

Relatório de Gestão – Outubro/2023

Outubro foi mais um mês desafiador para os mercados globais, onde foi mantida a mesma dinâmica observada em setembro. Os rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos ultrapassaram 5% ao longo do mês, o que não acontecia desde a crise de 2008, e geraram mais pressão sobre os ativos de risco. O período também ficou marcado pelo início do conflito entre Israel e o Hamas no Oriente Médio. A região é estratégica para a produção e transporte de petróleo, aumentando a preocupação sobre possíveis impactos de curto prazo sobre o preço da *commodity*.

Nos Estados Unidos, o PIB do terceiro trimestre cresceu a uma taxa anualizada de 4,9%, impulsionado pelos gastos dos consumidores. A resiliência da economia surpreendeu as expectativas, e a trajetória da dívida pública americana segue gerando apreensões. O déficit federal do país dobrou para 2 trilhões de dólares (ano fiscal atual até setembro) na comparação com o mesmo período de 2022.

Como temos evidenciado em nossas cartas anteriores, o governo americano vem enfrentando um crescente problema fiscal, com os gastos avançando e a arrecadação em contração. Assim, os EUA têm precisado emitir cada vez mais dívida (títulos públicos) para cobrir esta defasagem, o que vem afetando negativamente os ativos de risco ao mesmo tempo em que aumenta a atratividade de sua renda fixa. O efeito nas bolsas de NY foi de perdas, com o S&P caindo -2,20% e o Nasdaq desvalorizando-se em -2,78% durante outubro.

Já no início de novembro o FED decidiu manter as taxas de juros no patamar atual de 5,25%/ 5,50% a.a.. Ao longo do mês, os discursos de seus dirigentes vieram alinhados com a ideia de que a escalada na curva dos rendimentos dos *treasuries* futuros poderia funcionar como um aperto adicional nas taxas. Dessa forma, ajudaria a reduzir o crescimento econômico visando abrandar a inflação sem a necessidade de novos aumentos de juros.

Logo após a decisão pela manutenção das taxas, foi divulgado o relatório de empregos relativo ao mês de outubro, onde foram gerados 150 mil postos de trabalho, a metade das vagas criadas em setembro. A taxa de desemprego subiu para 3,9% no período. Estas informações corroboram com o recente discurso do FED, pois parece já estarem surgindo os efeitos esperados de uma política restritiva sobre a economia. Caso se confirmem novos dados demonstrando certa desaceleração no crescimento americano até a próxima reunião do FED, em dezembro, novos aumentos de juros não deverão mais ser necessários para a convergência da inflação do país no médio prazo.

Na Zona do Euro, a taxa anual de inflação ao consumidor (CPI) desacelerou para 2,9% em outubro, ante 4,3% em setembro. O núcleo do CPI, que desconsidera os preços de energia e de alimentos, também mostrou queda em relação ao mês anterior, sendo reduzido de 4,5% para 4,2%. Já o Produto Interno Bruto encolheu 0,1% no terceiro trimestre de 2023,

aumentando o receio da região enfrentar uma recessão na economia. Com isso, o Banco Central Europeu optou por manter a taxa de juros inalterada em sua reunião de outubro (4% a.a.), interrompendo a mais longa sequência de 10 aumentos consecutivos ocorrida durante os encontros anteriores. O BCE também sinalizou que a atual política restritiva segue sendo transmitida com força para as condições de financiamento da região e que as expectativas inflacionárias de longo prazo continuam ancoradas na meta de 2% ao ano.

Na China o PMI industrial, que havia avançado para 50,6 em setembro, caiu em outubro para 49,5, demonstrando que a indústria manufatureira voltou para o território de contração. Esta retração levantou questionamentos sobre a eficiência das medidas adotadas pelo governo chinês até agora, visando reaquecer a economia e o setor de construção, mas ao mesmo tempo gerou expectativa por novos estímulos.

Ao longo de outubro, foi aprovado um plano de aproximadamente 135 bilhões de dólares para investimentos no setor imobiliário e em infraestrutura, demonstrando que o governo chinês manterá seu compromisso de alcançar o crescimento planejado de 5% do PIB. Este anúncio impulsionou o preço do minério de ferro no mês.

Internamente, o Copom decidiu por mais um corte de 0,5% na taxa Selic, que passou para 12,25% ao ano. Em seu comunicado, o BC indicou que a magnitude do corte deverá ser mantida nas próximas reuniões e que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista visando a continuidade do processo desinflacionário. Em linha com as expectativas do Banco Central, o IPCA-15 de outubro situou-se em 0,21%, após ter alta de 0,35% em setembro. Também bastante positiva foi a queda no núcleo de serviços, um dos principais itens monitorados pelo Bacen para o controle da inflação.

