

Agosto
2020



Estratégias Rio Bravo

Exclusivamente para uso institucional

Por ora sob controle

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

O mês de agosto foi dominado por debates fiscais de altíssima octanagem política e de resultados surpreendentes. Muitos se apressaram em enxergar, entre as principais consequências da pandemia, um retorno convicto ao keynesianismo desenvolvimentista e a atuações mais pesadas do Estado na economia. Riscos fiscais e de reaceleração inflacionária pareciam adquirir proporções de catástrofe. Porém, não foi bem o que se observou, por ora.

O exame dos acontecimentos e decisões em torno dos principais tópicos fiscais do mês de agosto – o destino do Teto de Gastos, do ministro Paulo Guedes e do Auxílio Emergencial – deixa claro que o traço comum, e o aspecto mais proeminente do que se passou em cada um desses embates, foi a hesitação e o medo das consequências.

O que parecia ser um mergulho no velho juscelinismo – a julgar pelo vaticínio de muitos analistas políticos e pelo fatalismo de muitos economistas experientes – acabou sendo um grande impasse no qual, de forma pouco comum para a tradição histórica brasileira, a opção heterodoxa não foi vitoriosa, ao menos por ora.

Não há muita novidade nas tensões em torno do Teto de Gastos, pois, sabidamente, a Emenda Constitucional n. 95/2016 encomendava para o futuro a exata natureza da redução nas despesas

obrigatórias para que o gasto efetivo se mantivesse consistente com o Teto.



Não há muita novidade nas tensões em torno do Teto de Gastos

Tal como outras emendas constitucionais de equilíbrio orçamentário observadas mundo afora, a dificuldade do mecanismo da EC95 consiste justamente em, com o tempo, trabalhar com o Legislativo as outras obrigações constitucionais referentes a despesas obrigatórias de forma a fazer a trajetória temporal do gasto público voltar à sustentabilidade.

Claramente, a reforma previdenciária não foi suficiente e a pandemia agudizou o problema.

Outro assunto que está longe de ser novo é a oposição entre o ministro da Economia, comprometido com o equilíbrio fiscal, e um ou outros ministros setoriais oferecendo ao presidente da República um contraponto.

O assunto aqui é um clássico, a primeira das chamadas “leis do Kafka”, intitulada “do comportamento discrepante”, no famoso ensaio de Roberto Campos, era assim:

| Roberto Campos “A técnica e o riso” Rio de Janeiro, APEC, 1976, p. 32



Independentemente dos homens e suas intenções, sempre que o Ministério da Fazenda se entrega à austeridade financeira, o Banco do Brasil escancara os cofres.¹

As funções variaram no tempo, como se sabe. O papel do gastador já coube ao Ministério do Planejamento, ou o do Desenvolvimento, que, inclusive, deixaram de existir, absorvidos pelo ministério da Economia. Mas a encrenca não desapareceu. Os personagens das arengas do passado foram gente do quilate de Mario Henrique Simonsen e Pedro Malan, do lado ortodoxo, e, do outro, gente como Delfim Netto e José Serra.

Paulo Guedes defende as cores ortodoxas em nossos dias, e no papel de coronel das hostes gastadoras está o ministro do Desenvolvimento Regional, Rogério Marinho, um político do Rio Grande do Norte, ex-ocupante da secretaria especial de Previdência do ministério da Economia, o que seria equivalente ao antigo ministério da Previdência.

A propósito desse embate vale lembrar:

O que não cessa de intrigar, todavia, é entender as razões pelas quais tantos presidentes, em circunstâncias tão diferentes, sempre obedecerem à máxima de manter pontos de vista opostos para dentro da área econômica, como se quisessem incentivar a discórdia – eis o paradoxo. A explicação é simples: o presidente tem que ter opções... Os presidentes não podem dar-se o luxo de idealismos

nesses assuntos, pois o mercado pode lhes exigir um tiro para um lado ou para o outro, portanto, é melhor estar preparado, como um monarca shakespeariano, para livrar-se dos dois. É verdade, também, que todos os presidentes querem ser Juscelino Kubitschek, mas esta possibilidade já não está disponível.²

As rusgas entre Guedes e Marinho, e seus respectivos apoiadores, encheram o noticiário nas últimas semanas. O ministro Guedes mostrou enorme resiliência e exibiu notável capacidade de transigir e de escapar quando parecia em corner. A queda do ministro da Economia assustou o mercado em diversos momentos do mês de agosto, mas não passou de ameaça.

As teorias segundo as quais Guedes era um “infiltrado liberal”, ou a expressão de um casamento arranjado entre Jair Bolsonaro e as ideias liberais, soam obsoletas diante de um compromisso reforçado entre o ministro e o projeto político de Bolsonaro: Guedes parece mais dentro do bolsonarismo do que nunca.



O ministro Paulo Guedes parece mais dentro do bolsonarismo do que nunca

2 Gustavo H B Franco “Leis secretas da economia” Rio de Janeiro, Zahar Editor, 2012, p. 157.

Nada revela com mais clareza esse novo alinhamento do que a postura do ministro no assunto do auxílio emergencial e sua transformação no programa “Renda Brasil”, absorvendo o “Bolsa Família”, com isso ameaçando o capital político do PT, especialmente na região Nordeste.

Dentre os assuntos de Banco Central vale notar que: (i) diminuíram muito as dúvidas sobre a permanência de taxas de juros muito baixas, sobretudo depois da decisão do COPOM em sua reunião do dia 4 de agosto, reduzindo a Selic de 2,25% para 2,00%. Há ocasiões em que cortes como esse fazem muita diferença; (ii) o BC iniciou muito discretamente a sua atuação na aquisição de créditos privados no figurino da EC 106/2020 (conhecida como emenda do orçamento de guerra); e (iii) o BC transferiu para o Tesouro, como resultado, nos termos de autorização do CMN, conforme previsto no art. 5 da Lei 13820/19, R\$ 325 bilhões que estavam em uma conta de reserva onde são lançados os efeitos contábeis da marcação a mercado das reservas internacionais. Ainda que se assemelhe a uma “pedalada”, o assunto não despertou maiores controvérsias, tendo em vista que a autorização em lei é expressa.

Permaneceu verdadeiro em agosto que o ritmo da economia esteve atrelado ao ritmo da pandemia. Muito se aprendeu sobre a pandemia nas últimas semanas, do mundo inteiro chegam insights sobre o que se passa em outras partes, que alternativas funcionam melhor e como as pessoas e as empresas se comportam. Há certa estabilidade no número de novos casos e de óbitos por Covid-19, os esforços de normalização, ainda que com restrições, se multiplicam em diversas regiões, e tem havido muito questionamento, mundo afora, entre outros temas, sobre a real eficácia das chamadas NPIs (Non Pharmaceutical Interventions) vis-à-vis comportamentos defensivos espontâneos da população (com grande efeito sobre a taxa de reprodução do vírus), muitos esforços em torno da vacina e muita reflexão sobre novos modos de organização do trabalho nas empresas daqui para frente.



