

Exclusivamente para uso institucional

Estratégias Rio Bravo

Julho 2020



O Novo Normal: uma prévia

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

O terceiro mês da pandemia é crítico pois é o justo limiar entre as urgências e perplexidades do primeiro momento e o “depois”, de que já tratamos nesse informativo sob o título “o segundo momento” (na edição de abril), e que tem sido chamado, mais contemporaneamente, de “novo normal”. Embora permaneçam ainda muitas dúvidas sobre este novo estado de coisas, alguns temas já se colocam muito claramente, o primeiro dos quais a prorrogação das medidas excepcionais da primeira fase, as quais, sendo realmente excepcionais, são mesmo difíceis de estender.



As medidas de emergência estão se esgotando por sua própria conta, e não será mais possível prosseguir com elas

Um exemplo é a prorrogação dos prazos para os mecanismos da antiga Medida Provisória 936, agora Lei 14.020/20, que trouxe a possibilidade de extensão, por decreto presidencial, dos prazos das medidas de redução proporcional da jornada de trabalho e de salário e a suspensão temporária do contrato de trabalho, respeitado o período de vigência do estado de calamidade pública. O decreto 10.422/20 prorrogou os prazos e pagamento dos benefícios emergenciais para os acordos de redução proporcional de jornada e

salário por mais 30 dias e para suspensão temporário do contrato de trabalho por mais 60 dias, de modo a completar o total de 120 dias, em ambos os casos.

Mas o outro exemplo mais importante é a continuação do “coronavoucher”, um programa que foi um sucesso de público e de crítica, e que atçou os instintos políticos de muitos, no Legislativo e no Executivo. Só que o custo do programa – ao menos para sua continuidade em R\$ 600,00 – é proibitivo. Discute-se valores menores e a fusão desse programa com o Bolsa Família, sob nova denominação, “Renda Brasil”, obra que seria algo como – para usar uma fala shakespeariana ilustre, Ricardo III (quando ainda Duque de Gloucester, HVI3, ato 3 cena 2, um destacado vilão, num rasgo de auto-elogio) – “servir de mestre ao próprio Maquiavel”.

Três meses de R\$ 600,00 custam R\$166 bilhões, de acordo com o IFI. Fazer por mais dois meses, como já anunciado, custará mais de R\$250 bilhões, no total, de acordo com o Ministério da Economia.

Portanto, o país, na verdade o planeta, tem um encontro marcado com o Novo Normal, e o encontro já começou, pois as medidas de emergência estão se esgotando por sua própria conta, não será mais possível prosseguir com elas, mesmo não faltando políticos, aqui e em outros países, que gostariam de transformar o capitalismo em um novo regime de pensionistas do Estado, do que resultou



inegável elevação da popularidade da ideia de renda básica para todos. Há muito em jogo, como é fácil de imaginar.

Muitos dos programas de emergência nem chegaram a ser ativados, com destaque para linhas de crédito de demorada implementação e desembolso complexo, e, com isso, esses programas deixaram alguma pólvora seca para o segundo momento. Tem havido muita criatividade e esforço das autoridades para que as linhas dedicadas a pequenas empresas ganhem mais efetividade, os progressos têm sido lentos, mas consistentes.

A despeito das incertezas, os movimentos globais de abertura, ou de remoção de restrições mobilidade, trouxeram alento para a atividade econômica, o que foi capturado nos indicadores mais contemporâneos, e serviu para animar mais ainda os mercados. Começou uma temporada de revisões para melhor nas estimativas de PIB, mesmo tendo-se em conta que pode estar sendo encomendada uma “segunda onda”, que trará de volta as restrições e a recessão. É a fase da “dança”, tratada nesse informativo em sua edição de junho sob o título “A dança”.



A despeito das incertezas, os movimentos globais de abertura trouxeram alento para a atividade econômica

A passagem do tempo começa a estabelecer melhor os efeitos dos juros historicamente baixos sobre a economia, efeitos amplos, muito positivos, mas que suscitam dúvidas. Muitos não acreditam que será duradouro, e esse grupo busca apoio em quem teme, por bom motivo, os “riscos fiscais”. A conexão entre o juro e o resultado fiscal é um tema difícil no Brasil, mas, desta vez, ganhou muita tração a ameaça pela qual o juro voltará a subir se o fiscal sair do controle. Por alguma razão não trivial, essa ameaça parece assustar os políticos mais até que a ameaça de aceleração da inflação.

É muito boa a notícia que a área econômica tenha recolocado a pauta das reformas, e da reforma tributária em particular, mesmo que a receptividade da proposta específica de unificar PIS e a COFINS numa alíquota de 12% tenha sido péssima. O ministro Guedes inovou ao apresentar o assunto em camadas. Vejamos até onde vamos com essa abordagem.



É muito boa a notícia que a área econômica tenha recolocado a pauta das reformas, e da reforma tributária em particular

