

Relatório de Gestão – Setembro/2024

Os principais acontecimentos que marcaram o mês de setembro foram o anúncio de um grande pacote de incentivos para a economia chinesa por parte de seu governo e a confirmação do início do ciclo de flexibilização monetária nos Estados Unidos.

O FED optou por iniciar o ciclo com um corte de juros de 0,5%, uma redução mais intensa do que os 0,25% esperados, levando a taxa para a faixa de 4,75%-5,00% a.a.. A decisão foi praticamente unânime, com apenas 1 integrante do comitê tendo votado por uma queda de 0,25%. As sinalizações por enquanto são de mais 2 cortes de 0,25% nas 2 próximas reuniões até o fim do ano.

O corte agressivo poderia ter gerado um desconforto com a possibilidade do BC americano estar preocupado com uma desaceleração da economia além do desejado. Mas em suas declarações, os dirigentes do FOMC explicaram que a decisão foi tomada devido à economia continuar em um bom ritmo de crescimento, a inflação se mostrar em queda e convergindo para a meta, onde o foco atual encontra-se em manter o mercado de trabalho aquecido.

Também afirmaram que a magnitude das próximas quedas continuará a depender dos dados econômicos e que o comitê não está com pressa para cortar mais os juros com a mesma intensidade. Uma abordagem mais tranquila reforçou a percepção de que a economia está dentro da estratégia de um pouso suave e afastou o receio do país enfrentar uma recessão no horizonte de tempo analisado.

Este cenário manteve o tom positivo para as bolsas americanas, que fecharam o mês apresentando ganhos, com o Dow Jones subindo +1,8%, o S&P +2,0% e a Nasdaq valorizando-se em 2,7%. Vale ressaltar que tanto o S&P quanto a Nasdaq, que possuem percentual de suas carteiras ligadas à tecnologia, já sobem mais de 20% no ano.

Na Zona do Euro, o Banco Central da região também optou por reduzir os juros. O corte de 0,25% levou as taxas para 3.5% ao ano. Os dirigentes do BCE reconheceram que a recuperação econômica da região está enfrentando maiores dificuldades do que o previsto.

O nível da atividade manufatureira atingiu o menor valor em nove meses, com o PMI recuando para 45 em setembro. Com isso, novos cortes de juros são esperados nas próximas reuniões. Em uma mudança de postura, o Banco Central Europeu sinalizou que não vai esperar que inflação retorne à meta de 2% para seguir com novos cortes nas taxas, além de afirmar que a região precisa ser capaz de inovar para continuar a ser competitiva globalmente.

Na China, a grave crise imobiliária, o fraco consumo interno e as pressões deflacionárias levaram o governo local a anunciar impactantes medidas para enfrentar as dificuldades econômicas e tentar alcançar a meta de crescimento anual de 5%.

Dentre as diversas medidas adotadas para impulsionar o consumo e tentar reaquecer o setor imobiliário, o banco central chinês realizou cortes nas taxas de juros de curto prazo e reduziu a taxa de compulsório dos bancos. Além disso, foi autorizado o refinanciamento das hipotecas existentes, também através de juros menores.

As medidas de apoio à economia foram consideradas as mais importantes desde a pandemia e ajudaram a impulsionar os índices de ações chinesas de forma abrupta durante o fim de setembro e início de outubro.

Internamente, vivemos um cenário complexo em relação às incertezas fiscais, economia aquecida, novas pressões inflacionárias e o aumento da dívida bruta do país. Mesmo com o desempenho positivo das principais bolsas americanas e a esperada queda dos juros nos EUA, não conseguimos ter um mês de bons resultados para nossos ativos de risco, com o Ibovespa tendo queda de 3,08% no mês.

O Banco Central decidiu iniciar um novo ciclo de restrição monetária em decisão unânime. A taxa Selic foi aumentada em 0,25%, passando para 10,75% a.a.. Em sua ata, o Copom justificou a alta indicando que o mercado de trabalho e a atividade econômica estão mais aquecidos do que o esperado e desta forma tornam mais desafiador o processo de convergência da inflação à meta. Com este cenário, as projeções para o ciclo de alta de juros têm sido revisadas para cima, onde a elevação da Selic deverá atingir o patamar de 12% a.a. durante as próximas reuniões do COPOM.

Na parte fiscal, houve decepção com a divulgação do relatório bimestral de receitas e despesas do governo. O mercado esperava uma nova contenção da ordem de R\$ 8 bi, mas ao invés disso, o resultado líquido do relatório apontou um incremento de R\$ 1,7 bi em despesas, com a liberação de gastos que haviam sido bloqueados.