Em agosto, o ritmo da economia permaneceu atrelado ao ritmo da pandemia

Os indicadores de atividade revelaram leituras melhores do que se esperava, possivelmente em razão das medidas de flexibilização, que muito enxergaram como prematuras, e do auxílio emergencial. O fato é que as revisões para cima nos indicadores de atividade econômica para o segundo semestre se acentuaram. O número para o PIB do segundo trimestre foi péssimo, queda de 9,7% no trimestre, um pouco pior do que o esperado, embora melhor do que as primeiras projeções em março. As surpresas negativas foram os desempenhos da agricultura, que cresceu menos do que o esperado, e do consumo do governo, que contraiu muito mais do que a expectativa. A recuperação iniciada no terceiro trimestre deve ser significativa, mas ainda haverá uma queda de aproximadamente 5% da produção em relação ao mesmo período do ano passado.



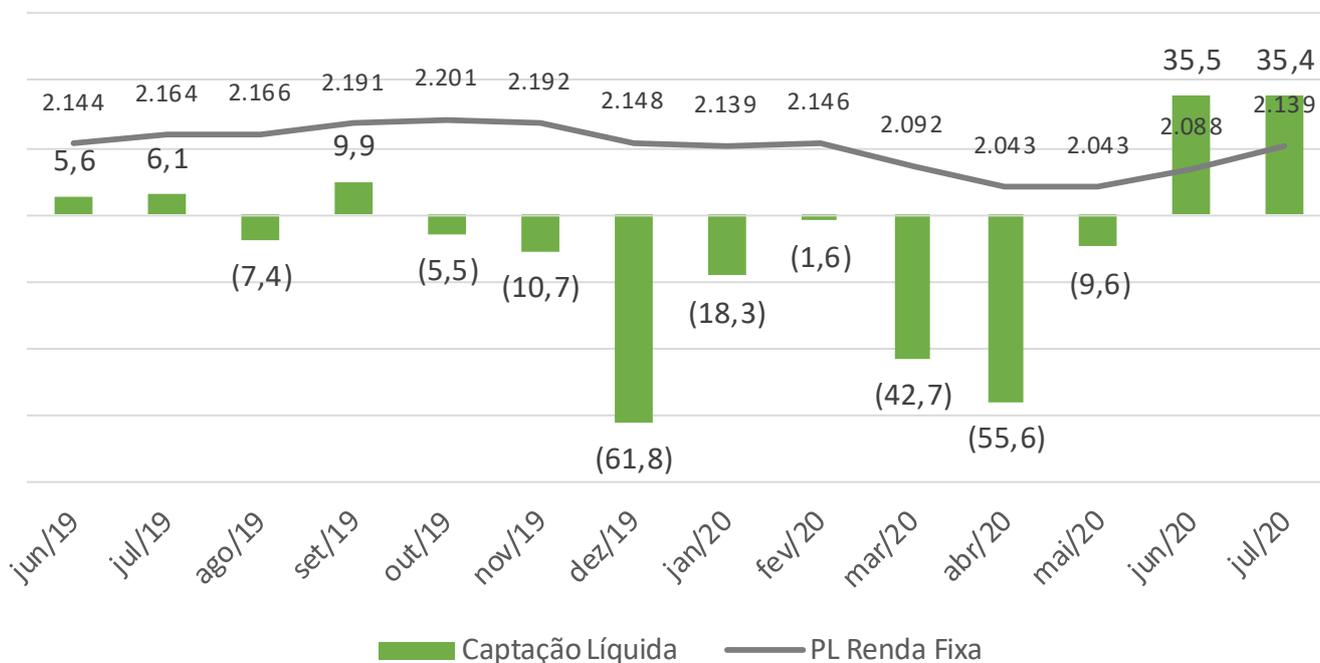
Renda Fixa

Evandro Buccini
evandro.buccini@riobravo.com.br

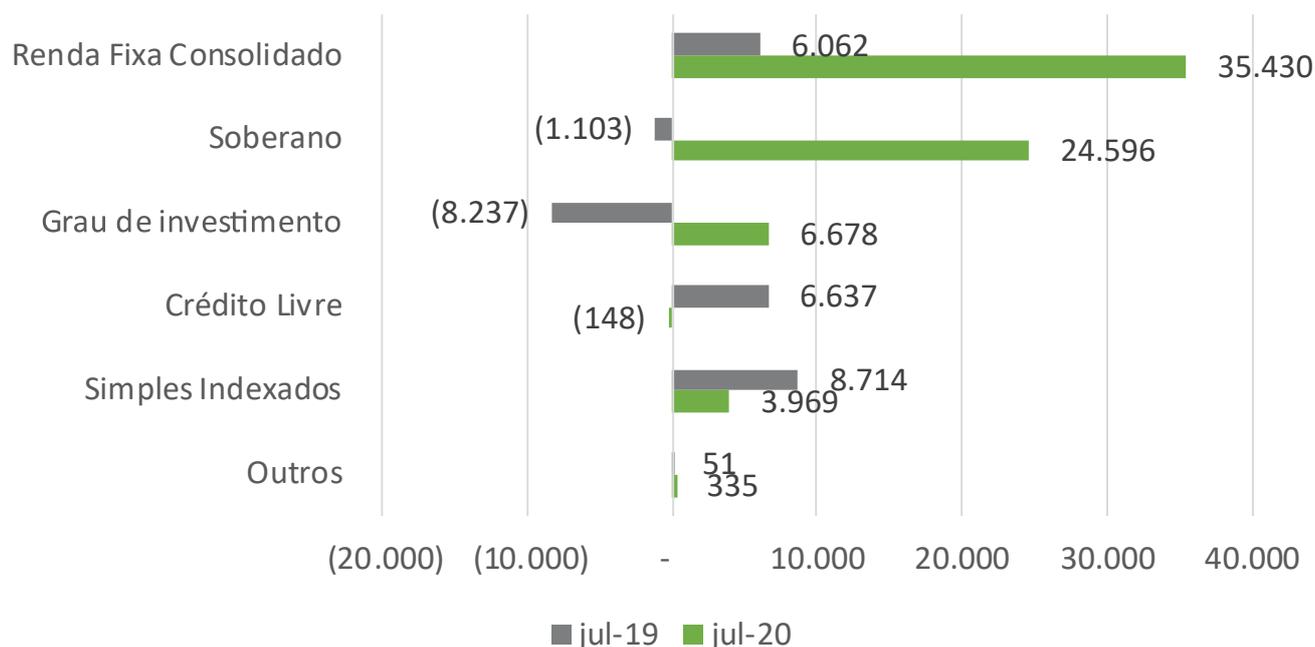
Em agosto, as taxas no mercado secundário continuaram em queda, o que contribuiu positivamente para os rendimentos dos fundos que investem em ativos de crédito privado cujos preços unitários apresentaram valorização. Notou-se uma relativa redução de aversão a riscos por parte dos investidores e uma melhora na liquidez no mercado secundário de títulos de crédito.

