

Relatório de Gestão – Novembro/2022

Durante o mês de novembro, a atividade econômica global seguiu desacelerando, aumentando a probabilidade de uma recessão. As pressões inflacionárias, principalmente no setor de serviços, continuaram a criar um cenário desafiador para as economias mundiais.

Nos Estados Unidos, a ata do FED sinalizou que o banco central americano será mais cauteloso na tomada de decisões sobre as próximas altas dos juros e mencionou que, em breve, deve desacelerar o ritmo, para avaliar melhor os reflexos na economia. Embora o ritmo possa ser reduzido, o ciclo de aperto monetário poderá ser mais longo, com uma taxa terminal maior e ainda permanecer no patamar restritivo por mais tempo do que anteriormente previsto. Mas a expectativa de que a alta dos juros seja reduzida para 0,5% já na próxima reunião do FOMC, animou os investidores.

O mercado de trabalho em novembro ainda se mostrou bastante aquecido superando as previsões de geração de empregos em mais de 30%. Ainda houve aumento do salário médio dos trabalhadores em relação ao mês anterior, mantendo um importante vetor de pressão sobre a inflação.

A expectativa de que a maior economia do planeta consiga evitar uma forte recessão também foi indicada pelo presidente do FED, Jerome Powell, mencionando que ainda existe boa probabilidade para um pouso suave nos EUA. Com isso, as principais bolsas de ações tiveram desempenho positivo durante o período em análise. O S&P obteve valorização de 5,38% e a Nasdaq subiu 4,37% no mês.

Na Zona do Euro, a inflação registrou sua primeira queda após 17 meses indicando que a curva inflacionária pode já ter atingido seu ponto de inflexão. O inverno menos rigoroso e as reduções de custos logísticos e de produção resultaram na queda dos preços da energia da região e foram os principais responsáveis pela queda do índice de inflação.

Desta forma, o Banco Central Europeu poderá seguir a mesma estratégia do FED e desacelerar o ritmo de alta da taxa para 0,5% em sua reunião de dezembro. A presidente do BCE, Christine Lagarde, afirmou, no entanto, que o aperto do ciclo monetário está longe do fim e que ainda há um longo caminho para trazer a inflação de volta às metas estipuladas de 2% a.a..

Na China, a queda da atividade econômica e a onda de protestos populares que se espalharam por importantes cidades e regiões no país, levaram o governo local a anunciar algumas medidas de relaxamento da política de Covid-Zero. Entre as medidas que agradaram e acalmaram a situação estão a permissão para que grupos vulneráveis façam quarentena domiciliar, além da remoção da exigência de resultados negativos de Covid para frequentar locais fechados como supermercados e transporte público. Além disso, os mercados se animaram após a notícia de que o governo chinês orientou os bancos locais a emitirem dívida para financiar o setor imobiliário, um dos mais impactados em 2022.

As restrições afetaram de forma significativa a segunda maior economia do mundo. Devido ao fechamento de lojas e fábricas, os índices de serviços e o PMI/Caixa composto atingiram recentemente seus menores níveis desde maio último. A reabertura da China é esperada para ocorrer ao longo do ano de 2023 e pode ser um grande impulsionador das economias emergentes, principalmente para as exportações de commodities do Brasil.

Internamente, após o término das eleições, as atenções seguiram voltadas para a definição dos ajustes a serem feitos no orçamento do país para os próximos anos, além da composição dos ministérios do novo governo.

O anteprojeto da PEC da Transição apresentado pela equipe de Lula, com aumento de gastos fora do teto da ordem de R\$ 200 bi, por um prazo mínimo de 4 anos, sem a definição de uma nova âncora fiscal e da indicação do próprio Ministro da Fazenda, gerou bastante estresse no mercado.

O Ibovespa teve desempenho negativo em -3,06%, se descolando da alta verificada nos EUA e de todos os demais mercados emergentes no mês. Os riscos fiscais advindos da PEC levaram a uma apreciação do dólar e fizeram com que a curva de juros voltasse a precificar a probabilidade de novas altas da taxa Selic em 2023. É importante salientar que o SMLL, índice de *small caps*, em grande parte composto por empresas que atuam correlacionadas ao desempenho da economia interna, desvalorizou-se em -11,23% no mês. No ano, este indicador apresenta queda de -12,42%, contra alta de 7,31% do Ibovespa, que tem boa parte de sua composição ligada às exportadoras e aos setores de energia e financeiro, que possuem proteção contra inflação.

