

Relatório de Gestão – Setembro/2023

Durante o mês de setembro, as posturas mais cautelosas dos Bancos Centrais nos Estados Unidos e Europa, indicando que as taxas de juros serão mantidas em níveis elevados por um período maior (*higher for longer*) aumentaram a aversão ao risco no mundo.

Nos Estados Unidos, o FED decidiu manter a taxa de juros inalterada no patamar de 5,25% a 5,50% a.a.. Entretanto, sinalizou em seu comunicado que poderá haver mais um aumento ainda neste ano e que a política de juros restritivos deverá ser mantida por mais tempo ao longo de 2024.

Além disso, destacou que a atividade tem se mostrado mais forte e resistente do que o esperado e que ainda não há confiança de terem chegado ao nível adequado de aperto monetário. A projeção para a taxa de desemprego foi reduzida para 3,8% enquanto o crescimento do PIB para 2023 foi revisada para cima (+2,1%) aumentando a pressão sobre a inflação. Assim, poucos cortes passam a ser previstos para a taxa de juros americana durante o próximo ano, gerando revisões negativas na valorização esperada de curto/ médio prazo para as bolsas de valores mundiais.

Como destacamos em nossa carta de agosto, o governo americano vem enfrentando um crescente problema fiscal, num momento em que tanto os gastos quanto a carga de juros têm avançado e a arrecadação se contraído, levando sua dívida pública a alcançar seu maior valor histórico, atualmente em US\$ 33 trilhões. O déficit fiscal dos EUA deverá encerrar 2023 em torno de 6,5% do PIB, com o país apresentando grande necessidade de financiamento de curto/ médio prazo através da emissão de títulos públicos. Como exemplo, a China cresce menos atualmente e adquire um volume menor desses ativos, ajudando a aumentar o desequilíbrio entre oferta e demanda de papéis do tesouro americano. A consequência imediata são taxas de juros negociando em níveis ainda mais elevados.

Com isso, os *treasuries yields* de 10 anos dos EUA subiram para 4,65% a.a., chegando a ultrapassar 4,80% já no início de outubro, máxima dos últimos 16 anos. Com a renda fixa americana mais atrativa para os investidores, temos uma tendência de valorização do dólar no mundo, o que acaba afetando negativamente o desempenho das bolsas globais e dos ativos de países emergentes. O S&P 500 apresentou queda de 4,9%, o Dow Jones desvalorizou-se em 3,5% e a Nasdaq obteve seu pior desempenho mensal no ano, com perda de 5,8%.

Na Europa, o BoE da Inglaterra optou por manter as taxas de juros em 5,25% a.a. após 14 aumentos consecutivos iniciados em dezembro de 2021, com dados de inflação vindo abaixo do esperado no Reino Unido.

Já na Zona do Euro, o Banco Central Europeu elevou seus juros em mais 0,25%. O décimo aumento consecutivo levou a taxa a atingir 4,0% ao ano, o patamar mais elevado desde a

criação do Euro em 1999. A presidente do BCE sinalizou que provavelmente o ciclo de aperto monetário foi encerrado, mas reafirmou que a taxa restritiva deverá ser mantida por longo período para alcançar o controle da inflação. Os dados recentemente divulgados vieram mais fracos do que o esperado e corroboraram com a provável pausa no aperto monetário da região. A taxa anual de inflação ao consumidor desacelerou para 4,3% em setembro, abaixo da expectativa de 4,8%.

Na China, o governo local anunciou novas medidas para reaquecer a demanda doméstica e ajudar o setor imobiliário, que continua a enfrentar sérios problemas. Entre as medidas anunciadas em setembro estão (isenções tributárias na construção de habitações populares, abertura de zonas de livre comércio e o relaxamento de regras para investimento estrangeiro direto em empresas chinesas). Além dessas medidas, o Banco do Povo da China reduziu a taxa de compulsório em 0,25%, visando aumentar a liquidez do sistema bancário e assim estimular o crescimento econômico do país.

Do lado positivo, os dados de produção medidos pelo governo chinês vieram mais fortes do que o esperado e retornaram para a faixa de expansão após 6 meses de contração. O PMI industrial oficial subiu de 49,7 em agosto para 50,2 em setembro. O setor de serviços registrou crescimento de 50,9 pontos. Embora a Fitch tenha reduzido a previsão de seu crescimento para 4,8% em 2023, o país espera superar a meta estabelecida de crescer 5% neste ano.