De acordo com informações divulgadas pela Anbima sobre o mês de julho, os fundos de renda fixa tiveram pelo segundo mês consecutivo uma captação líquida positiva de R\$ 35bn, impulsionado principalmente por fundos da classe Soberano, Grau de Investimento e Simples/Indexados.

Renda Fixa Consolidado Jun/19 a Jul/20 (R\$ bn)



Renda Fixa por Tipo (Jul/19 vs Jul/20) (R\$ MM)

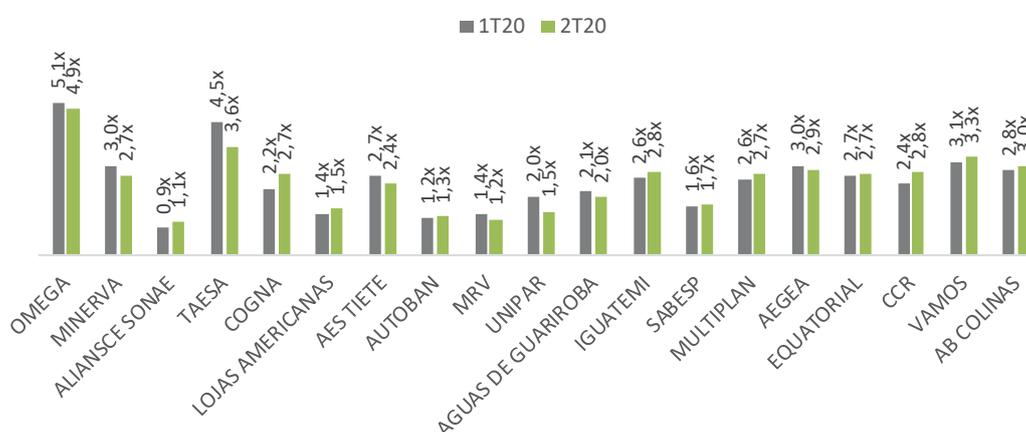


Fonte: Anbima

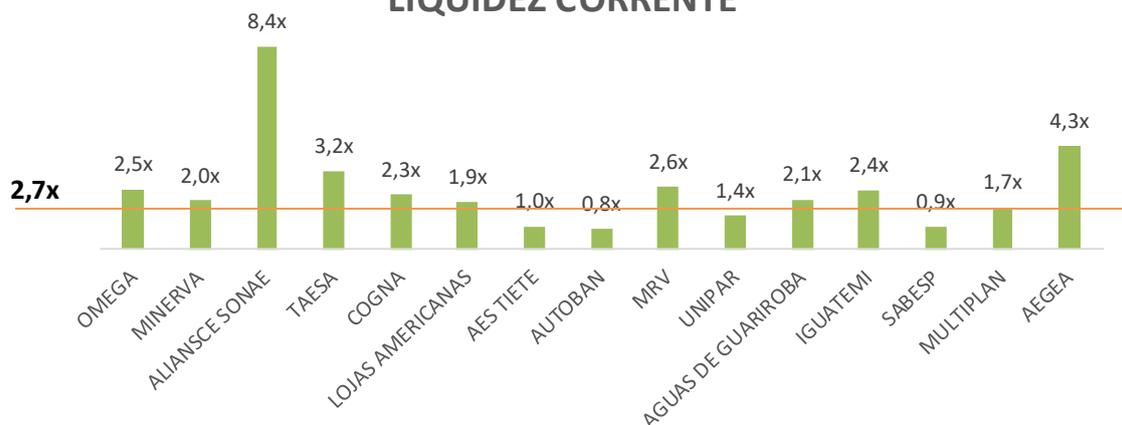
O fundo Rio Bravo Crédito Privado teve performance positiva ao longo do mês de agosto, devido à robusta qualidade de crédito dos emissores dos títulos que compõem a carteira e à gestão ativa no mercado secundário. Esta teve como finalidade diversificar o portfólio do fundo, dando preferência para ativos de crédito em setores defensivos (saneamento e energia elétrica, por exemplo), dado o contexto que ainda é de incerteza por conta dos impactos futuros da crise econômica causada pela Covid-19.

Os resultados referentes ao segundo trimestre de 2020 divulgados pelas principais empresas que compõem a nossa carteira indicaram manutenção de bom índice de liquidez e baixa alavancagem comparada a geração de caixa. A média ponderada do índice Dívida Líquida/ EBITDA da carteira ficou em 2,5x e índice de liquidez corrente de 2,6x, ambos compatíveis com perfil de crédito conservador e em linha com índices do final do 1º trimestre de 2019.

DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA



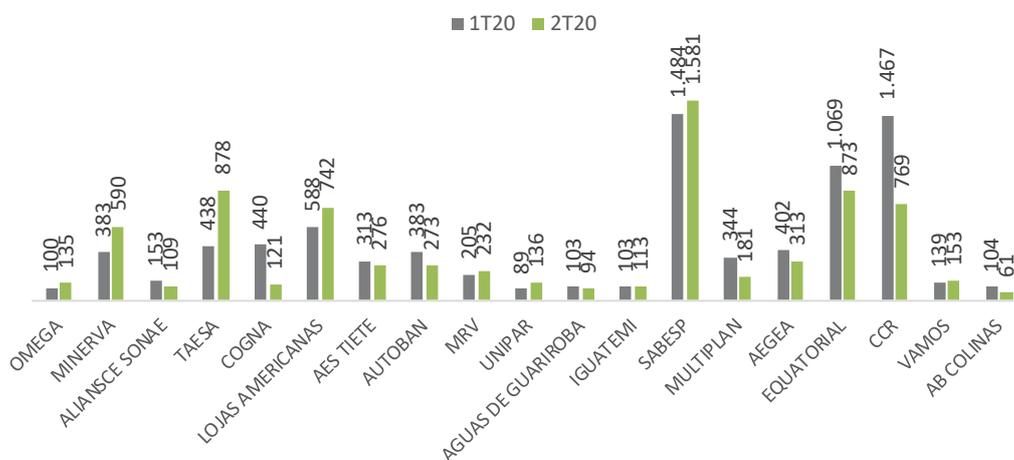
LÍQUIDEZ CORRENTE



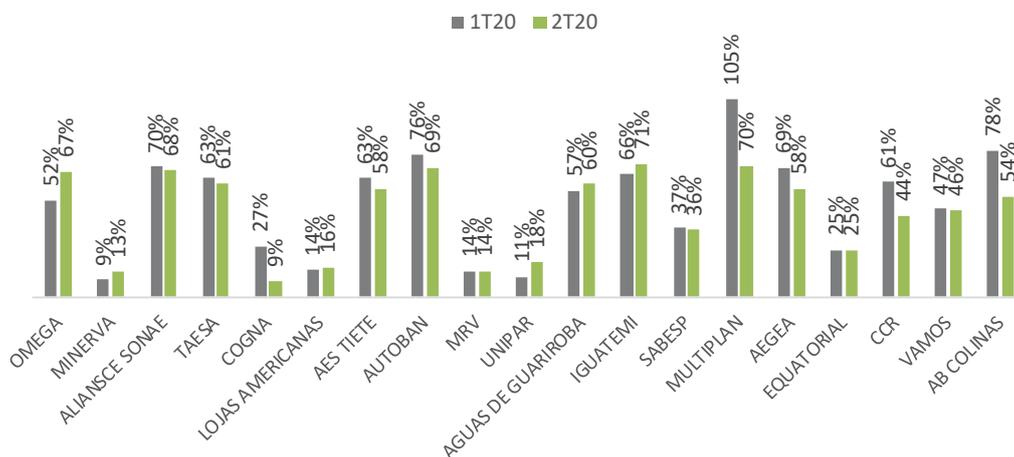
As empresas de setores de maior vulnerabilidade à pandemia, como de shopping center, concessão rodoviárias e educação, apresentaram maior impacto em seus resultados operacionais. Já as empresas