Nossa balança comercial obteve mais um mês de superávit comercial em outubro (US\$ 8,96 bilhões), acumulando em 12 meses um valor acima de US\$ 91 bilhões, o que tem ajudado a valorizar nossa moeda frente ao dólar e consequentemente também reduzir possíveis pressões inflacionárias.

Por outro lado, as preocupações com a política fiscal do Governo voltaram a aumentar. As declarações do presidente Lula sobre o não contingenciamento de gastos em investimentos e obras para o próximo ano colocou em risco os esforços da Fazenda para a arrecadação de receitas necessárias à redução do déficit esperado para 2024. A meta atual estipulada no arcabouço fiscal de déficit zero para o próximo exercício tem chance agora de ser alterada para uma perda de 0,5%, o que evitaria a necessidade de cortes nos gastos citados acima.

O afrouxamento das condições do arcabouço antes mesmo do início de sua execução tende a reduzir o espaço para o corte dos juros internos ao longo dos próximos anos, pois aumenta a incerteza sobre nossas contas públicas e consequentemente, acrescenta mais prêmio de risco sobre nossos juros futuros.

Sendo assim, o Ibovespa acompanhou o fraco desempenho das bolsas mundiais no período e encerrou outubro com queda de -2,9% em reais e de -3,6% em dólar.

Esperamos que o Executivo e o Legislativo continuem envidando esforços para o cumprimento do arcabouço fiscal sem mudanças em sua espinha dorsal. A perseguição de uma estabilização futura em nosso nível de endividamento é condição básica para aproveitarmos o ótimo momento vivenciado pelo Brasil comparativamente ao resto do mundo.

Além de ativos em bolsa de qualidade e preços depreciados (relação P/L 2024 de 7,4x, contra uma média história de 11x), estamos a frente dos demais mercados de 1º mundo com relação à política monetária. Gastamos menos na pandemia, começamos a subir os juros antes e já estamos num processo de cortes com boas perspectivas de desinflação para os dois próximos anos.

Ainda temos uma taxa de juros real bastante atrativa comparativamente e acreditamos que o Brasil possa se tornar a “bola da vez”, pois atualmente existem poucas opções de investimento entre os emergentes. Rússia, Índia e China e outros mercados seguem enfrentando dificuldades econômicas, enquanto temos uma economia verde que certamente atrairá bastante capital externo durante os próximos anos. Só precisamos fazer o básico e o certo. Reformas estruturantes como a recente tributária, em vias de aprovação, assim como as já em vigor (previdenciária e trabalhista) certamente facilitarão um melhor desenvolvimento/ produtividade do país ao longo da próxima década.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% OUT/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-3,09	1,63	-8,79	615,57
IBOVESPA	-2,94	3,11	-2,49	154,37

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% OUT/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,00	0,05	0,05	42,85
Large Caps	-0,14	2,75	1,37	265,72
Mid Caps	-2,69	1,62	-4,17	533,24
Small Caps	-0,09	-1,00	-4,11	36,23
Custos	-0,17	-1,79	-1,93	-262,46
Total	-3,09	1,63	-8,79	615,57

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

Em outubro, o Rio Ações FIA apresentou uma desvalorização de -3,09%, enquanto seu benchmark apresentou queda de -2,94%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Inter BDR (+0,81%), JBS ON (+0,49%) e Vale ON (+0,24%). Já as maiores contribuições negativas vieram das performances de Hapvida ON (-0,85%), Grupo Mateus ON (-0,72%), Cyrela ON (-0,50%) e Rede D'or ON (-0,41%).

O portfólio do fundo segue balanceado entre companhias de maior liquidez correlacionadas com o mercado externo e várias outras com atuação interna. Estamos aumentando a concentração da carteira, optando por liquidar posições que se encontravam com representatividade menor. Entendemos o momento como positivo para a bolsa brasileira durante os próximos anos e assim iniciamos um processo de redução do número de ativos e de aumento do peso de empresas que em nossa visão possuem uma maior assimetria de retorno para o médio prazo. JBS e Eletrobras foram os principais incrementos de participação no portfólio durante o mês de outubro.

