

ESTRATÉGIAS
RIO BRAVO

LIMONADA E CAFÉ FRIO

FEVEREIRO 2018

A reforma da Previdência vinha sendo a estrela da companhia, a razão de ser do governo Michel Temer, sua principal e mais importante realização na economia, inclusive porque retirava o foco da recuperação, ou dos temas conjunturais de curto prazo, e

permitia um olhar mais elevado sobre o legado dessa presidência. Entretanto, as dificuldades com o assunto vinham se acumulando, bem como a perda de substância do projeto, que vinha sendo depenado e agitado a cada novo revés.

LIMONADA E CAFÉ FRIO

Junte-se a isso o fato de a sucessão presidencial estar se afastando de Michel Temer, que parecia esvaziar-se com o fracasso da reforma previdenciária e com várias candidaturas que trariam o governo federal como um sócio minoritário, meio radioativo e de utilidade duvidosa.

Foi então que veio o que o próprio presidente teria designado como “uma jogada de mestre”: a intervenção federal no Rio de Janeiro motivada e concentrada na questão da segurança pública e a vigorar até o final de 2018. A Constituição não pode ser alterada durante a vigência de intervenção federal em estado da federação, de modo que a reforma da Previdência ficava oficialmente engavetada, embora o Presidente afirmasse, ao menos inicialmente, que os trâmites poderiam avançar e que a intervenção poderia ser suspensa temporariamente para a votação. Era jogo de cena e vozes do STF e mesmo do Parlamento logo afastaram essa possibilidade.

O impacto político da medida foi gigantesco e majoritariamente positivo para o Presidente, que conseguiu uma saída para o provável fracasso da reforma previdenciária através de um mergulho na pauta da segurança pública. O interventor, o general Braga Junior, não tinha planos para o que fazer no Rio de Janeiro, tampouco o ministro Raul Jungmann, deslocado dias depois para a recém-criada pasta da Segurança Pública.

Não faltaram críticos a apontar o oportunismo da medida e a motivação política bem evidenciada pelos improvisos em seus desdobramentos. Mas foi um sucesso de público, com grande aprovação da opinião pública no Rio de Janeiro, e um fato político que fez crescer a figura do Presidente justamente quando parecia mais enfraquecido. Em um rompante talvez mesmo proposital, um assessor chegou a falar de uma candidatura à reeleição, um delírio, ao menos na primeira vez que foi pronunciada, mas de que já se fala com alguma naturalidade.

“

O Presidente conseguiu uma saída para o provável fracasso da reforma da Previdência

Muitos viram nessa fala, e no episódio de forma mais geral, apenas uma tentativa de manter a presença do Presidente no cenário político, assim evitando, segundo dizem, que lhe servissem “café frio” no Palácio. Candidato ou não, Michel Temer retomou a iniciativa e saiu da posição de irrelevância onde estava.

Pouco se falou, ao menos inicialmente, nos aspectos econômico, e mais especificamente fiscais, da intervenção e aqui houve muita negociação nos bastidores. O decreto de intervenção estabelece que as despesas da iniciativa,

LIMONADA E CAFÉ FRIO

mesmo quando envolvendo recursos estaduais, seriam de responsabilidade do governo federal. Ou seja, na prática, a intervenção é também – e principalmente – um programa econômico para financiar ações na área da segurança pública. Nesse sentido, se assemelha bastante ao que foi feito no passado, por ocasião de grandes eventos, quando tropas do Exército e dinheiro federal foram generosamente servidos ao Rio de Janeiro. É claro que esse precedente seria o modelo para a intervenção que, a rigor, não precisava ser oficial para interromper a votação de emendas constitucionais. Mas, conforme já explicado acima, essa modalidade servia para oferecer uma saída para a derrota quase certa na emenda da Previdência.

“

Candidato ou não, Michel Temer retomou a iniciativa e saiu da posição de irrelevância onde estava

Uma segunda vantagem da intervenção era do inevitável imperativo de estender o mecanismo aos outros estados com problemas fiscais e de segurança até piores que os do Rio de Janeiro. Todos estão mais que abertos a programas federais de investimento da segurança em seus estados, desde que fora do regime de intervenção. Em pouco mais de uma semana, já sob a coordenação do novo ministério, um programa

federal de financiamento foi lançado, com linhas oferecidas para os estados, que reagiram de forma mista, um deles explicitando que transferências são bem-vindas, mas não empréstimos. Com efeito, muitos estados não têm capacidade financeira para se endividar, a começar pelo Rio de Janeiro, de modo que há certo ceticismo sobre o desenrolar desse programa, para o alívio da equipe econômica.