A sinalização dada não agradou ao mercado, que esperava uma gestão de Lula mais ao centro. Uma PEC de até 100 bilhões seria vista de uma forma neutra pelos investidores, pois manteria a proporção atual de gastos sobre o PIB para o próximo exercício. Assim, a imagem passada para o mercado até o momento tem sido de uma administração com perfil mais gastador, o que tenderá a gerar impactos negativos sobre a proporção de nossa dívida/ PIB no médio prazo. A consequência são juros mais altos, maior inflação e menor crescimento, o que explica o péssimo comportamento apresentado pelas ações de companhias internas no mês.

Já no início do mês de dezembro, o Senado aprovou em dois turnos uma proposta para a PEC no valor de R\$ 168 bilhões pelo prazo de 2 anos, menor que o montante inicial, mas ainda assim considerado elevado. Espera-se que a Câmara dos Deputados consiga negociar um novo corte após a matéria ser finalizada no Senado, de pelo menos R\$ 30 bi, o que já seria uma boa notícia para nossos ativos. O mercado entende a necessidade de gastos extras com o Bolsa Família e outros programas, mas a responsabilidade fiscal é condição fundamental para o equilíbrio do país, pois são as classes mais baixas da população que mais vão sofrer caso o Brasil entre em um processo de espiral inflacionária.

Apesar do momento turbulento, ainda é cedo para determinar qual será a política fiscal do novo governo, dado que sua equipe econômica não foi nem mesmo anunciada. Temas importantes como reformas estruturais e o papel do Estado na economia ainda serão definidos em breve.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% NOV/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-6,14	-10,98	-9,34	636,42
IBOVESPA	-3,06	7,31	11,62	152,89
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% NOV/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,00	0,05	0,06	42,49
Large Caps	0,19	5,14	5,15	256,51
Mid Caps	-3,93	-11,46	-10,23	535,05
Small Caps	-2,24	-2,89	-2,27	50,89
Custos	-0,16	-1,82	-2,05	-248,52
Total	-6,14	-10,98	-9,34	636,42

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

Durante o mês de novembro, o Rio Ações FIA apresentou desvalorização de -6,14%, enquanto seu *benchmark* apresentou queda de -3,06%. No ano, o fundo apresenta desvalorização acumulada de -10,98% em comparação a uma valorização de 7,31% do índice de bolsa. Nossa carteira é composta por algo em torno de 2/3 de ações com características mais próximas do índice SMLL e 1/3 de empresas mais correlacionadas ao Ibovespa. Isso explica em grande parte o comportamento do fundo no ano, semelhante ao desempenho do SMLL mostrado na página anterior.

As maiores contribuições positivas no mês ponderadas por seus respectivos pesos em carteira vieram das posições em Vale ON (+2,61%), Gerdau/ GOAU PN (+1,75%) e Petrobrás PN (+0,29%). As principais contribuições negativas ficaram por conta do desempenho de Lojas Renner ON (-0,96%), Hapvida ON (-0,89%), Grupo Mateus ON (-0,85%), Ambipar ON (-0,77%) e Inter BDR (-0,74%).

Em termos de *valuation*, nossa bolsa de valores segue extremamente descontada mesmo diante da elevada taxa de juros interna. Sua relação P/L para 2023 encontra-se na faixa de 6,9 vezes, em comparação a sua média de longo prazo em torno de 11,8 vezes. Mesmo se tirarmos Vale e Petrobrás dessa conta, empresas com múltiplos baixos por serem relacionadas às *commodities*, o P/L ajustado da bolsa sobe para 8,8 vezes, ainda assim um desconto considerável do ponto de vista histórico. Da mesma forma, o prêmio de risco atual da bolsa sobre a renda fixa situa-se na faixa de 9%, bem acima de sua média histórica de 5,5%. Portanto, o cenário de curto prazo exige calma, mas parece gerar excelentes oportunidades de retorno num horizonte de médio e longo prazo.

Por outro lado, o Brasil segue sendo um país com diversas oportunidades de investimento sob a ótica de recursos naturais abundantes, regime democrático com instituições fortalecidas e meio ambiente como destaques, o que não ocorre em qualquer outro mercado emergente. Portanto, temos espaço para fortes entradas de capital estrangeiro ao longo dos próximos anos, basta que façamos o básico do ponto de vista fiscal.

Nossa carteira segue balanceada entre empresas de valor e de crescimento, assim como entre exportadoras e companhias que atuam no mercado interno. Devido ao cenário fiscal de curto prazo, temos optado por liquidar posições em empresas com elevados níveis de endividamento e preferido fortalecer posições em ativos com receita resiliente e balanços saudáveis do ponto de vista financeiro.

