

Relatório de Gestão – Novembro/2023

Novembro foi um mês bastante positivo para os ativos de risco. Nos Estados Unidos, os recentes dados de inflação vieram abaixo das expectativas, assim como diversos indicadores econômicos também demonstraram sinais de desaceleração da atividade, aumentando a possibilidade de o ciclo de aperto monetário já ter sido concluído.

A ata do FOMC e os discursos dos diretores do Banco Central americano sinalizaram que o atual patamar restritivo das taxas de juros está moderando o crescimento da economia através do aperto das condições financeiras, da desaceleração do mercado de trabalho e da redução dos gastos dos consumidores. Desta forma, o FED acredita ser capaz de no médio prazo, trazer a inflação para a meta estipulada de 2% a.a..

Com a recente expectativa criada de que a economia dos EUA já tenha iniciado um período de redução na velocidade de seu crescimento, caminhando para o chamado pouso suave, a discussão atual passa a ser quando o FED começará a baixar os juros, dando início ao seu ciclo de flexibilização monetária.

Conseqüentemente, os rendimentos dos títulos do Tesouro americano de 10 anos, que assustaram os investidores durante os últimos meses, recuaram de suas máximas. Após ultrapassarem a faixa de 5% a.a., retornaram para 4,3% a.a. ao final de novembro, o que levou as bolsas globais a obterem expressivos retornos no período. Os índices americanos alcançaram os melhores retornos de 2023 no mês em análise, com altas de 8,9% para o S&P, 10,7% para a Nasdaq e 8,8% para o Dow Jones.

Na Zona do Euro, a inflação ao consumidor recentemente divulgada também veio abaixo das estimativas do mercado, inclusive também indicando desaceleração nos núcleos do índice, com destaque para bens e serviços, o que é bem importante para sua convergência à meta em um prazo maior.

Os dados de atividade industrial vieram um pouco melhores, mas ainda indicando contração na região. A possibilidade de a Europa enfrentar um período de recessão aumentou a pressão pelo corte de juros por parte do BCE. Mas seus dirigentes argumentaram que a inflação ainda está elevada, o que torna necessário mantê-los restritivos por mais tempo, dado que a situação econômica da região poderá ser ainda pior caso não consigam trazer a inflação para a meta estipulada.

Na China, o PMI industrial voltou a indicar expansão da atividade ao avançar para 50,7 em novembro e após ter decepcionado em outubro, ao cair para 49,5. O governo local continua a implementar medidas para reaquecer a economia e revitalizar o setor de construção, mas o elevado nível de endividamento que as cidades e províncias de todo o país vêm acumulando após anos de empréstimos e gastos descontrolados volta a ser um ponto de preocupação para a região.

O minério de ferro atingiu seu maior valor em 2023 durante o mês de novembro, com a sinalização de que as grandes incorporadoras do país, que vêm passando por fortes dificuldades financeiras, serão ajudadas pelo governo chinês.

Já internamente o período também foi bastante positivo para nossos ativos de risco, com o Ibovespa obtendo seu maior ganho mensal dos últimos três anos. O índice apresentou alta de 12,54% no mês e acumula valorização de 16% no ano.

A rápida e recente mudança de perspectiva ocorrida nas principais economias do 1º mundo foi o grande impulsionador para o aumento do apetite pela compra das ações de mercados emergentes e do Brasil, em especial. Passamos de um cenário de dúvidas quanto ao encerramento do ciclo de alta dos juros globais para uma perspectiva de maior probabilidade de um afrouxamento monetário antes do anteriormente previsto.

Portanto, começamos a nos beneficiar do fluxo de entrada de recursos externos por estarmos à frente desse processo. Iniciamos a subida dos juros antes dos países desenvolvidos e já vivemos um período de cortes com boas perspectivas de desinflação para os próximos dois anos.

Os estrangeiros aportaram mais de 21 bilhões de reais em novembro na bolsa de valores, representando a maior entrada de recursos do ano. No acumulado de 2023, o saldo de capital estrangeiro está positivo em cerca de R\$ 27 bilhões.

Além dos ventos externos favoráveis, os dados internos também contribuíram para o forte desempenho recente.