“

Na prática, a intervenção é também um programa econômico para financiar ações na área da segurança pública

O vazio deixado pela suspensão do tema da Previdência gerou uma tentativa por parte da área econômica de relançar uma agenda de providências legislativas que não apenas mantivesse a base mobilizada como buscassem criar algum efeito positivo nas expectativas. A maior parte das 15 medidas anunciadas já está tramitando no Congresso, o que provocou em Rodrigo Maia um curioso comentário: estão nos servindo café frio.

Dentre as medidas, estão a reoneração da folha, a regulamentação do teto do funcionalismo, o cadastro positivo, os depósitos voluntários, a lei de finanças públicas, a duplicata eletrônica, a extinção do fundo soberano, a desestatização da

LIMONADA E CAFÉ FRIO

Eletrobrás e a autonomia do Banco Central. O deputado Rodrigo Maia está correto em que tudo isso já está em andamento e como são matérias de lei ordinária ou complementar são mais fáceis, portanto, não trazem o “desafio” de uma reforma de grande porte. Mas cada uma dessas matérias pode ser relevante se corretamente conduzida, ou desastrosa, se dominada pela irresponsabilidade.

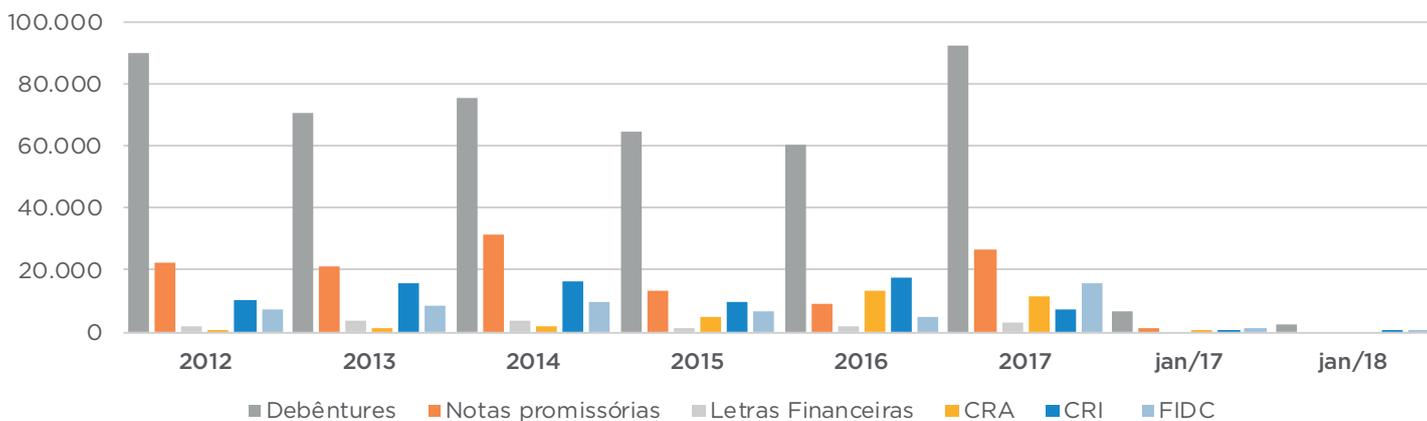
De todas essas matérias, a que mereceu atenção imediata foi a da autonomia do Banco Central do Brasil (BCB), tendo o senador Romero Jucá

como relator. Trata-se aí de dar mandatos fixos aos dirigentes do BCB à semelhança do que se faz com os conselheiros de agências reguladoras, uma providência sensata e que já deveria ter sido tomada há tempos. Entretanto, Jucá manifestou o interesse de introduzir a ideia do “duplo objetivo” na medida, impondo uma meta de atividade (ou emprego) junto com a de inflação. O BCB é frontalmente contrário e esse deve ser o caminho da medida, a prevalecer o bom senso. Mais uma vez o café frio deverá se transformar em limonada.

As captações de recursos em renda fixa (Debêntures, NPs, LFs, CRIs, CRAs e FIDCs) via mercado de capitais atingiram um total de R\$ 2,63

bilhões em janeiro de 2018. Tal montante representa uma redução de 70% com relação ao mesmo mês do ano anterior.