de setores defensivos – transmissão e geração de energia elétrica, saneamento, varejo e-commerce e exportadoras – mostraram resiliência, com resultados superiores ao IT20 e níveis de rentabilidade estáveis.

EBITDA (R\$ mm)



MARGEM EBITDA (%)

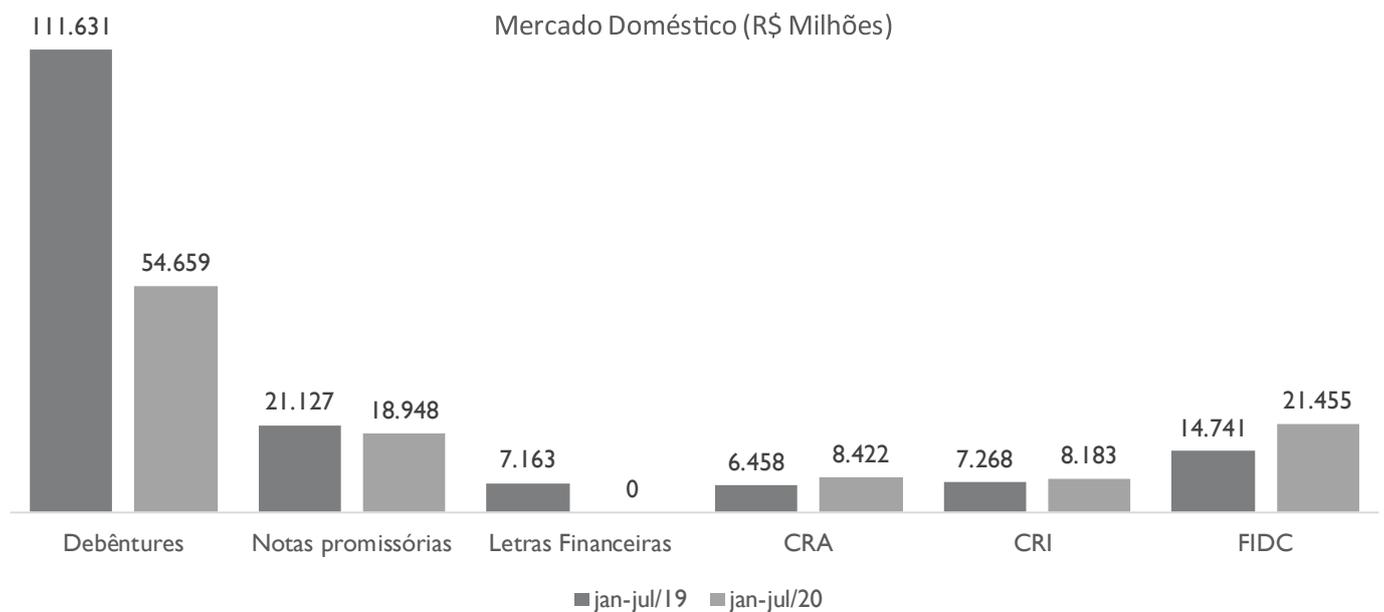


Ao longo do segundo trimestre de 2020, diversas empresas que compõem a carteira do Rio Bravo Crédito Privado continuaram a tomar medidas para mitigar os impactos da crise em suas atividades. Realizaram emissões de debêntures, CCB, CRA e follow-ons no mercado de capitais para refinarçar seus passivos e reforçar caixa. Dentre elas, podemos mencionar Minerva, Taesa, Cogna, Iguatemi, CCR, Águas de Guariroba, MRV e AEGEA.

Ao longo dos próximos meses, buscaremos manter a liquidez do Fundo adequada e ficaremos atentos a novas oportunidades de aquisição, a preços atrativos, no mercado secundário de emissores que possuem

alta qualidade e solidez financeira para compor a nossa carteira do fundo. Com isso, daremos continuidade à gestão ativa realizada pela equipe desde o início da crise.

Por fim, em relação a emissões primárias no mercado de capitais, as captações de recursos em Renda Fixa (Debêntures, NP's, CRI's, CRA's e FIDC's) totalizaram R\$ 111,7 bilhões entre janeiro e julho de 2020, sinalizando uma queda de 33,7% em relação ao mesmo período do ano anterior. As emissões de debêntures representam R\$ 54,7 bilhões do total de captações entre janeiro e julho de 2020 (-48,3% vs. o mesmo período do ano anterior).



Investimentos Imobiliários



Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

O mercado imobiliário residencial brasileiro é considerado de natureza cíclica. Nesse sentido, a oferta e a demanda são formadas principalmente por dois participantes: (i) as empresas, que compõem toda a cadeia de desenvolvimento e venda de novas unidades domiciliares, e (ii) os compradores, que podem se diferenciar em sua intenção de compra e uso das unidades adquiridas. O desempenho de cada um dos participantes é altamente dependente de condições política, econômica, demográfica e social.

Fatores Demográficos e Socioeconômicos

Acreditamos que o crescimento da população brasileira, com sua elevada porcentagem de jovens, a tendência de envelhecimento da população, o declínio do número de habitantes por domicílio e a preferência sociocultural pela casa própria são elementos combinados que suportam um elevado potencial de demanda por imóveis residenciais no Brasil. Em contrapartida, a instabilidade econômica, o risco de desemprego, a inflação e os juros são fatores que influenciam diretamente na aquisição do imóvel e no atendimento da necessidade habitacional.

Um estudo publicado pela Ernst Young explica que a necessidade habitacional é determinada pela quantidade de unidades domiciliares, formada predominantemente pelo crescimento populacional e déficit habitacional. Entretanto, a necessidade habitacional passa a ser considerada demanda quando as condições econômicas são favoráveis para que seja estabelecida uma relação comercial. Por ser uma necessidade insubstituível, as famílias sempre

encontrarão uma alternativa de moradia que supra suas necessidades, podendo ou não aumentar o déficit habitacional.

O Brasil terá de encontrar alternativas para suprir as necessidades habitacionais geradas pelo aumento da população com o desenvolvimento de novas unidades domiciliares.