As estimativas apontam para que mais de R\$ 40 bilhões de despesas não estejam sendo consideradas dentro das regras do arcabouço fiscal. Os gastos com as catástrofes climáticas e com o pagamento de precatórios estão fora das regras fiscais e devem elevar o déficit real total deste ano para próximo de 70 bilhões de Reais. Mesmo que o governo entregue o resultado oficial no limite inferior da meta fiscal de R\$ 28,8 bi, o impacto no crescimento da dívida pública, que é o que realmente interessa, será bem maior.

Já no início de outubro ocorreu uma surpresa positiva para os nossos ativos de risco, com a elevação do rating do país pela agência de classificação de risco Moody's, que deixou o Brasil a apenas um nível abaixo do grau de investimento. Mas vale observar que os fundos de pensão estrangeiros investem apenas em países com grau de investimento concedido por pelo menos duas das três principais agências de classificação de risco mundiais. Esta elevação da classificação de risco neste momento não nos pareceu fazer muito sentido por toda a situação fiscal anteriormente explicitada.

Apesar do impacto negativo ocorrido em setembro na bolsa brasileira, o início do ciclo de afrouxamento monetário nos EUA e algum processo de recuperação ainda esperado para a economia chinesa deverá gerar algum tipo de recuperação para nossas ações. O contraponto é 100% interno, dado que entramos num curto período de elevação da Selic, gerando certo impacto sobre o crédito e sobre as receitas das empresas e ao mesmo tempo criando sérias dificuldades para as companhias com excesso de dívidas.

Desta forma, achamos que a boa performance de um fundo de ações estará 100% correlacionada à escolha fundamentalista dos ativos. Empresas líderes em seus mercados de atuação, com receitas resilientes e pouco alavancadas do ponto de vista financeiro tenderão a gerar retornos consistentes para seus acionistas no curto e médio prazo. Lembramos que parte relevante das ações do Brasil continua a negociar em patamares bem descontados em comparação à sua média histórica, gerando assimetrias de retorno enormes a frente.

A saída do fluxo de capital dos multimercados e dos fundos de ações e a migração dos investimentos de pessoas físicas e jurídicas para a chamada renda fixa é um claro exemplo de distorção nos mercados. Com a repetição deste movimento, as ações têm ficado cada vez mais descontadas enquanto no crédito, o excesso de demanda por este tipo de operação tem gerado emissões com retornos muito baixos e incompatíveis com o risco embutido.

Como exemplo, citamos a diferença de retorno verificada atualmente entre as ações de diversos setores em relação ao crédito corporativo. Enquanto as emissões de dívidas de empresas pertencentes aos setores regulados (shoppings, concessões, energia elétrica, saneamento) estão oferecendo um retorno de IPCA + 6,5% a.a. em média, muito próximas do risco Brasil e sem grandes prêmios, suas ações, que também possuem contratos corrigidos por inflação, apresentam retornos médios próximos de IPCA + 13% a.a.. Claramente temos dois preços bem distintos para um mesmo ativo.

Portanto, entendemos não fazer muito sentido alocar capital em diversas operações de crédito privado neste momento com taxas de retorno praticamente sem prêmio em relação às aplicações consideradas conservadoras, como o próprio Tesouro Direto. Para o cliente obter ganhos maiores, ele terá que optar por empresas com dívidas elevadas, aumentando em muito seu risco, dado que estes ativos possuem alta probabilidade de falência. Nestes casos, as perdas serão relevantes, podendo atingir até 100% do investimento realizado. Várias empresas têm entrado neste processo de recuperação judicial recentemente e este movimento tende a crescer com o aumento de nossos juros durante os próximos meses.

Acreditamos que os movimentos já deveriam estar ocorrendo no sentido contrário, retornando do crédito de relação retorno/ risco ruim para o mercado acionário, mas ainda não é o que acontece. O único fluxo na Bolsa que tem atuado nesta direção é o de recompra de ações, com valor positivo de R\$ 18 bilhões no ano. 53 empresas abriram programas de

recompra, um recorde recente, se beneficiando da divergência entre os spreads citados anteriormente.

As companhias bem geridas, com baixo endividamento, têm aproveitado o momento favorável para emitir dívidas com baixas taxas de retorno e assim usado estes recursos para recomprar suas próprias ações, com elevadas expectativas de valorização. Este movimento aumenta ainda mais a taxa de retorno final destes acionistas, que já era bastante elevada antes desta arbitragem. A recompra de grandes quantidades de ações com seu posterior cancelamento significa maiores dividendos futuros para os acionistas destas empresas, num claro alinhamento entre seus investidores e seus gestores. É do lado destes empresários que queremos estar.