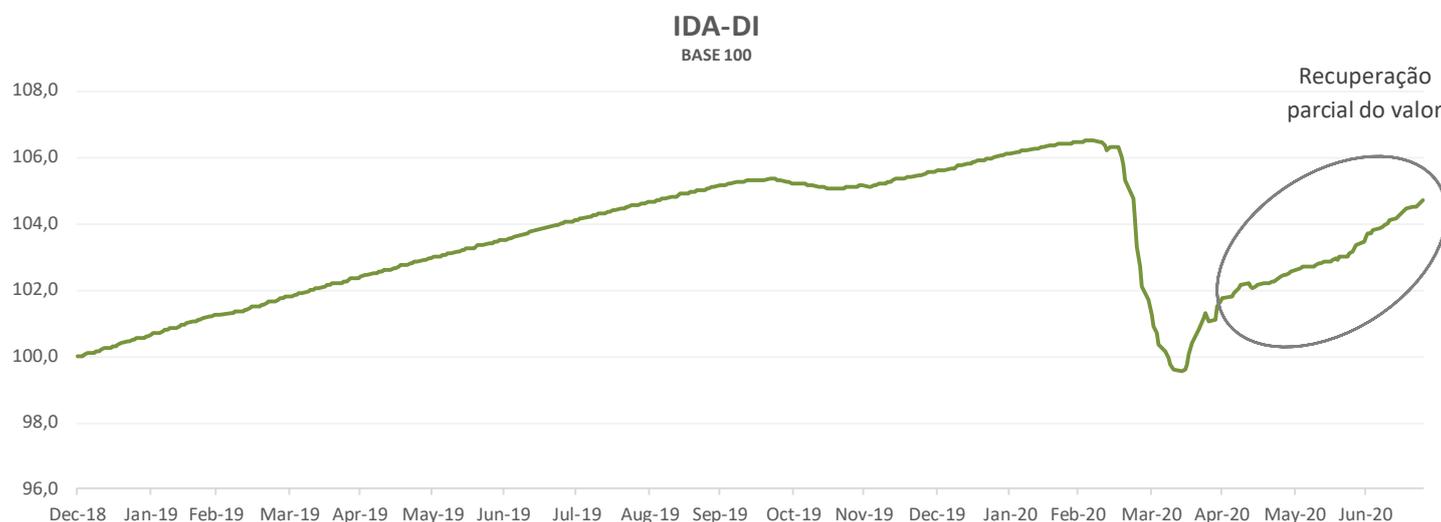
Renda Fixa



Evandro Buccini
evandro.buccini@riobravo.com.br

De abril a julho, foi observada uma recuperação parcial no mercado de crédito privado em relação à queda aguda ocorrida na segunda metade de março.

Ou seja, embora já tenha evoluído consideravelmente, o índice IDA-DI ainda se encontra abaixo nível do pré-crise, conforme ilustrado no gráfico abaixo:



Desse modo, por mais que tenha havido uma melhoria parcial no mercado, essa crise trouxe uma característica pouco observada anteriormente:

uma volatilidade consideravelmente maior, como demonstrado no gráfico a seguir:



Como consequência dessa maior volatilidade, os fundos de crédito privado apresentaram, também, maiores variações na sua cota, o que torna ainda mais importante a gestão ativa por parte dos responsáveis dos fundos. Essa gestão ativa busca maximizar o retorno do fundo a partir de compra e venda de títulos privados, respeitando padrões de volatilidade compatível com o perfil dos cotistas.

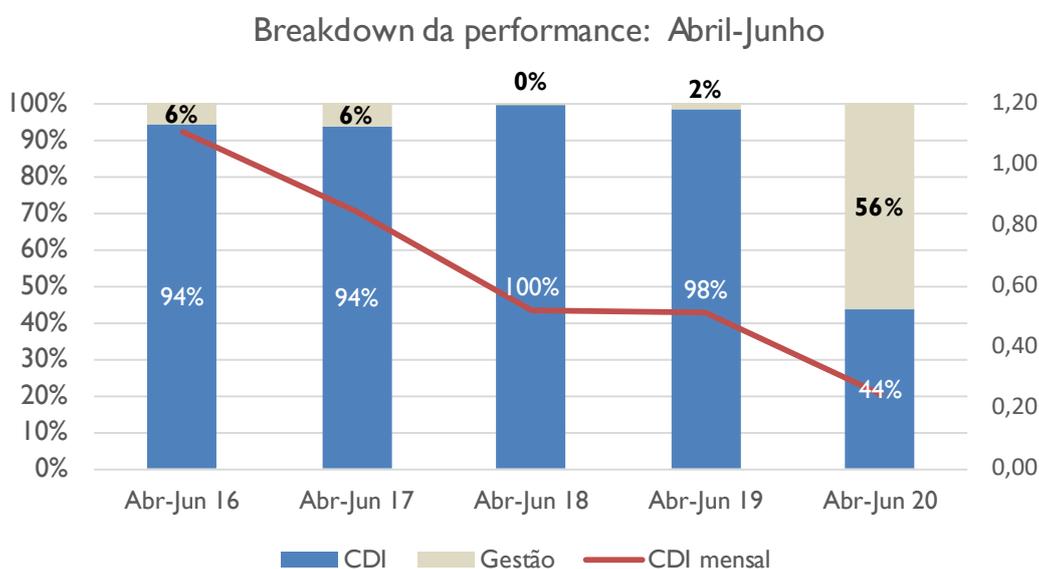
Empresas têm continuado a fazer novas emissões de títulos de dívida em mercado de capitais com prazos mais curtos e a custos mais elevados quando comparados aos do período pré-crise. Há um aumento do risco de crédito em setores como aviação, automobilístico e consumo discricionário. Agências de classificação de risco têm revisado as notas de crédito de emissores brasileiros, com alterações de *outlook* de estável para negativo. Destaca-se, além disso, o fato de instituições financeiras continuarem seletivas na concessão de crédito, seguindo nas renegociações de operações em suas carteiras. Esses fatores citados, somados com a maior volatilidade dos preços dos ativos de crédito no mercado secundário, criam um contexto ainda mais positivo para uma gestão ativa de fundos de crédito.

A Rio Bravo conta com uma equipe especializada nas diferentes tarefas necessárias para realizar a gestão

ativa, como a compra e venda de papéis (*trading*), a análise de empresas emissoras dos papéis e a gestão do fundo como um todo, avaliando rentabilidade, volatilidade e o prazo médio do portfólio.