Nossa balança comercial obteve mais um mês de superávit, o que tem ajudado a valorizar nossa moeda frente ao dólar. As estimativas para 2023 apontam para um saldo final acima de US\$ 96 bilhões, o maior patamar já registrado no país. O dólar recuou 2,50% em novembro frente ao real.

A inflação continua em trajetória de queda, o que levou os diretores do Banco Central a darem declarações positivas, indicando que o ritmo de corte de 0,5% na taxa Selic deverá ser mantido durante as próximas reuniões. O PIB do terceiro trimestre apresentou alta 0,1% em relação ao segundo trimestre de 2023, confirmando as projeções de um crescimento em torno de 3% para este ano.

Mesmo após as pressões feitas pelo presidente Lula, o governo decidiu por enquanto não alterar as metas fiscais do arcabouço que estipulam um déficit zero para 2024. Também houve avanço nas votações do Congresso em relação às principais apostas do governo para aumentar as receitas do ano que vem.

O Senado aprovou o projeto de taxação dos fundos exclusivos e *offshores*. O governo ainda espera que sejam votadas antes do recesso de final de ano mais alguns temas que terão relevante impacto sobre as expectativas de arrecadação fiscal:

- a taxação sobre apostas esportivas;
- a MP das subvenções do ICMS;
- a PEC da reforma tributária, que retornou à Câmara após sofrer modificações no Senado; e
- as prováveis mudanças no uso dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP) em relação ao lucro tributável das empresas.

O Brasil continua possuindo ativos em bolsa com qualidade e a preços ainda atrativos, mesmo após a alta deste mês, (relação P/L 2024 de 8x, contra uma média histórica de 11x). O Ibovespa ainda negocia com um desconto próximo de 30% para a média dos mercados emergentes, além de existir uma expectativa de crescimento de lucros superior a esses pares, o que nos torna um dos principais destinos no mundo para investimentos e fluxo de capital externo durante os próximos anos.

Quanto maior for a velocidade de corte nos juros das economias desenvolvidas, maior também tenderá a ser a entrada de recursos internacionais no país. O desconto de múltiplos entre o P/L do Ibovespa e do S&P, por exemplo, chega a quase 60%.

É bom ressaltar também que o desconto entre o *valuation* atual da bolsa brasileira e sua média no tempo, não está concentrada em poucas empresas. Ao contrário, a maioria dos setores segue negociando com deságios, o que só referenda o ótimo potencial de valorização existente para grande parte de nossas empresas atualmente listadas.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% NOV/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	13,32	15,16	10,11	710,86
IBOVESPA	12,54	16,04	13,20	186,26
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% NOV/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,01	0,06	0,06	42,95
Large Caps	6,52	9,38	7,58	312,36
Mid Caps	6,80	8,54	6,37	581,93
Small Caps	0,17	-0,83	-1,83	37,43
Custos	-0,19	-1,98	-2,07	-263,80
Total	13,32	15,16	10,11	710,86

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

Em novembro, o Rio Ações FIA apresentou uma valorização de +13,32%, enquanto seu *benchmark* apresentou alta de +12,54%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Itaúsa PN (+1,42%), Vale ON (+1,27%), Inter BDR (+1,23%), Lojas Renner ON (+1,11%), JBS ON (+1,05%) e Banco Pactual Unit (+1,04%). Já as maiores contribuições negativas vieram das performances de 3R Petroleum ON (-0,13%) e Petrorio ON (-0,08%).

O portfólio do fundo segue diversificado entre companhias com atuação na economia interna e outras correlacionadas com o mercado externo. Estamos mantendo uma exposição comprada próxima de 98% do patrimônio do fundo, por entendemos o momento como positivo para a bolsa brasileira. A principal alteração do portfólio no mês foi a redução do peso de Petrobras PN.

A diminuição da participação de PETR4 em carteira teve dois motivos principais, ambos relacionados à piora de sua governança corporativa. O primeiro diz respeito às recorrentes notícias de que o governo poderia trocar o atual CEO da Petrobras, devido aos diversos atritos recentemente ocorridos entre Jean Paul Prates e o Ministro das Minas e Energia, principalmente com relação à eficácia da política de paridade utilizada pela companhia para o reajuste interno do preço dos combustíveis.