Fatores Macroeconômicos

O setor de incorporação imobiliária ocupa lugar de destaque no mercado imobiliário residencial e, principalmente, na economia brasileira. É uma indústria de vital importância para alavancar o crescimento de emprego e renda em qualquer horizonte temporal. Percebemos a relação que a indústria tem com a economia quando analisamos ciclos do passado, como o triênio de 2013 a 2015. Nesse período, a taxa de crescimento do PIB passou de 3% para -3,8% enquanto a construção civil também amargou queda nos mesmos patamares, de forma ainda mais significativa, de 4,5% para -6,5%. Esse recuo indicou a recessão efetiva em que o Brasil entrou em 2015.

A recuperação do mercado imobiliário no contexto pós-crise também está diretamente relacionada à melhora da economia, acarretando queda de inflação, aumento de emprego, aumento da confiança do consumidor, além de estar relacionado à adoção de medidas que favorecem a obtenção de financiamento pela população.

Panorama do Mercado Residencial de São Paulo

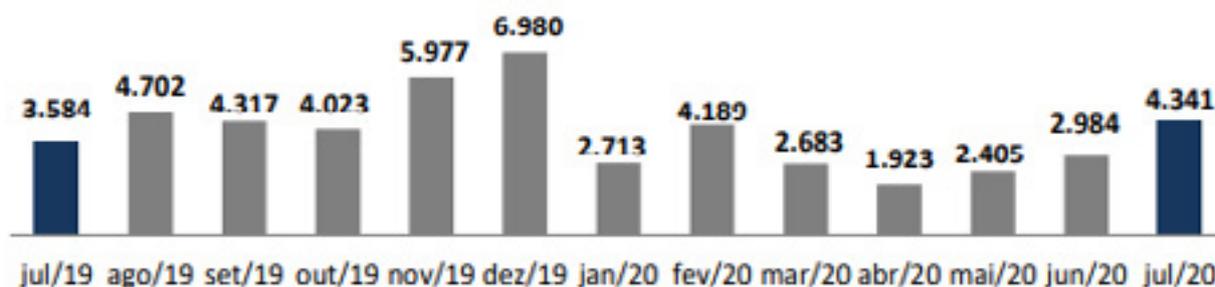
Mesmo com os impactos gerados pela atual pandemia, é possível observar o mercado residencial já consolidado em seu movimento de retomada e no início de um ciclo de expansão. Até o momento, esse ciclo se caracteriza pelos movimentos listados a seguir:

(i) Negociação de Imóveis Novos - em julho deste ano, foram comercializadas 4.341 unidades residenciais novas na cidade de São Paulo. O resultado foi 45,5% superior ao mês anterior (2.984 unidades). Em relação a julho do ano passado, o crescimento foi

de 21,1%. No acumulado de 12 meses (agosto de 2019 a julho de 2020), as 47.237 unidades comercializadas representaram um aumento de 19,3% em relação ao período anterior (agosto de 2018 a julho 2019), quando foram negociadas 39.611 unidades.

O menor patamar da taxa básica de juros cria condições favoráveis para as operações de crédito e investimentos, o que se reflete nas vendas do setor. A taxa de juro média do financiamento imobiliário também está no menor patamar da história, estimulando o aquecimento das negociações.

Unidades Residenciais Vendidas



Fonte: Pesquisa do Mercado Imobiliário – Julho de 2020

(ii) Fila de IPOs - 18 empresas buscam abrir capital ainda esse ano. Onze são conhecidas do público e já entraram com documentos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Entre os ativos mais aguardados estão as empresas controladas pela Cyrela: Lavvi, Cury e Plano & Plano. Além delas, também aguardam a entrada na B3 os seguintes nomes: Pacaembu Construtora, One Innovation, Alphaville Urbanismo, Nortis Incorporadora e Construtora, Melnick Even Desenvolvimento Imobiliário, Kallas Incorporações e Construções, Patrimar Engenharia e Yuny Incorporadora Holding. Se todas as companhias viessem a concretizar seu IPO, elas movimentariam cerca de 20 bilhões de reais.

O número de empresas parece exagerado, sem mencionar euforia por causa de juros baixos e excesso de liquidez. Assim, é esperada uma onda de ajustes nas avaliações.

(iii) Retomada da Indústria de Construção – Depois de cinco anos consecutivos de queda, o PIB da indústria da construção registrou crescimento de 1,6% em 2019, na comparação com 2018. O emprego na construção no estado de São Paulo em 2019 registrou variação de +3,46%, resultando em 21.581 novos postos de trabalho. A capital paulista respondeu por 42,73% do total de empregos criados no setor no Estado, de acordo com o Sindicato da Construção Civil do Estado de São Paulo.

Venda e Rentabilidade da Locações de Unidades Residenciais de São Paulo

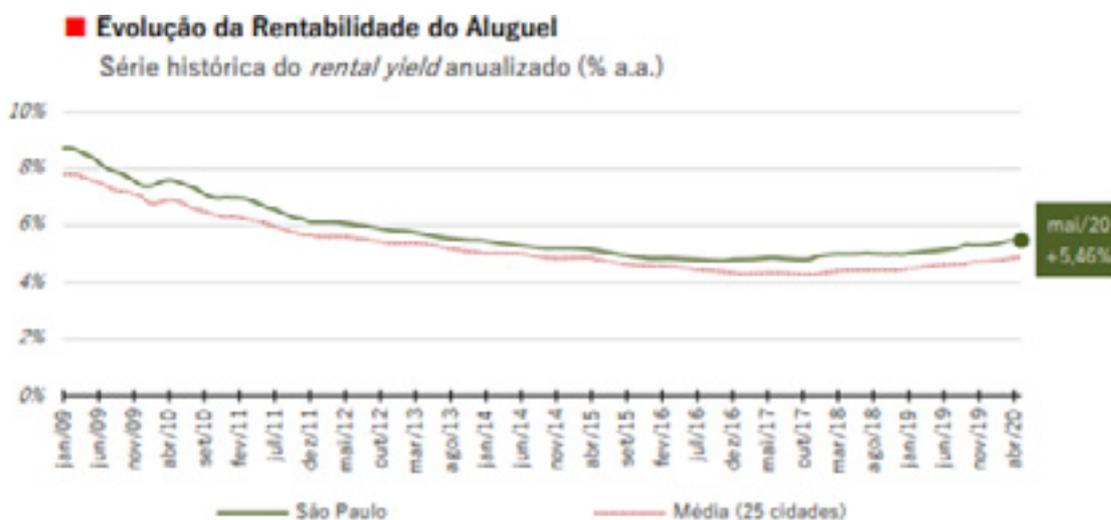
VENDA – De acordo a última pesquisa divulgada pelo Secovi, o preço médio de novos lançamentos na cidade de São Paulo, em dezembro de 2019, era de R\$ 9.340/m², sinalizando aumento de 2,80% quando comparado com o mesmo período do ano anterior.

Os imóveis usados acumularam uma variação de

2,26%, representando uma média de R\$ 9.015,00/m² em dezembro de 2019.