Ao longo dos últimos meses, já aplicando os conceitos de gestão ativa, o time de gestão reequilibrou, diversificou e diminuiu o *duration* do portfólio, reduzindo a exposição a setores mais impactados pelo prolongamento da pandemia. Alguns exemplos são: locação de veículos (Movida), varejo (Burger King), educação (Cogna) e concessão rodoviária (Ecorodovias e Arteris). Com isso, a volatilidade do fundo foi reduzida e o caixa disponível, reforçado. Vale ressaltar que essas modificações realizadas na composição da carteira não alteraram o perfil de risco de crédito do fundo, mantendo mais de 95% do seu patrimônio em títulos com ratings superiores à A.

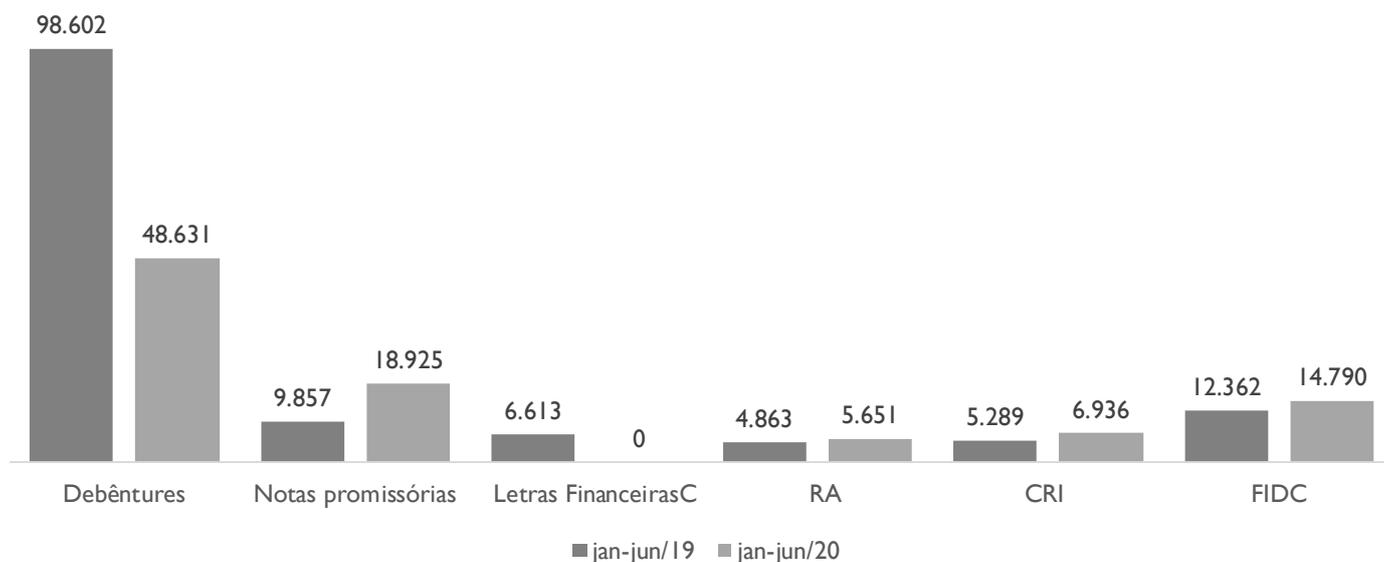
Ainda sobre a gestão ativa realizada, a Rio Bravo tem, desde o início do ano, aumentado sua participação no mercado secundário, com volume de transação no mercado secundário mensal equivalente a 10% do patrimônio do fundo. Essa gestão ativa em fundo de crédito torna-se cada vez mais representativa quando fazemos a decomposição da rentabilidade do fundo, conforme mostrado no gráfico abaixo:



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\$ 94,9 bilhões entre janeiro e junho de 2020, representando uma queda de 31,1% em relação ao

mesmo período do ano anterior. As emissões de debêntures equivalem a R\$ 48,6 bilhões do total de captações entre janeiro e junho de 2020 (-50,7% vs o mesmo período do ano anterior).

Mercado Doméstico (R\$ Milhões)



Investimentos Imobiliários

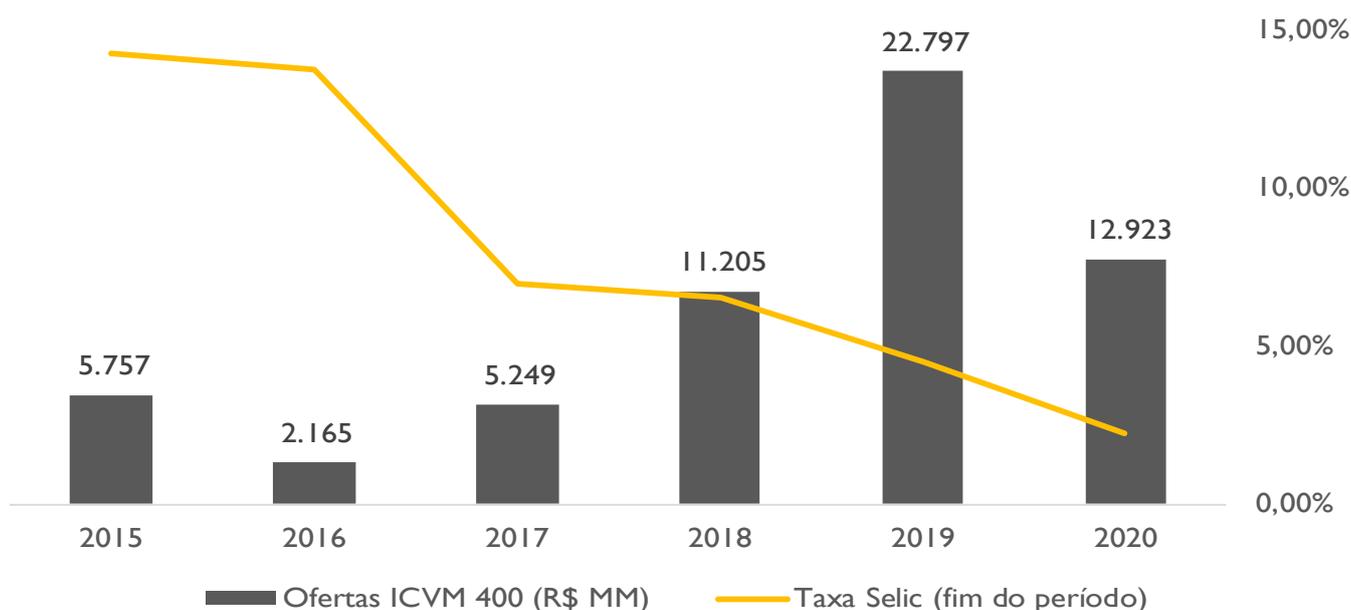
Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