Mercado de Capitais - Emissões de Renda Fixa
(R\$ milhões)

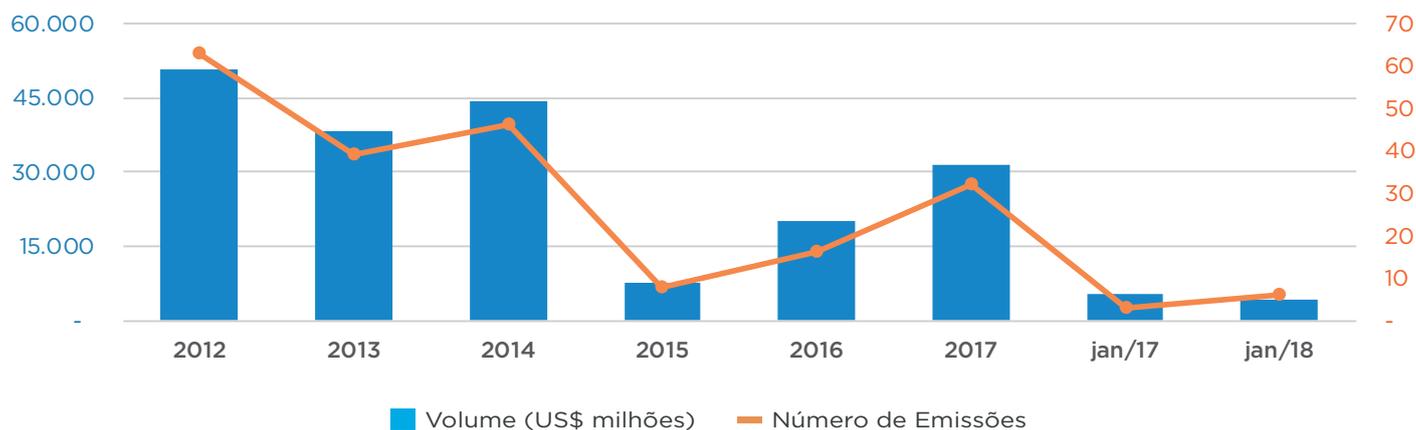


Já no mercado externo de dívida, a alta liquidez continua a impulsionar os ativos de países emergentes. Apesar do volume consolidado de emissões externas do mês ter sido menor, US\$ 4,4 bilhões (vs. US\$ 5,2 bilhões | -15% a/a), mais empresas foram a mercado, com um total de seis

emissões contra quatro emissões no mesmo período do ano anterior. Destaque para as captações de CSN (Rating B-, US\$ 350 MM, 5 anos e yield de 7,875%), JBS (Rating B, US\$ 900 MM, 10 anos e yield de 6,75%) e Natura (Rating BB, US\$ 750 MM, cinco anos e yield de 5,375%).

RENDA FIXA

Emissões Externas - Renda Fixa



Em destaque entre as companhias que pretendem captar no mercado local nas próximas semanas, estão Rio Paranapanema Energia (Rating AA+ pela Moody's, R\$ 320 MM em séries de cinco e sete anos), Unipar Carbocloro (Rating AA- pela Fitch, R\$ 350 MM em

séries de dois e quatro anos), além das subsidiárias Energisa MT, MS e PB, que estão emitindo debêntures com garantias da Holding numa série de três anos com um montante de R\$ 470 MM, R\$ 150 MM e R\$ 180 MM, respectivamente (Rating AA+ pela Fitch).

O mercado de condomínios logísticos já começa a dar sinais de recuperação no Brasil. Esse tipo de ativo, que é utilizado pelas empresas para estocagem de produtos, tem sido importante para as companhias na definição do plano de distribuição de mercadorias para o consumidor final. Trata-se, além disso, de um patrimônio bem correlacionado com a capacidade de consumo da população e tem sido mais demandado pelas empresas com a melhora na atividade econômica observada em 2017.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio de dezembro/2017, o volume de vendas do varejo em 2017 subiu 2% em termos reais em relação a 2016, com destaque para os setores de móveis e eletrodomésticos (9,5%) e tecidos e vestuários (7,6%). Já em relação à produção, a indústria brasileira expandiu 2,5% em 2017, após quedas em 2014 (-3,0%), 2015 (-8,3%) e 2016 (-6,4%). Na prática, isso significa mais oferta e mais demanda de produtos e mercadorias, que, conseqüentemente, precisarão ser estocados em ativos específicos para esse propósito. Isso explica o aumento de demanda por aparatos logísticos, conforme observado no ano passado.