RENTABILIDADE DAS LOCAÇÕES

Historicamente, São Paulo mantém a rentabilidade das locações acima da média de outras 25 cidades do estado. Em último relatório publicado pelo Fipezap, os bairros Vila Olímpia e Berrini apresentaram o maior preço de locação, R\$ 80,62/m² e R\$ 71,82/m² respectivamente. Em termos de tipologia, os imóveis de um e três quartos tiveram seus valores locatícios aumentados em média 1,20% e 1,00%





Infraestrutura

Sergio Brandão

Sergio.brandao@riobravo.com.br

Mauricio Xavier

mauricio.xavier@riobravo.com.br

Pedro Craveiro

pedro.craveiro@riobravo.com.br

Victor Tâmega

victor.tamega@riobravo.com.br

Falando sério sobre riscos em empreendimentos de Infraestrutura

Segundo alguns especialistas, a recuperação econômica global do pós-pandemia será em “V”, mas em “V” de verde. O trocadilho não existe por acaso e, considerando também o peso que a dimensão social tem tomado além da importância de aspectos de governança, nota-se o protagonismo conquistado pela abordagem ambiental, social e de governança (ESG, em inglês) atualmente.

De forma geral, os aspectos ESG nas decisões de investimentos em infraestrutura - sejam eles projetos de geração ou transmissão de energia elétrica, empreendimentos logísticos entre outros tipos de concessões ou Parcerias Público Privado (PPP) - não eram considerados uma grande preocupação para as empresas desenvolvedoras e seus investidores além de um fator de mitigação de risco e atendimento de condicionantes ambientais. Por muito tempo, tem-se acreditado numa dicotomia, em um trade-off entre retornos e investimentos ESG, mas estudos recentes têm mostrado justamente o contrário: empresas e projetos que respeitam aspectos ESG são mais resilientes no longo prazo.

Nos últimos anos, o foco em ESG vinha sendo liderado por agentes financiadores, os quais adotam já há algum tempo as diretrizes e demandas estipuladas nos Princípios do Equador¹. Todavia, essa percepção vem mudando de forma acelerada, com o “empoderamento” de muitos stakeholders e com destaque para o fortalecimento de pessoas físicas, que

passam a ter voz ativa através de suas mídias pessoais e redes sociais, inclusive pressionando governos e órgãos em todas as esferas.

Muito além da percepção de que aspectos ESG são críticos para o desempenho econômico perene de uma empresa atuante no setor de infraestrutura, os stakeholders mais do que nunca se preocupam com a preservação do meio ambiente, do respeito à condição humana, às diversidades e ao respeito às “regras do jogo”. Nesse sentido, a crise sanitária em andamento foi um divisor de águas.

Além da promulgação de leis específicas, acionistas e gestores de empresas sofrem pressão da sociedade como um todo, seja da mídia ou diretamente das pessoas - que, em última instância, são consumidores de bens e serviços dessas empresas e também investidores - quanto aos impactos que a ausência de cuidado no trato dessas questões pode trazer para companhias que não as levam a sério. Todas as empresas desenvolvedoras de empreendimentos de infraestrutura, assim como seus fornecedores e agentes financiadores, devem prudentemente incluir ESG em sua matriz de risco.

Diferentemente dos riscos operacionais mais tangíveis que afetam o desempenho de um projeto de infraestrutura, seja ele novo ou existente, aspectos ESG foram por muito tempo considerados uma exposição com impacto financeiro modesto. Consequentemente, pouco foi feito para avaliar o potencial de perda. Com o passar do tempo e a evolução da qualidade do diálogo, ESG passou a ser considerado pelos

investidores como um grande risco com significativas repercussões financeiras e econômicas. Há uma década, as empresas de desenvolvimento de infraestrutura estavam sob pressão crescente para fornecer e reportar informações sobre sua responsabilidade ambiental. Com o passar do tempo, tais demandas evoluíram rapidamente para incluir o impacto de questões sociais e de governança.

Tão importante quanto atuar em respeito às dimensões ESG, as empresas precisam reportar as informações à sociedade e aos interessados por meio de relatório de sustentabilidade, que devem ser objetivos e respeitar as melhores práticas internacionais, como o GRI Standards (Global Reporting Initiative) ou os IFC Performance Standards, advindo de um braço privado do Banco Mundial.

Por outro lado, é importante salientar e melhor compreender os benefícios que a mitigação de riscos ESG traz para os investidores, na medida em que beneficia diretamente as comunidades próximas a um empreendimento de infraestrutura além do resultado positivo que uma governança bem estruturada traz nas tomadas de decisões, evitando, por exemplo, problemas associados a atrasos em cronogramas, multas relacionadas e sobrecustos associados a falhas ambientais. Esses benefícios são diversos, como ações associadas à reconstituição da fauna e da flora das áreas circunvizinhas aos empreendimentos, ou, ainda, a programas direcionados ao aumento da demanda por bens e serviços locais, empregos diretos, treinamento e projetos assistenciais com benefícios de longo prazo. Destacam-se, também, ações de treinamento técnico e educacionais, prevenção do abuso de substâncias tóxicas e a adoção de políticas antissuborno e anticorrupção por parte do investidor e de seus fornecedores de bens e serviços.

Uma abordagem sistemática, integrada e ativa é necessária para normalizar a avaliação dos riscos e oportunidades ESG que sua mitigação traz, o que exige que desenvolvedores, agentes financiadores e outras partes interessadas se envolvam e ajustem suas estratégias de investimento, gerenciamento e monitoramento de riscos e compensação de danos.

À medida que o debate sobre as realidades das mudanças climáticas se instalou, os investidores em infraestrutura começaram a perceber que reduzir suas pegadas de carbono era benéfico não somente para o planeta, mas, também, para os seus próprios resultados econômico-financeiros. As empresas “sustentáveis” (verdes e sociais) que aderiram aos princípios de sustentabilidade tornaram-se o investimento preferencial de gestores em fundos de private equity, hedge funds, investidores institucionais e varejo.

A tendência é vista na prática, por exemplo, através dos orçamentos bilionários que grandes empresas de petróleo globais e de bens de consumo aprovaram para neutralizar a pegada de carbono nos próximos anos, além da inclusão de riscos ESG em suas políticas de investimento. Por fim, a divulgação dos danos e riscos que as mudanças climáticas representavam para a sobrevivência dos negócios demonstram a importância do tema.

Na mesma direção, grandes investidores institucionais globais elevaram o ESG a uma variável ainda mais importante nas decisões de investimento e no desempenho financeiro, canalizando trilhões de dólares de recursos geridos para estes investimentos. Empresas que apresentam problemas com cumprimento de normas ambientais ou têm deficiências em sua governança vêm sendo evitadas por determinados investidores que apoiam iniciativas ligadas a ESG e, como consequência, têm menor base de investidores quando buscam captar recursos nos mercados internacionais ou mesmo locais.