Em 2019, o mercado de fundos imobiliários entrou em um novo ciclo de expansão e, mesmo com o atual cenário de crise causado pelo coronavírus, os fundos imobiliários continuam em franca expansão em seus diversos aspectos. Até maio de 2020, o número de fundos imobiliários listados atingiu o patamar recorde de 265¹ fundos e a quantidade de investidores dessa indústria, em junho deste ano, chegou a 901 mil, sendo 896 mil pessoas físicas.

Esse movimento teve como forte propulsor a queda expressiva da taxa Selic, que criou um ambiente mais propício para ativos de maior risco e, conseqüentemente, maior retorno esperado no mercado financeiro. Alinhado com a baixa volatilidade das cotações dos fundos imobiliários listados em bolsa, o resultado desses fatores levou a um grande movimento de captações dentro das ofertas ICVM 400 e ICVM 476. Em 2019, esse movimento foi bastante claro, chegando a um volume de ofertas recorde de aproximadamente R\$ 35,8 bilhões.

Volume de ofertas ICVM 400 lançadas no mercado vs. Taxa Selic no fim do período



Fonte: Rio Bravo, Bacen e CVM

O ano de 2020 começou dando continuidade ao ciclo de expansão visto em 2019. Entre janeiro e fevereiro, o mercado de Fundos Imobiliários captou aproximadamente R\$ 6,5 bilhões em ofertas ICVM 400 e ICVM 476, sendo que 63,1% desse volume foram ofertas para o público em geral. Tal cenário positivo foi impulsionado por uma expectativa de recuperação econômica mais acentuada e com a manutenção dos juros baixos.

Com o início da crise sanitária que ocorreu entre a última semana de fevereiro e o início de março, as incertezas e a grande volatilidade dos ativos acabaram por pressionar as ofertas e a diminuir as captações. Com a aceleração de todo o cenário pandêmico, o mercado de FIs viu muitas de suas ofertas sendo postergadas ou até mesmo canceladas.

O mercado de capitais, apenas começou a dar sinais de volta na segunda quinzena de abril. Como o Brasil vive um período de deterioração das expectativas econômicas, o que abre uma janela de oportunidade de compra de ativos descontados, somado a uma taxa de juros básica nas mínimas históricas, não demorou muito para a volta das ofertas de fundos imobiliários ocorrer. De abril até julho, o mercado de FIs já captou aproximadamente R\$ 5,1 bilhões, sendo 61,3% desse volume ofertas restritas (ICVM 476).

Do volume total captado no ano, os destaques ficaram para os fundos imobiliários de recebíveis, que representaram 27,6% das captações e para os fundos de fundos (FoFs), que representaram 24,4% das captações. Sobre os fundos de tijolo, o destaque ficou para o setor de Logística e Industrial que representou 21,1% das captações totais. Tal setor, foi um dos menos afetados pela crise pandêmica, como mencionado na nossa carta de estratégia de maio.²

As ofertas restritas (ICVM 476) são mais rápidas de serem lançadas no mercado portanto, tiveram sua recuperação mais forte que ofertas para o público em geral (ICVM 400). Como já citado, o mercado imobiliário poderá passar por um momento de oportunidade de compra de ativos e, em momentos como esse, para conseguir aproveitar

tais oportunidades é essencial que os compradores tenham celeridade na obtenção dos recursos. Como as ofertas ICVM 400 tem um tramite mais demorado, o lançamento das ofertas destinadas ao público em geral, que foram estruturadas no final do primeiro e início do segundo semestre, deve ocorrer entre os meses de agosto, setembro e início de outubro.

Por fim, com a volta do mercado de capitais, os investidores deverão observar ofertas de FIs de diferentes setores imobiliários e não apenas os mais comuns como FOFs, CRIs, lajes corporativas, galpões logísticos e shoppings. Conforme o mercado se desenvolve, novas teses alternativas e mais sofisticadas devem começar a surgir, como por exemplo fundos educacionais, residenciais e relacionados ao agronegócio. Tal mudança, que já havia se iniciado no final do ano passado e foi interrompida pela crise pandêmica, deve ser acentuada (i) pelo cenário de juros baixos e (ii) pelas oportunidades de aquisição de ativos imobiliários que a crise pode trazer.