A decisão de aumentar a posição em JBS foi baseada na tese de que seus resultados para 2024 deverão apresentar melhora em relação ao ano corrente. Além disso, com a listagem da JBS na Bolsa de Nova York, prevista para o início do próximo ano, acreditamos que há muito valor a ser destravado pós-IPO. A JBS possui um desconto próximo de 40% para grandes empresas americanas do setor na comparação de múltiplos EV/Ebitda. Devido à sua diversificação geográfica mundial e relevância no mercado americano, a listagem nos EUA deverá reduzir no médio prazo essa grande diferença entre múltiplos de mercado. Como exemplo, dado que o EV é composto por valor de mercado + dívida líquida, um fechamento de 5% no desconto atual, significaria uma valorização acima de 15% nas ações de JBS, uma assimetria bastante significativa para este ativo. Além disso, é uma companhia

que representa a importância do Brasil como grande fonte de produção de alimentos para o mercado global, uma demanda que só tende a crescer no futuro próximo.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% OUT/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	0,63	11,05	10,23	419,09
<i>VS. CDI</i>	<i>62,98</i>	<i>100,30</i>	<i>76,24</i>	<i>102,36</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% OUT/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,99	11,18	13,21	435,62
Trading	0,11	-0,45	-0,60	74,00
Long/Short	-0,03	0,04	0,05	3,49
Stock Picking (best ideas)	-0,25	2,33	-0,04	20,64
Custos	-0,18	-2,04	-2,39	-114,67
Total	0,63	11,05	10,23	419,09

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% OUT/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	0,45	12,95	9,31	123,26
<i>VS. CDI</i>	<i>45,51</i>	<i>117,51</i>	<i>69,41</i>	<i>107,71</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% OUT/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,97	11,20	12,89	122,26
Trading	0,20	-0,86	-1,04	33,22
Long/Short	-0,06	0,07	0,10	2,77
Stock Picking (best ideas)	-0,48	4,67	-0,25	8,56
Custos	-0,18	-2,14	-2,39	-43,54
Total	0,45	12,95	9,31	123,26

início: 30/12/2014

No período em análise, o Rio Arbitragem FIM apresentou ganho de +0,63% e valorização acumulada de +10,23% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +0,45% em outubro e retorno positivo de +9,31% em sua janela móvel anual.

Na estratégia **Trading**, mantivemos a compra de bolsa Brasil em dólar, de acordo com a expectativa de um cenário favorável para os ativos de risco brasileiros no médio prazo (forte desconto do P/L do Ibovespa comparativamente aos demais mercados, sejam emergentes

ou de 1º mundo, num momento em que o Brasil já iniciou seu ciclo de flexibilização monetária).

Com o ciclo de alta dos juros americanos próximo do fim, uma redução nas taxas futuras de seus títulos de longo prazo abriria espaço para boa valorização dos ativos de risco do ponto de vista global. Como já citamos anteriormente, neste contexto o Brasil pode se destacar sob a ótica do fluxo de investimentos externos.

Também seguimos vendidos em S&P futuro, com a expectativa de manutenção da taxa de juros americanas em patamares máximos até pelo menos o primeiro semestre de 2024. Com níveis de múltiplos onde são negociadas suas ações acima da média histórica e oferecendo atualmente baixo prêmio de risco, principalmente numa comparação mundial, esta venda parece ser um bom *hedge* para nossa posição comprada em Brasil.

Na estratégia **Stock Picking**, nossos principais investimentos permanecem correlacionados 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 grandes descontos em bolsa em relação aos seus respectivos valores intrínsecos.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,11%);

Destaque positivo: venda de S&P futuro (+0,37%);

Destaque negativo: compra de Ibovespa em dólar (-0,28%);

- Long x Short (-0,03%);

Destaque negativo: compra de ITSA PN X venda de ITUB PN (-0,05%);

- Stock Picking (-0,25%);

Destaque positivo: compra de INBR BDR (+0,78%);

Destques negativos: compras de SMAL11 (-0,43%), GMAT ON (-0,13%), HAPV ON (-0,12%), SOMA ON (-0,09%) e VVEO ON (-0,09%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (+0,20%);

Destaque positivo: venda de S&P futuro (+0,74%);

Destaque negativo: compra de Ibovespa em dólar (-0,56%);

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

Destaque negativo: compra de ITSA PN X venda de ITUB PN (-0,10%);

- Stock Picking (-0,48%);

Destaque positivo: compra de INBR BDR (+1,59%);

Destques negativos: compras de SMAL11 (-0,86%), GMAT ON (-0,27%), HAPV ON (-0,22%), SOMA ON (-0,17%) e VVEO ON (-0,17%);

Equipe Rio Gestão de Recursos