Questões de longa data, como as mudanças climáticas, também continuam a preocupar os investidores, assim como os danos à reputação de não agir em algo que é elementar para o desempenho de longo prazo de uma empresa. Enquanto no passado as preocupações se concentravam principalmente em questões ambientais, agora, cada vez mais, o foco se volta também para os aspectos sociais e de governança, incluindo compliance.

Os gerentes de risco lidando com questões ESG podem e devem refletir sobre as diferentes facetas dessas ameaças em potencial, buscando, portanto, implementar práticas adequadas de mitigação e monitoramento e garantir a precisão e a transparência no envio da mensagem certa. Esses mesmos gerentes, atuando dentro das organizações dos desenvolvedores, investidores e financiadores de infraestrutura são fundamentais na definição da governança e métricas de risco, garantindo que ESG seja integrado em seu investimento geral e estratégia de gestão de risco de acordo com os principais padrões, tais como os standards do IFC e a Green Bond Initiative, dentre outros. Tais agentes não podem ignorar a seriedade de identificar, mitigar e relatar exposições materiais ESG.

Posto isso, é inegável o protagonismo que o tema ganha globalmente com o advento da crise sanitária do Covid-19. No Brasil, a repercussão é ainda maior porque, além da pandemia e do empoderamento das pessoas, o país tem um histórico imaturo de investimentos considerando-se aspectos ESG. A expectativa é o investimento de bilhões de reais e crescimento exponencial nos próximos anos, seja por empresas, seja por investidores profissionais, institucionais e varejo. Dessa forma, que venha o “V” de verde.



Renda Variável

Paulo Bilyk
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Hapvida (HAPV3)

Escrevemos inicialmente sobre a Hapvida em junho do ano passado, ressaltando sua ampla vantagem competitiva vis-à-vis os demais operadores de saúde. Nesta carta, atualizaremos os principais pontos da nossa tese de investimento e os impactos do Covid-19 sobre a empresa até então.

O investimento é, antes de tudo, uma aposta em temas estruturais no setor de saúde. Os principais a serem destacados são: (a) redução do nível de desemprego nos próximos anos, fator correlacionado à evolução de número de beneficiários corporativos de saúde; (b) downgrade de planos corporativos atuais, em que a Hapvida é mais competitiva nos planos de menor custo; e (c) migração da população dependente do SUS para saúde privada. Menos de 25% da população brasileira têm plano de saúde e, ao passo que a presença aumenta, a empresa é a primeira a capturar este efeito por ter planos mais baratos.

Somado a estes benefícios setoriais, também há oportunidades em novas aquisições. Neste ano, por exemplo, foi anunciada a compra do Grupo São José, fortalecendo sua presença no interior de São Paulo. O management, na última teleconferência de resultados, comentou que está em conversas com pelo menos 15 players para M&A, foco mantido em todo o Brasil, com exceção das cidades de São Paulo e Rio de Janeiro.

O Covid-19 causou dois grandes efeitos sobre o setor de saúde, o primeiro operacional e o segundo regulatório. Do ponto de vista operacional, houve

postergação de procedimentos eletivos nas maiorias dos hospitais do país, reduzindo significativamente a sinistralidade das operadoras e, portanto, causando melhora no lucro dessas empresas, embora seja um efeito de curto prazo.

Isso nos leva ao efeito regulatório. Há uma série de discussões em Brasília com o intuito de “socializar” os custos da crise para o setor de saúde privada por meio de medidas intervencionistas, podendo causar ruído no curto prazo. Recentemente, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) decidiu por suspender todos os reajustes de planos de saúde de setembro até o fim do ano como tentativa de aliviar pressão nos custos das famílias/empresas. A medida é prejudicial para o setor por causar insegurança jurídica, porém tem efeito pequeno sobre os resultados consolidados da Hapvida, uma vez que grande parte dos reajustes já foram feitos. Mesmo que a ANS postergue a suspensão para 2021, aqui também a empresa seria uma das menos impactadas, tendo em vista sua melhor possibilidade controle de custos por ser verticalizada. De qualquer maneira, estamos atentos ao desenrolar de possíveis mudanças regulatórias e seus potenciais impactos.

Apesar de valorização de mais de 50% desde que escrevemos a última carta, vemos muitas oportunidades na empresa tendo em vista um mercado que ainda possui espaço para expansão, captura significativa de sinergias com as recentes aquisições e potencial de ser um dos consolidadores no setor.



Multimercados



Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

O Fator de Momentum tem grande relevância na composição do Rio Bravo Pandas, tanto por ser um dos Fatores com maior respaldo acadêmico quanto pela sua excelente performance histórica.

O Fator de Momentum se baseia na tendência de que ações que tiveram maior aumento relativo no seu preço em um passado recente tendem a manter sua boa performance durante um período futuro. Essa característica leva esse Fator a se beneficiar de uma contínua tendência de mercado – e, em contrapartida, se prejudicar em períodos de reversão.

Existem diferentes teorias que tentam explicar a existência desse prêmio de risco (Fator). A explicação de finanças clássicas é que o retorno de Momentum é uma compensação por carregar ativos de maior risco. Já a fundamentação comportamental é que as novas informações são incorporadas gradualmente nos preços dos ativos. De uma forma ou de outra, o Fator de Momentum tem sido, ao longo dos anos, um dos mais sólidos em termos de geração de retorno.

A construção de um portfólio de Momentum é bem simples. Como todo Fator, este também é concebido de forma simétrica, no formato long-short. A parte comprada dessa estratégia é composta por empresas que tiveram suas ações com melhor desempenho em algum período passado e pode variar conforme a escolha de quem esteja modelando essa estratégia. Entre as mais usuais estão as janelas de nove meses e seis meses, por exemplo. O mesmo processo é utilizado para construir a parte vendida da estratégia,

sendo a única diferença que aqui serão escolhidas as ações das empresas que mais se desvalorizaram. Nas carteiras clássicas, o peso das ações em cada perna (long e short) é a mesma.

Algumas estratégias de Momentum usam informações além do preço. Pode-se utilizar a volatilidade do preço das ações para controlar a variação dos preços. Atualmente, o fundo Rio Bravo Pandas possui três diferentes estratégias de Momentum.

Outra variável relevante é a distância entre os rebalanceamentos da carteira, a troca das ações investidas. A combinação de uma janela em que se observa os preços com um período pequeno entre os rebalanceamentos pode gerar um alto turnover, que significa uma alta rotação de ações na carteira, resultando em maiores custos de transação.

*

Em agosto, o Rio Bravo Pandas obteve uma rentabilidade de - 0,64%, com destaque negativo para as estratégias de valor. No mês, praticamente todos os nossos modelos tiveram contribuições negativas, o que não é usual. No ano, o fundo sobe 5,46%, ou 257% do CDI. A exposição bruta permanece reduzida devido à alta volatilidade recente, mas está progressivamente voltando à normalidade. A posição líquida comprada foi reduzida para aproximadamente 3,5%, com mais de 125 papéis no portfólio.

