Já na estratégia **Stock Picking**, viemos aumentando durante os últimos meses nossa exposição ao índice de Small Caps, composto pelas empresas mais sensíveis à queda dos juros internos. Esta mudança começou a dar resultado durante maio, com grande geração de alfa no período. Temos verificado recentemente sinalizações mais positivas com relação à nossa ancoragem fiscal, pelo menos no que se refere à redução do risco de cauda antes existente, com efeitos benéficos na queda das taxas de juros mais longas. A composição desta parte do portfólio via índice de Small Caps e via empresas de crescimento interno tem correlação gigantesca com este movimento de redução de risco e queda esperada para a Selic a partir do 2º semestre deste ano. Sendo assim, esperamos mais geração de alfa para o fundo durante o restante do exercício de 2022.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,09%);

Destaque positivo: compra de Ibovespa em dólar (+0,11%);

- Long x Short (+0,06%);

Destaque positivo: compra de SOMA ON X venda de BOVA11 (+0,03%);

- **Stock Picking (+2,74%);**

Destaque positivo: compra de INBR32 (+1,40%), SMALL 11 (+0,89%), GMAT3 (+0,19%) e LREN3 (+0,11%);

2) Rio Absoluto FIM

- **Trading (+0,18%)**

Destaque positivo: compra de Ibovespa em dólar (+0,22%);

- **Long x Short (+0,12%);**

Destaque positivo: compra de SOMA ON X venda de BOVA11 (+0,06%);

- **Stock Picking (+5,53%);**

Destaque positivo: compra de INBR32 (+2,79%), SMALL 11 (+1,78%), GMAT3 (+0,37%) e LREN3 (+0,23%);

**Atenciosamente,
Equipe Rio Gestão de Recursos**