² “No limite”, Carta Estratégias Maio, disponível em: https://riobravo.com.br/Documents/Estrategias/Estrategias_2020-05.pdf

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

Sobre o marco do saneamento básico

O modelo atual de saneamento básico no Brasil se comprovou um grande fracasso. Até 2019, de acordo com o Instituto Trata Brasil¹, quase metade da população não possuía atendimento de coleta de esgoto – deste, apenas 46% é tratado. Quando falamos em água potável, aproximadamente 35 milhões de brasileiros não têm acesso ao serviço, e isso, em grande parte, se deve ao alto desperdício de água nos municípios brasileiros. Mais de 80% das 100 maiores cidades brasileiras desperdiçam acima de 30% da água potável, sendo que, em algumas localidades, esse número alcança os lamentáveis 70%. Mesmo nas 100 maiores cidades do nosso país, os dados² não são nada animadores, revelando que o acesso à coleta de esgoto é restrito a 72% dos habitantes. Para piorar essa situação, o esgoto coletado nem sempre é tratado. Tudo isso faz com que inúmeros cidadãos sejam continuamente expostos a doenças causadas direta ou indiretamente pela falta de saneamento básico.

Após mais de dez anos de discussão, desde o PLS 96/10, e com a recente aprovação no Congresso do PLS 4.162/19, o presidente Jair Bolsonaro sancionou, em 16 de Junho, com vetos importantes, a Lei 14.026/2020, que propõe o novo marco legal do saneamento básico, de forma a universalizar os serviços e abrir as portas do setor para investimentos privados, que hoje detém uma participação de apenas 6% na prestação do serviço. O saneamento básico é o próximo capítulo na saga da modernização do país e promoção da retomada do crescimento por meio de investimentos

maciços em Infraestrutura, fruto do trabalho sério liderado pela Secretaria do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI), que atua em apoio a Ministérios e Agências Reguladoras, visando articulação com o parceiro privado.

Parcerias com o setor privado para destravamento de investimento e desenvolvimento da infraestrutura são fundamentais em qualquer economia de mercado, mas, no segmento de saneamento básico brasileiro, é ainda mais essencial dado o quadro atual de baixo atendimento e pouca qualidade nos serviços oferecidos a uma grande parte da população brasileira. Em um cenário de arrocho fiscal ainda mais severo e com um orçamento público para investimento extremamente disputado, somente o investidor privado, capitalizado e em busca de projetos bem estruturados, trará mais de R\$ 700 bilhões em aportes necessários para que água tratada e coleta de esgoto cheguem, respectivamente, a 99% e 90% da população brasileira até 2033. Além desse objetivo direto, milhares de empregos serão criados nas mais diversas regiões brasileiras, em especiais as mais remotas e desatendidas, proporcionando dignidade e renda à população e contribuindo com a retomada do tão sonhado crescimento econômico sustentável.

Antes de mais nada, saneamento básico é uma ferramenta fundamental para o suprimento de condições mínimas de saúde pública e proteção ao meio ambiente, evitando, de forma simples e barata, a incidência de doenças negligenciadas, internações e a desnutrição e mortalidade infantil, provendo melhoria da qualidade de vida e conseqüente redução do custo

1 Ranking do Saneamento Básico 2019, Instituto Trata Brasil.
2 Sistema Nacional de Informações sobre Saneamento - SNIS 2018

da prestação de serviços de saúde na rede pública. Estima-se cada R\$ 1 investido em saneamento gera R\$ 4 de economia em tratamento de saúde. O esgotamento encanado e tratado reduzirá de forma expressiva a poluição dos rios e mananciais, que atualmente geram custos socio-econômicos e externalidades negativas incalculáveis.

O novo modelo, que voltará ao Congresso para discussão dos onze vetos presidenciais, ataca três dos principais problemas que explicam a baixa cobertura e precariedade dos serviços: o 1º é regulatório, pois como o poder concedente é o município, há uma multiplicidade de regras. A Agência Nacional de Águas (ANA) assumirá o papel de coordenação, editando normas de referência. O 2º problema é a eficiência: as empresas estatais atualmente utilizam os “contratos de programa”, que são renovados sucessivamente, sem licitação e sem regras claras nem metas de desempenho. O marco estabelece metas para essas empresas, independente se públicas ou privadas. Caso contrário, elas terão os contratos terminados. Por último, a escala assume um papel chave: para garantir rentabilidade, as empresas de saneamento precisam de um grande número de usuários, por isso, se concentram nas grandes cidades. O marco cria blocos de municípios de tamanhos variados para viabilizar o atendimento também para as pequenas cidades.

Ainda que tenham gerado desconforto entre alguns parlamentares, os vetos presidenciais soam como

vitória para o cidadão, reafirmando os propósitos primazes da lei. Entre os principais vetos, citamos o artigo 20, que limitava a obrigação da celebração de contratos de concessão via licitação apenas aos serviços de abastecimento de água e esgotamento sanitário, excetuando resíduos sólidos urbanos e drenagem; parte do artigo 14, em que os titulares dos serviços públicos de saneamento poderiam exigir indenização quanto a bens reversíveis não amortizados das empresas estatais, caso não autorizassem a venda de controle; e o artigo 16, que permitiria a prorrogação de contratos de programa pelo prazo máximo de 30 anos, mediante acordo entre as partes até 31/03/2022, prazo máximo para as companhias estaduais e municipais demonstrarem capacidade de investir. Além disso, a prestação de serviço sem vínculo contratual ou com vigência expirada poderia ser considerados contratos de programa e, assim, serem renovados.

Dessa maneira, a nova lei trará os incentivos econômicos necessários aos investimentos, como segurança jurídica e regulatória, eficiência e escala, abrindo o caminho para que o mercado de capitais passe a suprir tanto capital tanto em forma de equity como em dívida, através das Debêntures Incentivadas criadas pela Lei 12.431/11. Importante mencionar que essa forma de financiamento de projetos para infraestrutura já supera os desembolsos de financiamentos de importantes fontes estatais para a infraestrutura nacional nos últimos anos (vide Gráfico 01).