Segundo a consultoria imobiliária Jones Lang LaSalle, a absorção líquida de condomínios logísticos no Brasil foi de 589 mil m², contra 354 mil m² em 2016, ou seja, um aumento de 66% na demanda por esse tipo de imóvel. Do

lado da oferta, também é esperada uma redução no lançamento de empreendimentos, o que deve diminuir a taxa de vacância e eventualmente trazer poder de barganha para os proprietários na negociação das locações/ocupação do ativo. Em 2012, o Brasil tinha 10,6 milhões de metros quadrados de condomínios logísticos. A expectativa econômica para o Brasil nos anos anteriores fez com que o estoque em 2016 fosse de 18,1 milhões de metros quadrados, ou seja, um crescimento de 14% a.a. nesse período. Em 2017 e 2018, o crescimento deverá ficar próximo de 4% a.a., representando, assim, uma redução significativa no lançamento de novos empreendimentos. Com isso, a taxa de vacância desse tipo de imóvel em 2017 encolheu 2,24 pontos percentuais em relação a 2016, chegando a 25,7% no fechamento do ano, sempre de acordo com a Jones Lang LaSalle.

O mercado de Fundos Imobiliários (FIIs) também parece ter acreditado e reagido a esses fundamentos econômicos. Os FIIs que investem em imóveis do segmento de logística e industrial tiveram a segunda melhor rentabilidade do IFIX em 2017, totalizando 35,4% no ano, contra o 9,9% do CDI e 19,4% do próprio IFIX.

O crescimento e a popularização do e-commerce também favorecem os proprietários dos ativos logísticos. Nos EUA, país onde as compras pela internet já estão bem popularizadas e continuam se consolidando, os REITS de logística obtiveram uma

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

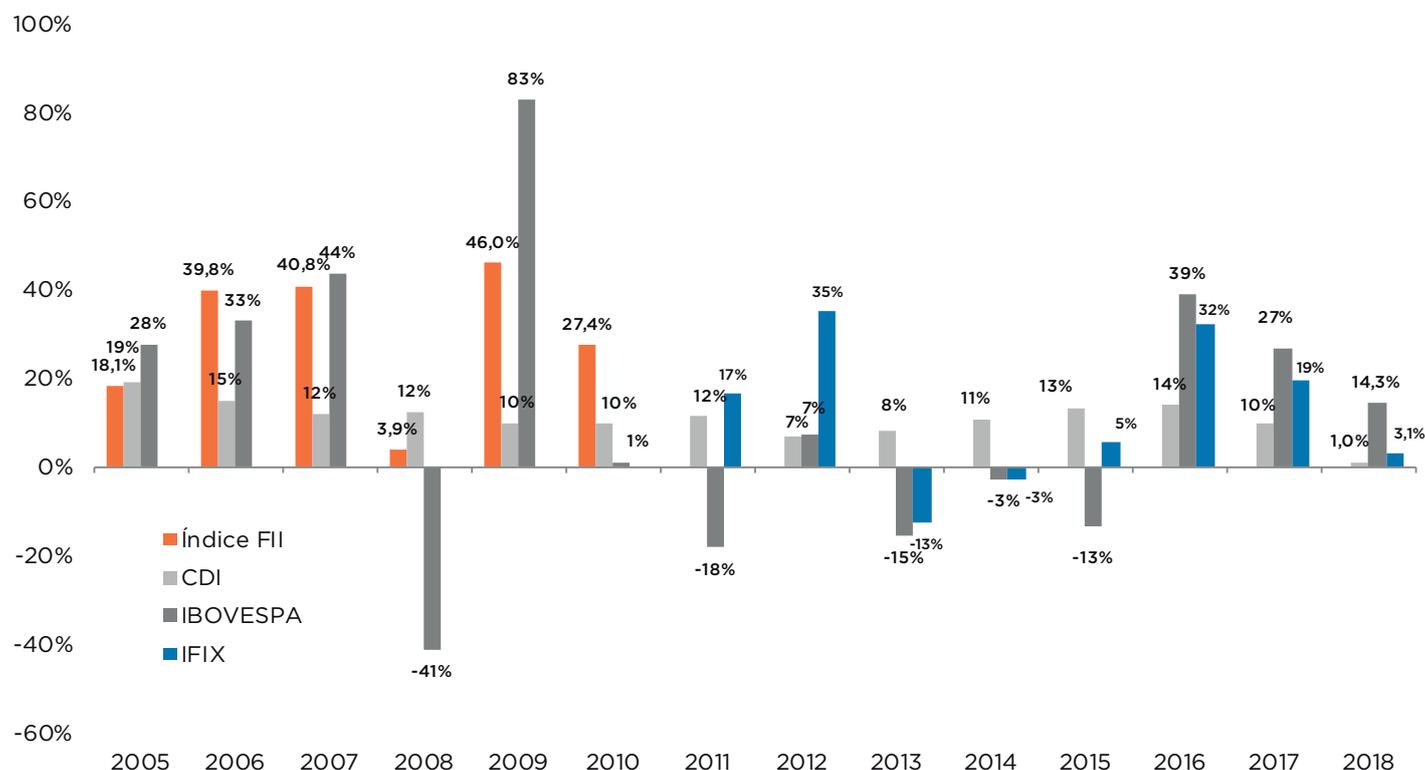
rentabilidade de 20% em 2017, bastante elevada para os patamares americanos. Isso porque a dinâmica de compras pela internet exige um processo bastante complexo de logística para que os produtos possam chegar no tempo mais rápido possível para os consumidores. Em 2017, o mercado de e-commerce no Brasil cresceu 12%, segundo a Associação Brasileira de Comércio Eletrônico (ABComm).