O segundo motivo é decorrente de seu novo patamar de investimentos para os próximos 5 anos, de cerca de 100 bilhões de dólares. Apesar de esperado pelo mercado, apresenta um incremento de capital a ser alocado em novas áreas de atuação fora de seu *core business*, com rentabilidades de projetos que poderão ser questionáveis no longo prazo.

Além disso, coloca em dúvida o nível de dividendos que serão distribuídos para seus acionistas durante os próximos anos. Este último quesito é de suma importância para nossa tese, uma vez que um maior nível de distribuição de proventos reduz a *duration* do investimento nas ações de Petrobrás e, por consequência, antecipa o recebimento do retorno esperado.

Mesmo com a queda prevista para o *yield* médio da empresa (agora entre 10 e 12% a.a.) em suas distribuições para o quinquênio 2023/ 2027, ainda assim são valores relevantes, o que nos faz por enquanto manter esta tese em carteira, embora através de uma posição *underweight* no momento.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% NOV/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	3,06	14,46	14,97	434,99
VS. CDI	322,55	119,71	112,28	105,00
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% NOV/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,94	12,22	13,39	440,48
Trading	0,22	-0,20	-0,06	75,16
Long/Short	-0,07	-0,05	-0,03	3,11
Stock Picking (best ideas)	2,21	4,78	4,18	32,12
Custos	-0,23	-2,30	-2,51	-115,88
Total	3,06	14,46	14,97	434,99

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% NOV/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	4,78	18,35	18,27	133,94
VS. CDI	503,61	151,99	137,00	114,99
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% NOV/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,96	12,29	13,37	124,41
Trading	0,01	-0,85	-0,53	33,24
Long/Short	-0,15	-0,09	-0,06	2,44
Stock Picking (best ideas)	4,25	9,48	8,15	18,05
Custos	-0,30	-2,47	-2,66	-44,20
Total	4,78	18,35	18,27	133,94

início: 30/12/2014

No período em análise, o Rio Arbitragem FIM apresentou ganho de +3,06% e valorização acumulada de +14,97% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +4,78% em novembro e retorno positivo de +18,27% 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 médio prazo.

Com o ciclo de alta dos juros americanos próximo do fim, a redução nas taxas futuras de seus títulos de longo prazo abre espaço para boa valorização dos ativos de risco no mundo. Neste cenário, o Brasil se destaca como uma das melhores assimetrias de investimento entre todos os emergentes (ativos descontados, com maior potencial de crescimento e uma economia verde, entre outros pontos).

Também seguimos vendidos em S&P futuro, com a expectativa de manutenção pelo FED das taxas de juros americanas nos patamares atuais até pelo menos o primeiro trimestre de 2024. Com níveis de múltiplos de mercado acima da média histórica e proporcionando no momento baixo prêmio de risco para seus investidores, a venda de bolsa americana também funciona como um *hedge* para nossa posição comprada em Brasil. Conforme falamos, 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** seguimos sem grandes mudanças, onde nossas principais alocações permanecem correlacionadas ao índice de Small Caps brasileiro, 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 de crescimento de lucros.

Destaques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,22%);

Destaques positivos: compras de Ibovespa em dólar (+0,89%) e JBS ON (+0,20%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-1,07%);

- Long x Short (-0,07%);

Destaque positivo: compra de LREN ON X venda de BOVA11 (+0,05%);

Destaque negativo: compra de 3R ON X venda de BOVA11 (-0,09%);

- Stock Picking (+2,21%);

Destaques positivos: compras de INBR BDR (+1,20%), SMAL11 (+0,80%), LREN ON (+0,20%) e ELET ON (+0,17%).

Destaques negativos: compras de MBLY ON (-0,28%) e ZAMP3 ON (-0,08%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (+0,01%);

Destaques positivos: compras de Ibovespa em dólar (+1,76%) e JBS ON (+0,39%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-2,50%);

- Long x Short (-0,15%);

Destaque positivo: compra de LREN ON X venda de BOVA11 (+0,10%);

Destaque negativo: compra de 3R ON X venda de BOVA11 (-0,18%).

- Stock Picking (+4,25%);

Destaques positivos: compras de INBR BDR (+2,33%), SMAL11 (+1,55%), LREN ON (+0,36%) e ELET ON (+0,31%).

Destaques negativos: compras de MBLY ON (-0,54%) e ZAMP3 ON (-0,14%);

Equipe Rio Gestão de Recursos