Debêntures Incentivadas vs. BNDES - R\$ bilhões

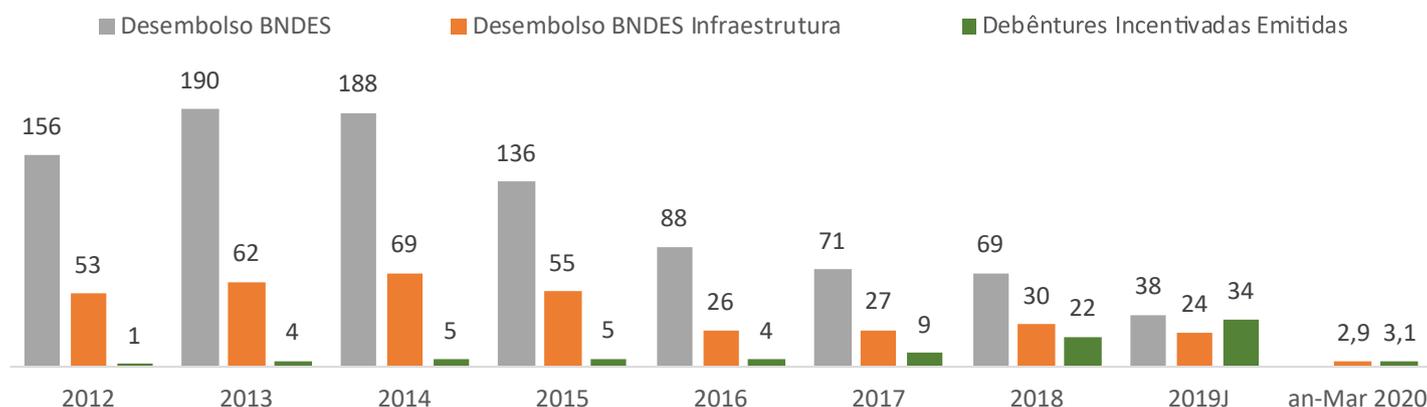


Gráfico 01: Histórico de Desembolsos para Infraestrutura

O financiamento privado ainda é pouco explorado em saneamento em relação a seu potencial. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA³), apenas 2,3% do montante desembolsado em debêntures de infraestrutura desde 2018 foram destinados ao segmento, em um total de sete projetos (vide

Tabela 01). Contraintuitivamente, dentro de todos os segmentos de infraestrutura, o setor de Saneamento é o que conta com a maior alavancagem em suas emissões em relação aos investimentos necessários (Capex), o que demonstra como o mercado de capitais é subaproveitado.

Histórico de Emissões de Debêntures Incentivadas

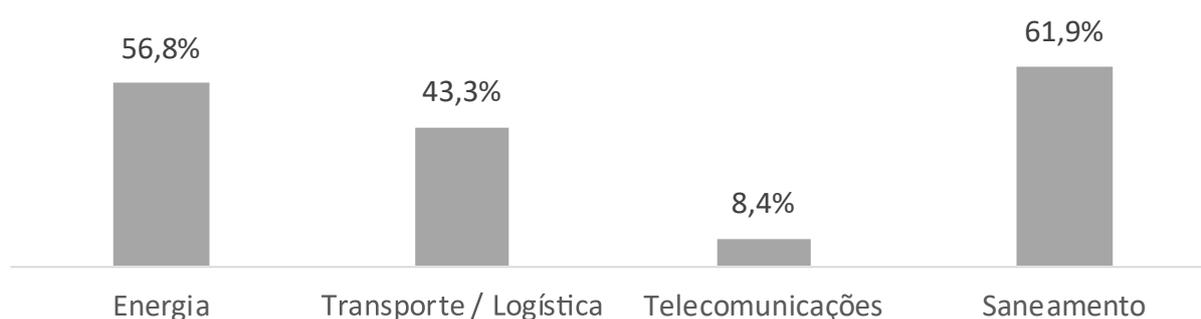
desde 2018

	Quantidade	Montante R\$ mm	Maturidade média	Spread IPCA+
Energia Elétrica 1	47	41.681	12,1 5	,6%
Transporte e Logística 2	2	9.869 1	0,4	5,2%
Saneamento 7	1	.428 7	,4 5	,0%
Petróleo e Gás 4	5	.600 1	0,6	3,9%
Outros 4	1	.378 8	,3 5	,3%
TOTAL	184	59.956	11,6 5	,5%

?

Participação de Debêntures de Infraestrutura em Relação ao CAPEX dos Projetos

% do Total - Média aritmética simples de todas as emissões



Conforme informações de mercado, os investidores preveem quadruplicar o investimento total anual no setor de saneamento básico, inclusive com uma movimentação grande dos atores estratégicos fundos de investimentos e bancos, tanto nacionais como estrangeiros.

A expectativa é de que os operadores que atuam no segmento, além de atores que já operaram no passado, assumam a liderança, tanto por já conhecerem o modelo de negócio como pela escala nas operações já existentes. Numa 2ª onda, companhias e investidores que já atuam em concessões de infraestrutura discutem uma frente de atuação em saneamento, considerando semelhantes premissas. Esse é caso de grupos que

operam em infraestrutura logística e no setor elétrico, que estudam o segmento já há algum tempo à espera de um marco atrativo. Algumas operadoras, inclusive, são apoiadas por sócios privados financeiros nacionais e internacionais, que têm interesse em aumentar sua exposição ao setor. Esses fundos podem dar suporte financeiro às empresas numa capitalização ou podem fazer coinvestimento, como sócias nos projetos.