Internamente, o Bacen anunciou novo corte de juros de 0,5%, levando a taxa Selic para 12,75% ao ano. A Ata do Copom manteve a expectativa de novos cortes da mesma magnitude nas próximas reuniões e afirmou que uma aceleração no ritmo de afrouxamento monetário só seria viável com uma melhora nos fundamentos da dinâmica inflacionária e ancoragem das expectativas. O Comitê voltou a apontar o risco fiscal existente em nossas contas públicas e sustentou a necessidade do governo em perseguir a meta de zerar o déficit primário em 2024. A abertura dos juros nos EUA e a recente alta do petróleo são outros pontos que deverão ser observados no detalhe durante os meses seguintes.

O IPCA de agosto registrou um aumento de 0,23% em relação ao mês anterior, ficando abaixo das expectativas do mercado. No acumulado do ano a inflação está em 3,23% e na janela de 12 meses em 4,61%. A inflação de serviços, o principal item a ser monitorado pelo Bacen, segue em lenta desaceleração. Na janela anual, a cesta de serviços acumula alta de 5,43%, com elevação de apenas 0,08% no mês em análise.

Por outro lado, a arrecadação federal de agosto apresentou queda pelo 3º mês consecutivo (4,14% inferior quando comparada ao mesmo período do ano anterior), dificultando ainda mais o atingimento da meta de déficit zero em 2024.

No lado político houve uma aproximação do centrão com o governo após o bloco ter negociado o controle de novos ministérios, o que deve facilitar a aprovação de diversas

medidas esperadas pelo executivo com o intuito de aumentar a receita. São esperadas para outubro a aprovação de algumas delas (taxação dos fundos offshore/exclusivos), além da própria reforma tributária.

O Ibovespa terminou setembro com leve alta de +0,71%, acumulando ganhos de +6,22% no ano. Em dólar, a queda no mês foi de apenas -0,71% contra perdas de -2,81% para os mercados emergentes e de -4,87% para o S&P 500, o que mostra o bom comportamento de nossos ativos de risco mesmo diante de um cenário externo turbulento de curto prazo.

O fato de o Brasil ter começado seu ciclo de aperto antes do 1º mundo e agora já estar em fase de flexibilização monetária enquanto as principais economias ainda se encontram em final de ajuste, começa a fazer diferença no comportamento de nosso mercado acionário, extremamente descontado globalmente sob a ótica de *valuation*. O Ibovespa segue negociando em um múltiplo de Preço/Lucro próximo de 7,7x, ainda bem abaixo de sua média histórica de 11x e dos múltiplos das principais bolsas mundiais.

Vale ressaltar também as diversas surpresas positivas que temos observado em nossa balança comercial durante 2023, com estimativa de fechar o ano com saldo de US\$ 93 bilhões, um recorde histórico para o país. Esse fato tende a favorecer um melhor comportamento de nossa moeda mesmo num momento em que o dólar se valoriza mundialmente, o que pode ser bastante positivo para a convergência de nossa inflação no médio prazo.

A 2ª linha da bolsa brasileira acabou sendo mais prejudicada que a 1ª linha no desempenho de setembro (queda de -2,84% no mês e alta de +5,06% no ano). Enquanto as commodities tem maior peso na composição do Ibovespa, o índice de small caps (SMLL) possui grande parte de sua carteira composta por empresas com atuação na economia interna e com características de maior crescimento. Portanto, esta classe de ações acabou sendo mais penalizada pela abertura das taxas de juros nos EUA e, por consequência, no próprio país.

Mesmo diante deste cenário de incertezas, seguimos construtivos com os ativos locais. O crescimento do PIB brasileiro segue surpreendendo e o ciclo de cortes de juros deverá gerar impactos positivos para nossa economia, principalmente para as empresas listadas de grande qualidade e enorme capacidade de consolidação em seus segmentos de atuação.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% SET/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-0,81	4,87	-0,04	638,40
IBOVESPA	0,71	6,22	8,27	162,06

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% SET/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,01	0,04	0,05	42,82
Large Caps	0,88	2,90	4,11	266,77
Mid Caps	-1,56	4,45	1,15	553,13
Small Caps	0,04	-0,91	-3,30	36,87
Custos	-0,17	-1,61	-2,06	-261,18
Total	-0,81	4,87	-0,04	638,40

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

Em setembro, o Rio Ações FIA apresentou uma desvalorização de -0,81%, enquanto seu benchmark apresentou alta de +0,71%.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Petrobrás PN (+0,85%), Vale ON (+0,39%), Hapvida ON (+0,35%) e Sabesp ON (+0,20%). Já as maiores contribuições negativas vieram das performances de Lojas Renner ON (-0,54%), Cyrela ON (-0,45%) e Rede D'or ON (-0,35%).