O Rio Bravo Previdência caiu 1% em agosto, enquanto o Ibovespa e IMA-B cederam 1,8% e 3,44%, respectivamente. No ano, o fundo sobe 1,53% e em 12 meses, 10,3%. Agosto foi marcado por grandes incertezas no cenário político brasileiro, com foco em preocupações fiscais, que culminaram em uma relevante inclinação da curva de juros. Por isso, nossa posição aplicada em juros real foi a principal detratora de performance do fundo, retirando 61bps no mês, mesmo possuindo uma duration menor do que o IMA-B. A carteira de renda variável, por sua vez, contribuiu com -29bps, resultado de nossas alocações mais defensivas, como em empresas exportadoras. O fundo mantém uma posição de 7% em caixa em razão de nossa visão mais conservadora dos preços em relação aos riscos.

Performance

	Renda Fixa		Renda Variável		MultiAssets & Portfolio			Índices						
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Apollo FIC FIM	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Pandas FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
agosto 20	0,41	0,12	-1,54	-0,97	-1,00	-0,65	0,16	-3,44	-1,23	6,62	5,24	9,27	-1,39	1,79
julho 20	0,75	0,14	6,14	0,61	5,52	0,66	0,19	8,27	9,50	0,14	-4,51	-0,92	4,39	-2,61
junho 20	0,59	0,16	8,70	0,97	4,91	0,02	0,22	8,76	14,43	3,63	2,46	5,58	2,05	5,59
maio 20	0,59	0,18	6,13	-0,27	2,10	0,60	0,24	8,57	5,07	-1,35	-2,74	4,92	1,52	2,08
abril 20	0,53	0,21	7,93	-1,22	4,02	-0,32	0,28	10,25	10,19	4,59	5,39	10,96	1,31	4,39
março 20	-4,27	0,31	-20,89	2,25	-9,95	3,58	0,34	-29,90	-35,07	16,34	16,41	-1,21	-6,97	-15,85
fevereiro 20	0,26	0,24	-8,49	-0,19	-3,98	0,52	0,29	-8,43	-8,27	3,94	4,42	-4,10	0,45	-3,69
janeiro 20	0,46	0,31	1,06	0,74	0,89	0,98	0,38	-1,63	0,45	5,26	6,26	4,16	0,26	-3,76
dezembro 19	0,43	0,31	8,28	-0,49	3,84	-0,88	0,38	6,85	12,65	-3,34	-4,88	-1,49	2,01	10,63
novembro 19	0,14	0,32	2,36	-0,43	-0,70	-0,33	0,38	0,95	5,14	4,11	5,45	6,44	-2,45	3,52
outubro 19	0,22	0,40	0,40	-0,05	2,21	0,71	0,48	2,36	2,28	-1,03	-3,32	-0,09	3,36	4,01
setembro 19	0,47	0,40	3,50	0,98	3,09	-1,61	0,47	3,57	2,08	-0,57	0,26	3,04	2,86	1,04
Ano	-0,78	1,67	-4,81	1,80	1,53	5,45	2,12	-14,07	-14,27	45,32	36,33	31,33	1,22	-12,99
12 meses	0,49	3,11	9,64	1,80	10,30	3,22	3,85	-1,25	5,88	42,75	31,20	40,37	7,38	4,72
24 meses	7,20	8,78	55,00	12,25	36,08	11,72	10,45	26,76	57,69	36,45	33,81	33,44	35,94	30,33
36 meses	14,73	15,42	40,00	18,47	37,09	33,37	18,12	39,81	59,00	74,08	73,93	76,59	43,31	34,21
48 meses	29,57	28,81	55,05	-	54,94	41,98	32,53	72,16	113,64	80,49	70,37	104,38	64,23	59,09
Desde o início	198,50	199,98	731,83	27,92	84,20	57,55								
PL Atual (R\$Mil)	113.333.075	15.045.521	4.599.880	11.728	11.407.344	4.967.113								
Data de início	14/08/2008	28/12/2007	08/09/2004	04/01/2017	12/03/2013	17/08/2015								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,35%	2,00%	1,50%	1,10%	0,90%								
<u>Taxa de Performance (a.a.)</u>	-	-	20% do que exceder Ibovespa	25% do que exceder CDI	-	25% do que exceder CDI								

Rio Bravo

Paulo Bilyk

Chief Executive Officer
Chief Investment Officer
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Gustavo Franco

Chief Strategist Officer
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

Diretor de Renda Fixa e Multimercado
evandro.buccini@riobravo.com.br

Anita Scal

Diretora
Investimentos Imobiliários
anita.spichler@riobravo.com.br

Vanessa Faleiros

Chief Operating Officer
Diretora Jurídico e Compliance
vanessa.faleiros@riobravo.com.br

Mauricio Xavier

Diretor de Crédito
mauricio.xavier@riobravo.com.br

Flávio Strunk

Chief Financial Officer
flavio.strunk@riobravo.com.br

Sergio Brandão

Diretor de Infraestrutura
Sergio.brandao@riobravo.com.br

Investidores Institucionais

institucional@riobravo.com.br

Paulo Rossetti

11 3509 6689
paulo.rossetti@riobravo.com.br

Daiana Pires

11 3509 6639
daiana.pires@riobravo.com.br

Relações com Investidores Fundos Imobiliários

Isabela Perez

11 3509 6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



A presente instituição aderiu ao
Código ANBIMA de Regulação e
Melhores Práticas para os
Fundos de Investimento.

Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expresso em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Rio Bravo não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamentos da Rio Bravo, podendo ser divulgado também em seu site. Fica proibida a reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da Rio Bravo. Para maiores informações sobre os produtos, tabelas de custos operacionais, acesse www.riobravo.com.br. LEIA O MATERIAL ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.

Conheça nossas estratégias

Imobiliários

Investimentos em imóveis corporativos, de varejo, logística, educacionais e shopping centers, feitos por uma equipe especializada em administração fiduciária e gestão dos ativos dos fundos imobiliários. Os investidores destes fundos podem ter distribuição periódica, podendo ser mensal ou semestral, de acordo com a política de investimentos de cada fundo, além de liquidez diária em suas cotas e baixo valor de investimento mínimo.

Renda Fixa

Investimentos em fundos que alocam recursos no mercado de crédito, atrelados à taxa de juros pós-fixada, pré-fixada e índices de preço. Cada crédito nesses fundos é analisado detalhadamente, amparados em nossa leitura dos fundamentos de longo prazo.

Multimercados

Estratégias sistemáticas com processo de investimento disciplinado e controle rigoroso. Estratégias de investimento pautadas em pesquisa de nível internacional, fazendo uso intensivo de tecnologia de ponta, com o objetivo de obter retorno independente da direção do mercado de maneira descorrelacionada.

Renda Variável

Alocação de capital em ações de empresas brasileiras com alto potencial de valorização pela qualidade de seus gastos, produtos e de seus mercados. Uma análise fundamentalista, feita ação por ação em um portfólio relativamente concentrado entre 16 e 22 empresas.



Rio Bravo S.A.
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. +55 11 3509 6600

www.riobravo.com.br