Diante de tais fatos, acreditamos, sim, que que os condomínios logísticos poderão ter boa performance para os próximos anos. O investidor deve sempre atentar para a qualidade do

ativo, do contrato e principalmente a localização do imóvel. Propriedades com localizações estratégicas tendem a ter vantagem competitiva, pois as empresas deverão trabalhar buscando cada vez mais eficiência logística e redução nos prazos de deslocamento a partir de agora.

IFIX

No gráfico abaixo, é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como uma carteira teórica elaborada com os FIIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBovespa.



A realização nas bolsas americanas no começo de fevereiro, com uma sessão classificada como verdadeiro “flash crash”, deu o tom aos mercados mundiais na primeira metade do mês. A segunda metade, porém, viu mercados e ativos financeiros reencontrando sua tendência de alta. Não foi diferente no Brasil, mesmo com o adiamento, agora oficial e sem data prevista, da votação da reforma da Previdência.

Ao contrário de janeiro, no entanto, os principais índices de referência ficaram apenas ligeiramente acima do CDI, com o Ibovespa subindo 0,52% e IMA-B 0,55% contra CDI de 0,47%.

No Rio Bravo Apollo, nosso cuidado com volatilidade e preocupação com uma mudança no cenário externo pagaram dividendos no mês. O fundo teve performance bem acima da média da indústria e também do benchmark (1,08% ou 232,82% CDI).

Estávamos vendidos no Ibovespa e na bolsa americana no momento da realização e entendemos corretamente o ponto de realização das duas posições. No resto do mês, houve compressão das taxas de juros de médio prazo que ofereciam prêmios muito elevados, exatamente as maiores posições estruturais no portfólio do fundo há meses. As taxas médias de 2019 e 2020 cederam 60bps e 30bps, respectivamente.

Com a queda do juro real e procura por ativos de qualidade no momento em que o Banco Central reduz sua taxa básica para a mínima histórica de 6,75%, as posições de NTN-B e fundos imobiliários também ajudaram. Houve, assim, colaboração de diversas classes de ativos para o resultado superior do fundo, ao mesmo tempo em que sua correlação diminuiu para o resto da indústria.

Olhando para frente, continuamos positivos e ajustando posições ao momento forte observado no exterior, tanto nos mercados desenvolvidos quanto nos emergentes, mas sempre seletivos, pois não acreditamos em um período sem picos de volatilidade e solavanco algum.