O portfólio do fundo segue balanceado entre companhias de maior liquidez correlacionadas com o mercado externo e várias outras com atuação interna. A performance no mês é facilmente explicada pelo bom comportamento da parte ligada às *commodities* e mais presentes no Ibovespa e pelo fraco comportamento de setores vinculados à nossa economia e mais presentes no índice de small caps (SMLL).

Optamos no período por tornar a carteira de ações um pouco mais defensiva. Posições em empresas com atuação interna e mais alavancadas financeiramente (elevados índices de Dívida Líquida/Ebitda) foram liquidadas, casos de LOG Commercial Properties ON e de Pão de Açúcar ON. Estas são ações mais sensíveis ao fenômeno mundial de abertura de juros que presenciamos em setembro. Em função do mau desempenho no ano e de uma menor visibilidade de melhora de margens e crescimento de lucros para 2024, também vendemos nossa posição residual em Petz ON.

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% SET/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	0,84	10,36	10,81	415,85
<i>VS. CDI</i>	<i>86,51</i>	<i>104,39</i>	<i>80,06</i>	<i>102,83</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% SET/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,00	10,09	13,38	430,51
Trading	0,73	-0,57	-0,42	73,45
Long/Short	-0,02	0,07	0,09	3,66
Stock Picking (best ideas)	-0,70	2,60	0,14	21,95
Custos	-0,18	-1,84	-2,38	-113,72
Total	0,84	10,36	10,81	415,85

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% SET/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	0,83	12,44	10,25	122,25
<i>VS. CDI</i>	<i>84,92</i>	<i>125,35</i>	<i>75,91</i>	<i>108,84</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% SET/23	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	1,00	10,10	13,12	120,09
Trading	1,46	-1,09	-0,67	32,76
Long/Short	-0,03	0,14	0,18	2,91
Stock Picking (best ideas)	-1,39	5,21	0,03	9,62
Custos	-0,21	-1,93	-2,41	-43,13
Total	0,83	12,44	10,25	122,25

início: 30/12/2014

No período em análise, o Rio Arbitragem FIM apresentou ganho de +0,84% e valorização acumulada de +10,81% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou alta de +0,83% em setembro e retorno positivo de +10,25% em sua janela móvel anual.

Continuamos com as mesmas posições estruturais em carteira. 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).

Também seguimos vendidos em S&P futuro, função da probabilidade crescente de mais um aumento nos juros americanos e a manutenção de uma taxa terminal nas máximas até pelo menos o primeiro semestre de 2024. Desta forma, os atuais níveis de múltiplos onde são negociadas suas ações (acima da média histórica), não parecem justificáveis. Existem expectativas de uma menor lucratividade das empresas que compõem o índice para 2024, dado que na média são companhias alavancadas em termos de dívida e que enfrentarão maiores despesas financeiras por um maior período.

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 do país. Além disso, possuem os maiores descontos em relação aos seus respectivos valores intrínsecos.

Destaque por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,73%);

Destaque positivo: venda de S&P futuro (+0,81%);

Destaque negativo: compra de Ibovespa em dólar (-0,13%);

- Long x Short (-0,02%);

Destaque negativo: compra de ITSA PN + BBDC4 PN X venda de ITUB PN (-0,02%);

- Stock Picking (-0,70%);

Destques positivos: compras de ZAMP3 (+0,05%) e HAPV3 (+0,03%);

Destques negativos: compras de PGMN3 (-0,22%), SMAL11 (-0,15%), LREN3 (-0,10%) e VVEO3 (-0,10%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (+1,46%);

Destaque positivo: venda de S&P futuro (+1,60%);

Destaque negativo: compra de Ibovespa em dólar (-0,26%);

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

Destaque negativo: compra de ITSA PN + BBDC4 PN X venda de ITUB PN (-0,03%);

- Stock Picking (-1,39%);

Destques positivos: compras de ZAMP3 (+0,11%) e HAPV3 (+0,06%);

Destques negativos: compras de PGMN3 (-0,43%), SMAL11 (-0,30%), LREN3 (-0,19%) e VVEO3 (-0,18%);

Equipe Rio Gestão de Recursos