Os investidores já têm olhado uma série de ativos de concessões em curso, em estados como Alagoas, Rio de Janeiro e Mato Grosso do Sul. Por outro lado, como posto acima, até o final de março de 2022 a agenda de privatizações não devem ganhar velocidade já que as companhias públicas teriam prazo para demonstrar capacidade de investimentos. Assim, a agenda de concessões e PPPs deve ganhar espaço no curto prazo.

A privatização da Companhia Estadual de Águas e Esgotos do Rio de Janeiro (CEDAE), cujo leilão deve ocorrer ainda em 2020, chama atenção pelos números: 14 milhões de pessoas serão beneficiadas, por meio de investimentos de R\$ 33,5 bilhões. Para setembro, o leilão da Companhia de Saneamento de Alagoas (CASAL) deve atrair R\$ 2 bilhões em investimentos, beneficiando 1,5 milhões de cidadãos. Além disso, avançam as tratativas das primeiras regionalizações de saneamento do Brasil (formação de blocos), respectivamente no Amapá e Acre. Mais importante que as cifras, segundo o PPI, não há expectativa de incremento tarifário em função dos grandes ganhos de eficiência e escala que o portfólio de concessões e privatizações atualmente oferece.

Dessa forma, após longas discussões e embates, o marco do saneamento chega em boa hora, ainda mais na situação atual de pandemia, em que melhor remédio preventivo é justamente o ato de lavar as mãos. Urge, assim, a necessidade de universalização

dos serviços, de forma eficiente, o que somente ocorrerá por meio de ambiente regulatório seguro e por meio de recursos privados. Não há dúvidas de que os maiores beneficiados com a aprovação final do marco serão aqueles mais necessitados: milhões de brasileiros que terão sua saúde preservada e dignidade respeitada.

Renda Variável

Paulo Bilyk
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Vale (VALE3)

Maior produtora de minério de ferro do mundo, a Vale mostrou uma incrível resiliência na oscilação de preço do seu principal produto tornando-se uma empresa de caráter defensivo durante a pandemia do COVID-19. Com a depreciação cambial no ano, o lucro operacional deve subir substancialmente nos próximos trimestres caso as condições não mudem. Em termos de valuation, quando comparamos com seus principais pares de mercado – Rio Tinto e BHP –, a empresa negocia a múltiplos consideravelmente inferiores. Nesta carta, falaremos sobre possíveis explicações que justificam a alta do minério de ferro no ano e como a retomada de dividendos pode destravar valor para os acionistas.

Em um primeiro momento, era de se esperar que, com o PIB global recuando 5% em 2020, a demanda por construção e, conseqüentemente, por aço – principal uso do minério de ferro – sofresse, impactando negativamente o preço dessa commodity. Essa dinâmica, contudo, não se estabeleceu, uma vez que as atividades chinesas – responsáveis por mais de 60% do consumo global de minério de ferro – se recuperaram rapidamente e, ao mesmo tempo, houve redução nos embarques por parte dos principais produtores, diminuindo, por um curto espaço de tempo, a disponibilidade da matéria-prima em portos chineses. Esse leve descompasso entre oferta e demanda e as diversas notícias de estímulos por parte da China com o intuito de aquecer novamente a atividade contribuíram para uma alta superior a 30% do preço do minério em dólares por tonelada.

Como comentado, houve menor volume exportado nos dois primeiros trimestres do ano, porém, a depreciação cambial e a alta do preço do minério em dólar mais do que compensam esse efeito em termos de lucro operacional. Caso esse cenário prevaleça, a Vale terá forte geração de caixa sem grandes projetos em seu horizonte e com nível de endividamento muito baixo, o que nos leva à pergunta: O que fazer com tanto caixa?

Antes suspensa, a Vale anunciou ao mercado no dia 29/07/2020 a retomada da sua política de dividendos, nos mesmos moldes da política anterior, sendo de 30% de seu EBITDA, deduzido do seu Capex de manutenção. Conforme já mencionado, a empresa tem uma geração de fluxo de caixa livre bastante elevada, por isso, estimamos que o dividend yield da Vale pode chegar a 10% ao ano, a depender do cenário, fazendo da empresa uma das maiores pagadoras de dividendos da bolsa numa conjuntura de juros baixíssimos. Nesse sentido, a Vale vai se aproximar dos seus pares internacionais no quesito de dividendos, podendo esta ser uma razão para a companhia voltar a negociar a múltiplos mais próximos a seus principais pares internacionais. Vale lembrar que, antes da tragédia de Brumadinho, a Vale era vista como excelente pagadora de dividendos. Com o acidente, o pilar de dividendos da tese de investimentos em Vale se desfez temporariamente, tendo contribuído para um fluxo vendedor bastante forte. Com a retomada do pagamento de dividendos, poderemos ver a retomada do fluxo comprador para o papel.

Por fim, a Rio Bravo acompanha de perto as novidades relacionadas a Brumadinho, seja no que se refere ao cumprimento das normas públicas, ou, ainda, no desenrolar de multas/valores a provisionar, bem como nos impactos para a sociedade. É importante destacar que houve avanços consideráveis em relação à segurança das barragens e aos aspectos ambientais com o avanço do plano de descomissionamento das barragens, mitigando, assim, os riscos de um novo acidente no futuro.