Em relação ao mês anterior, zeramos a aposta na atuação do Banco Central (BC) através de opções de COPOM. Com números de inflação continuamente baixos, agentes de mercado estão dando mais de 50% de probabilidade do BC cortar 25bps adicionais na reunião do COPOM de 21 de março. Realizamos nosso ganho com cenário-base de manutenção apontado pelo próprio BC em ata. A inclinação da curva favorece ainda mais o FRA de 2020 negociado acima de 10,15% a.a. (o FRA 2019 já cedeu para correntes 8,40%), enquanto o juro em 2018 e primeiro trimestre de 2019 deve ficar estável abaixo de 7,00%. Adicionalmente, as taxas mais longas se encontram todas em 10,50% a partir de outubro de 2020 sem prêmio algum de

MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

risco ou tempo. Aumentamos o “Fly de FRA” em que aplicamos na taxa média de 2021 e captamos na taxa média de 2022, apostando em uma inclinação da curva de juros que gere entre 40bps e 50bps de prêmio entre um ano e o seguinte.

Para finalizar, em todo o cenário-base positivo, o nível de juro real nos parece elevado. Havíamos alocado nas NTNs-B50, mas esses títulos longos terão dificuldade de romper os 5% por falta de compradores institucionais no nível ou abaixo dele. Encurtamos a aposta trocando a B50 pela B26, já que estrutural-

mente, em especial no ano em que o Banco Central do Brasil pode sancionar juro real próximo a 3%, o prêmio de 4,75% deve ceder mais facilmente ao longo de 2018. A queda de juro real e a falta de ativos continuarão favorecendo o IFIX e seus fundos imobiliários. Zeramos algumas posições que bateram em seu “target price” para abrir espaço para emissões que devem sair com algum desconto para o mercado secundário. Essas operações mais táticas, feitas por gestores profissionais, devem continuar gerando ganhos excedentes com baixa correlação para os principais benchmarks.

PERFORMANCE (%)

	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Apollo FIC FIM	Rio Bravo Portfólio Diversificado I FIC	Rio Bravo Portfólio Diversificado II FIC	Rio Bravo Portfólio Diversificado Internacional	Rio Bravo Portfólio Diversificado Equities FIC FIA	Rio Bravo Juros FIC FIM	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Columbia Threadneedle FIM IE	Rio Bravo Pandas FIC FIM	CDI	Ibovespa	SMLL	Euro	Dólar	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA - B	IFIX
fevereiro 17	0,50	0,41	-3,65	1,08	0,54	0,42	-0,66	-1,67	1,26	0,25	-3,16	2,40	0,47	0,52	-0,37	0,13	1,88	-3,47	0,55	1,15
janeiro 17	0,62	0,54	7,98	0,69	1,17	1,87	-2,91	7,06	0,97	3,84	0,70	2,07	0,61	11,14	4,34	-0,11	-3,78	2,30	3,43	2,64
dezembro 17	0,54	0,48	4,90	1,00	1,06	1,00	0,91	4,59	1,42	1,62	1,02	3,36	0,54	6,16	7,03	1,85	1,36	1,56	0,80	0,60
novembro 17	0,58	0,50	-3,13	0,58	0,30	0,31	-0,26	-3,02	0,49	-0,82	0,99	1,21	0,57	-3,15	-2,43	2,04	-0,10	0,02	-0,76	-0,59
outubro 17	0,64	0,59	0,55	0,67	1,23	0,29	3,56	-0,55	0,26	0,44	5,25	1,96	0,65	0,02	-1,48	1,99	3,44	4,12	-0,38	0,23
setembro 17	0,64	0,58	3,46	1,65	1,34	1,46	0,72	3,64	1,63	2,04	2,98	1,72	0,64	4,88	3,68	-0,37	0,43	3,54	1,81	6,58
agosto 17	0,80	0,75	5,54	0,88	1,17	1,10	1,64	5,20	1,19	2,76	0,75	0,29	0,80	7,46	8,55	1,33	0,76	0,87	1,34	0,86
julho 17	0,84	0,75	3,85	0,90	0,88	1,47	-4,54	3,79	2,25	3,51	-2,50	1,05	0,80	4,80	8,14	-2,11	-5,53	-2,23	4,00	-0,38
junho 17	0,99	0,78	0,73	1,06	0,97	0,79	1,54	0,92	0,18	-0,64	1,17	0,20	0,81	0,30	0,39	4,21	2,52	0,88	0,16	0,85
maio 17	1,00	0,88	-2,45	0,31	0,44	-0,02	2,18	-1,66	0,14	-0,07	7,60	1,61	0,93	-4,12	-1,08	4,79	1,58	5,82	-1,19	1,03
abril 17	0,75	0,75	2,40	1,34	0,97	0,54	2,28	1,50	0,62	0,12	6,72	-1,09	0,79	0,65	3,43	4,05	1,76	5,71	-0,32	0,15
março 17	1,10	1,00	0,37	1,36	1,09	1,05	0,51	-0,26	1,30	0,57	6,99	0,10	1,05	-2,52	-1,45	1,27	0,37	6,02	1,04	0,20
fevereiro 17	0,91	0,83	3,54	0,98	1,21	1,17	0,32	2,97	1,45	3,64	-0,32	0,14	0,86	3,08	5,69	-3,40	-1,21	-1,32	3,85	4,87
Ano	1,12	0,96	4,04	14,64	1,72	2,29	-3,55	5,27	2,24	4,10	-2,48	4,52	1,08	37,78	3,95	0,02	-1,97	-1,26	3,97	3,82
12 meses	9,35	8,30	21,74	-	11,76	10,77	4,78	20,76	12,31	14,30	31,92	15,84	8,97	28,04	31,74	20,58	4,41	27,60	10,85	13,93
24 meses	25,49	22,75	54,32	-	30,31	27,25	-8,26	67,36	32,72	42,41	9,73	25,76	24,23	103,77	116,41	-9,21	-17,92	-	40,54	70,93
36 meses	42,36	38,66	24,41	-	45,06	43,28	19,33	52,28	45,22	42,37	-	-	41,01	64,90	67,74	21,76	11,76	-	56,02	68,91
48 meses	58,52	53,19	24,62	-	-	56,93	43,98	54,05	62,55	50,41	-	-	56,50	83,17	47,35	23,13	38,19	-	79,58	77,33
Desde o início	169,94	168,39	550,02	14,64	49,28	180,80	45,35	45,80	107,66	44,31	4,07	33,44								
PL Atual (R\$Mil)	371.479	11.216	11.959	60.654	76.990	10.191	4.109	6.172	22.355	16.691	27.403	4.293								
Data de início	14/08/08	27/12/07	8/09/04	4/01/17	09/10/14	3/09/08	11/12/13	16/04/12	10/06/13	12/03/13	29/09/15	17/08/15								
Taxa de administração (a.a)	0,45%	0,35%	2,00% ¹	1,50%	0,04%	0,60%	1,75%	0,70%	0,70%	1,10% ²	0,08%	0,90%								
Taxa de performance (a.a)	-	-	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder CDI	-	-	-	-	10% do que exceder CDI	-	-	25% do que exceder CDI								