Desta forma, liquidamos a posição de Americanas ON, que segue queimando caixa através da sua elevada necessidade de capital de giro num mercado desafiador em termos de concorrência e endividamento da população. Sua assimetria de retorno piorou muito dado que sua alavancagem financeira tem subido muito rápido, com estimativas recentes de *dívida líquida/ebitda* alcançando algo entre 5 e 6 vezes. Temos elevado o percentual de Totvs ON no portfólio, empresa que apresenta grande recorrência e baixa inadimplência em seu modelo de negócios, atendendo a clientes de grande peso que respondem por aproximadamente 25% do PIB brasileiro. O bom resultado recente reportado por esta companhia de software e a consolidação de suas principais vantagens competitivas (forte barreira de saída de clientes e qualidade no atendimento) nos deixa ainda mais otimistas com esta tese de investimentos.

Composição da Carteira

Setor	Rio Ações	IBOV
Consumo	15,1%	11,6%
Tecnologia	16,7%	2,5%
Mineração	11,1%	20,0%
Healthcare	7,7%	5,4%
Financeiro	7,2%	21,1%
Óleo e Gás	8,6%	14,2%
Siderurgia	7,4%	2,3%
Utilities	9,5%	10,4%
Construção civil	6,5%	0,4%
Frigoríficos	2,6%	1,9%
Ambiental	2,4%	
Papel e Celulose	3,1%	2,5%
Telefonia		1,3%
Agronegócio		0,4%
Aviação		0,3%
Petroquímica		0,4%
Concessão		1,8%
Educação		0,4%
Bens de Capital		3,3%
Caixa	1,9%	
Total	98,1%	100,0%

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% NOV/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	-1,19	3,79	4,55	365,32
<i>VS. CDI</i>	<i>-116,60</i>	<i>34,06</i>	<i>38,00</i>	<i>103,27</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% NOV/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,01	10,96	11,72	378,16
Trading	-0,30	1,50	1,78	75,43
Long/Short	0,00	0,01	0,05	3,25
Stock Picking (best ideas)	-1,73	-6,73	-6,88	12,67
Custos	-0,16	-1,94	-2,12	-104,18
Total	-1,19	3,79	4,55	365,32

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% NOV/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	-3,15	-1,74	-0,90	97,81
<i>VS. CDI</i>	<i>-308,91</i>	<i>-15,65</i>	<i>-7,56</i>	<i>107,47</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% NOV/22	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,99	10,65	11,47	97,96
Trading	-0,51	3,01	3,55	34,30
Long/Short	-0,01	0,01	0,10	2,56
Stock Picking (best ideas)	-3,49	-13,45	-13,85	1,94
Custos	-0,14	-1,96	-2,17	-38,94
Total	-3,15	-1,74	-0,90	97,81

início: 30/12/2014

Durante o mês em análise, o Rio Arbitragem FIM obteve perda de -1,19%, resultando em uma valorização acumulada de 4,55% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou desvalorização de -3,15% no período, ainda apresentando retorno negativo de -0,90% em sua janela móvel anual.

As considerações feitas anteriormente para o cenário da bolsa brasileira valem também para nossos fundos multimercados. Continuamos com posições estruturais há diversos meses e seguimos comprados no Ibovespa em dólar, de acordo com nossa expectativa de um cenário mais favorável para os ativos de risco brasileiros ao longo de 2023. Permanecemos com venda de S&P como *hedge* de uma carteira bem mais comprada em

Brasil, que mesmo diante da piora do cenário fiscal de curto prazo, segue possuindo um potencial de valorização bem superior aos mercados de 1º mundo. No caso do S&P, seus múltiplos de mercado ainda se encontram em níveis muito acima dos múltiplos do Ibovespa, com possibilidade real de recessão na economia americana e, conseqüentemente, de redução na previsão dos lucros por parte de suas empresas.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (-0,30%)

Destaque positivo: compra de VALE3 (+0,24%);

Destaque negativo: compra de Ibovespa em dólar x venda de S&P futuro (-0,57%);

- Long x Short (0,00%)

Destaque positivo: compra de CBAV3 X venda de BOVA11 (+0,04%);

Destaque negativo: compra de AMBP3 X venda de SMAL11 (-0,02%).

- Stock Picking (-1,73%)

Destques negativos: compra de INBR32 (-0,58%), PGMN3 (-0,29%) e SMAL11 (-0,22%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (-0,51%)

Destaque positivo: compra de VALE3 (+0,48%);

Destaque negativo: compra de Ibovespa em dólar x venda de S&P futuro (-1,04%);

- Long x Short (-0,01%)

Destaque positivo: compra de CBAV3 X venda de BOVA11 (+0,09%);

Destaque negativo: compra de AMBP3 X venda de SMAL11 (-0,04%).

- Stock Picking (-3,49%)

Destques negativos: compra de INBR32 (-1,19%), PGMN3 (-0,57%) e SMAL11 (-0,43%);

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