Multimercados

Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

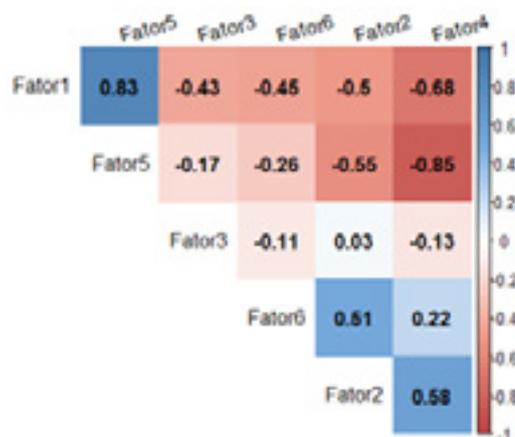
A volatilidade dos preços dos ativos nos últimos meses foi maior do que se imaginava, mesmo em um cenário de crise. Tantos episódios assim, particularmente no Brasil, desde 2008 deixam clara a necessidade de se compor a carteira de investimentos com ativos e fundos sem correlação com o mercado. O poder da diversificação das estratégias sistemáticas já foi alvo de textos e análises neste espaço e, neste mês, o assunto é a desconexão entre os modelos, ou fatores, do fundo Rio Bravo Pandas.

Ao longo desses últimos sete meses, vimos o Ibovespa cair aproximadamente 45% em meados de março, e desse ponto até o final de julho o Ibovespa teve uma alta de 61,9%, ainda acumulando uma queda de 11% no ano. De maneira parecida, o IFIX (índice de fundos imobiliários) chegou a ceder para 32,2%, mas recuperou 26%, mantendo uma queda acumulada de 14,5% no ano.

Mesmo com todo esse cenário de turbulência nos mercados, o Rio Bravo Pandas se mostrou resiliente mais uma vez. Enquanto o Ibovespa derretia, o fundo acumulava uma alta de 4,23%. Podemos atribuir grande parte dessa performance à maneira como estruturamos nosso portfólio. Como já discutimos em cartas anteriores, a estratégia do Rio Bravo Pandas é investir no mercado brasileiro através de modelos de fatores long-short. Uma das principais características que exploramos ao construir nosso portfólio de fatores é a correlação que eles possuem entre si.

Correlação é uma medida estatística que pode variar de -1 a 1 e mede o grau da dependência entre duas variáveis. Na área de finanças, uma aplicação comum da correlação é para medir se dois ativos se movem com comportamentos similares. Dizemos que dois ativos têm alta correlação (coeficiente de correlação próximo de 1) quando sobem ou caem juntas e baixa correlação (coeficiente de correlação próximo de -1) quando se movimentam em sentidos opostos.

Abaixo, temos a matriz de correlação de seis fatores que compõem o Pandas, o que mostra como nossos fatores são desconexados entre si.



Essa descorrelação contribui para um portfólio diversificado com menor risco e volatilidade. Enquanto alguns de nossos fatores performam melhor que outros em períodos mais voláteis por serem estratégias mais defensivas, também temos fatores que performam melhor em momentos de alta. E essa diversificação nos permite ter o ótimo desempenho durante períodos de queda de mercado e capturar boa parte em momentos de alta.

*

Em junho, o Rio Bravo Pandas obteve uma rentabilidade de 0,67%, ou 345% do CDI. No ano, o fundo sobe 6,15% e o CDI 1,96%. A exposição bruta do fundo permanece reduzida devido à alta volatilidade recente, mas está progressivamente voltando à normalidade. A posição líquida comprada permanece em aproximadamente 10% com mais de 125 papéis no portfólio.

As estratégias de tendência foram os grandes destaques do mês. Essas estratégias performaram bem tanto na queda que vimos em fevereiro/março como na recuperação subsequente dos ativos de risco, evidenciando o comportamento benéfico que a inclusão desse tipo de estratégia tem em períodos de estresse. Todas as estratégias de momentum tiveram retornos positivos no mês, enquanto as estratégias de Valor tiveram resultados mistos, mas liquidamente positivos.

O Rio Bravo Previdência subiu 5,52% em julho; enquanto o CDI rendeu 0,19%, o IMA-B, 4,39% e o Ibovespa, 8,27%. No ano, o fundo sobe 2,55% e em 12 meses, 10,55%. O portfólio se manteve inalterado, com um aumento passivo da carteira de equities para quase 40% do fundo, trazendo rendimento de 3,93% no mês. As posições de melhor performance foram B3 e Eneva, rendendo 66bps e 55bps respectivamente. A posição aplicada em juros real se beneficiou novamente do fechamento da curva de juros no mês, subindo 2,25%. O fundo continua com duration da posição de juros abaixo do IMA-B em agosto e o principal ponto de atenção na carteira de renda variável são os resultados dos balanços do 2º trimestre.

Performance

	Renda Fixa		Renda Variável	MultiAssests & 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
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
agosto 19	0,50	0,44	0,54	-0,07	-0,77	-0,46	0,50	-0,67	0,48	7,92	8,66	7,61	-0,61	-0,11
Ano	-1,18	1,55	-3,32	2,80	2,55	6,14	1,96	-11,01	-13,20	36,29	29,54	20,19	2,65	-14,53
12 meses	0,58	3,46	11,97	2,73	10,55	3,42	4,18	0,23	6,60	42,39	34,23	38,01	8,09	2,69
24 meses	7,29	9,14	51,93	11,34	36,34	13,54	10,85	29,91	55,28	40,00	38,95	33,16	37,86	26,86
36 meses	15,09	16,07	51,65	20,48	43,87	35,43	18,79	57,65	74,16	67,18	65,72	62,28	47,15	32,45
48 meses	30,47	30,03	55,61	-	60,02	44,34	33,79	81,24	119,67	70,88	59,37	91,36	69,70	58,15
Desde o início	197,20	199,63	744,87	29,18	87,05	58,58								
PL Atual (R\$Mil)	121.439.248	14.894.193	4.704.775	12.283	11.520.480	3.755.642								
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.)	0,45%	0,35%	2,00%	1,50%	1,10%	0,90%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	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
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 renda fixa
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 | 2107 6600

www.riobravo.com.br