¹ Taxa de administração máxima, compreendendo a taxa de administração dos fundos investidos: 0,50% a.a

² Taxa de administração máxima, compreendendo a taxa de administração dos fundos investidos: 1,10% a.a

RIO BRAVO INVESTIMENTOS

Mario Fleck
Chief Executive Officer
mario.fleck@riobravo.com.br

Gustavo Franco
Estrategista-chefe
gustavo.franco@riobravo.com.br

Paulo Bilyk
Chief Investment Officer
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Rafael Rodrigues, CFA®
Diretor
Renda Variável
rafael.rodrigues@riobravo.com.br

Alexandre Fernandes
Diretor
Renda Fixa
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

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

Eduardo Levy
Diretor
Multi-Assets & Portfolios
eduardo.levy@riobravo.com.br

Charles Putz
Responsável
Ativos Ilíquidos
charles.putz@riobravo.com.br

Eros Dalhe
Diretor
Operações
eros.dalhe@riobravo.com.br

Rodrigo Gatti
Gestor
Compliance
rodrigo.gatti@riobravo.com.br

Fabio Cardoso
Editor de Conteúdo

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Scheila Lofrano, CFP®
Diretora
11-3509-6687
scheila.lofrano@riobravo.com.br

Rafael Conrado
11-3509-6689
rafael.conrado@riobravo.com.br

Daiana Pires
11-3509-6639
daiana.pires@riobravo.com.br

PERSONAL ADVISORY

Felipe Vaz Guimarães
Diretor
11-3509-6622
felipe.guimaraes@riobravo.com.br

INVESTIDORES INDIVIDUAIS

Julio Ortiz Neto
Diretor
11-3509-6620
julio.ortiz@riobravo.com.br

Rio Bravo Investimentos S.A.
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3.º andar
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. (55 11) 3509-6600 / 2107-6600
www.riobravo.com.br

Recomendação ao investidor: As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Rio Bravo Investimentos Ltda. não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimetnos tomadas com base neste material.