Gestão do portfólio (Rio Ações FIA)

Ações				
FUNDO	% SET/24	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-5,50	-1,03	18,96	747,22
IBOVESPA	-3,08	-1,77	16,22	196,35
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% SET/24	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,00	0,05	0,09	43,45
Large Caps	-1,60	0,58	10,98	337,89
Mid Caps	-3,21	1,28	11,42	616,18
Small Caps	-0,55	-1,36	-1,07	28,53
Custos	-0,15	-1,59	-2,46	-278,83
Total	-5,50	-1,03	18,96	747,22

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

Em setembro, o Rio Ações FIA apresentou desvalorização de -5,50%, enquanto seu benchmark obteve queda de -3,08%. Nos últimos 12 meses, o fundo apresenta ganho de 18,96% contra alta de 16,22% do Ibovespa.

As principais contribuições positivas ponderadas pelos seus respectivos pesos em carteira ficaram por conta do desempenho de Lojas Renner ON (+0,44%), Vale ON (+0,41%) e Itausa PN (+0,15%). As contribuições negativas no mês vieram das performances de Inter BDR (-1,61%), Petrobras PN (-0,86%), JBS ON (-0,54%), Brava Energia ON (-0,40%) e Cyrela ON (-0,38%).

Gestão do portfólio (Multimercados)

Trading				
FUNDO	% SET/24	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ARBITRAGEM FIM	-0,93	0,06	6,92	445,10
<i>VS. CDI</i>	<i>-111,87</i>	<i>0,77</i>	<i>63,21</i>	<i>96,74</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% SET/24	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,83	7,73	11,06	487,40
Trading	0,05	-4,31	-4,18	50,96
Long/Short	0,06	-0,02	-0,15	2,86
Stock Picking (best ideas)	-1,72	-1,73	2,50	29,50
Custos	-0,16	-1,60	-2,32	-125,62
Total	-0,93	0,06	6,92	445,10

início: 24/05/2006

Trading				
FUNDO	% SET/24	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO ABSOLUTO FIM	-2,53	-6,06	4,18	126,08
<i>VS. CDI</i>	<i>-303,35</i>	<i>-75,92</i>	<i>38,21</i>	<i>92,86</i>
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% SET/24	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,83	7,39	11,06	144,30
Trading	0,07	-8,61	-9,16	11,91
Long/Short	0,13	-0,05	-0,31	2,22
Stock Picking (best ideas)	-3,48	-3,23	5,07	16,23
Custos	-0,08	-1,56	-2,49	-48,58
Total	-2,53	-6,06	4,18	126,08

início: 30/12/2014

No mês em análise, o Rio Arbitragem FIM apresentou perda de -0,93% e valorização acumulada de +6,92% ao longo dos últimos 12 meses. Já o Rio Absoluto FIM apresentou queda de -2,53% em setembro e retorno positivo de +4,18% em sua janela móvel anual.

Seguimos sem mudanças relevantes em nosso posicionamento na estratégia **Trading** e continuamos com a posição comprada na bolsa brasileira (em dólar), função de um desconto ainda relevante de seu *valuation* na comparação com os mercados de 1º mundo.

Com o início do ciclo de corte de juros por parte do FED, esperamos que ocorra certo retorno do capital estrangeiro para os países emergentes. O Brasil pode se beneficiar deste fluxo mesmo diante das incertezas fiscais enfrentadas atualmente.

Permanecemos vendidos em S&P futuro, devido aos seus múltiplos continuarem a negociar bem acima de sua média histórica. Parte deste movimento de valorização contínua tem relação com a tese da IA, que pode estar superestimada e não se comprovar no médio prazo, apresentando atualmente níveis pesados de investimentos com retornos altamente questionáveis.

Na estratégia **Stock Picking**, mantivemos o foco em companhias com atuação interna e que deverão ser beneficiadas por um maior crescimento de nossa economia.

Destques por Estratégia

1) Rio Arbitragem FIM

- Trading (+0,05%);

Destaque positivo: compra de Ibovespa em dólar (+0,24%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-0,27%);

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

Destaque positivo: compra de ITSA4 X venda de ITUB4 (+0,09%);

- Stock Picking (-1,72%);

Destques negativos: compra de INBR32 (-0,74%), SMAL11 (-0,41%), KRSA3 (-0,15%) e ZAMP (-0,09%);

2) Rio Absoluto FIM

- Trading (+0,07%);

Destaque positivo: compra de Ibovespa em dólar (+0,43%);

Destaque negativo: venda de S&P futuro (-0,52%);

- Long x Short (+0,13%);

Destaque positivo: compra de ITSA4 X venda de ITUB4 (+0,18%);

- Stock Picking (-3,48%);

Destques negativos: compra de INBR32 (-1,50%), SMAL11 (-0,85%), KRSA3 (-0,30%) e ZAMP (-0,17%);

Equipe Rio Gestão de Recursos

