

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



## SEM CARÊNCIA

DEZEMBRO 2015

O ministro chefe da Casa Civil, Jacques Wagner, a propósito da decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) de regulamentar o rito do processo de *Impeachment*, declarou que a decisão demarcava um “renascimento do governo”, que, assim, ganhava “grau de liberdade para poder atuar”. Em seguida, no entanto, a substituição do ministro Joaquim Levy por Nelson Barbosa parecia terminar o reinício,

pois, como afirmou “O Estado de São Paulo”, em editorial<sup>1</sup> de 23/12/2015: “Com uma longa folha corrida, repleta de palpites infelizes sobre política econômica, o economista Nelson Barbosa assume o Ministério da Fazenda sem carência para testar sua capacidade e seus propósitos. O período de graça concedido, com frequência, a novos ministros é incompatível com seus antecedentes.” →

---

<sup>1</sup> Barbosa, testado e desgastado. Editorial publicado pelo jornal “O Estado de S. Paulo” em 23 dez. 2015. Disponível em: <http://opinio.estado.com.br/noticias/geral,barbosa--testado-e-desgastado,10000005558>



## SEM CARÊNCIA

→ Pois é assim que termina o ano de 2015: incompleto, incerto e absolutamente insatisfatório. Há tempos não se via tamanho desalento e desencanto com as possibilidades do país. Stefan Zweig (1881-1942) nunca foi tão lembrado (“O Brasil é o país do futuro – e sempre será”).

Não há solução para a crise de governabilidade, meramente uma pausa, e a oposição queria mesmo que o assunto do *impeachment* ficasse adiado para a volta do recesso parlamentar, depois de os senhores parlamentares travarem contato com as suas bases e avaliarem o tamanho da recessão em que encontra o país. Em nosso último informativo<sup>2</sup>, chamamos a atenção para o fato desta recessão ser, ao que tudo indica, a pior da História, perspectiva que se mantém ainda mais forte no término do ano. É neste oceano de frustrações que ficarão imersos os representantes do povo nos próximos 30 dias, findos os quais o país teria mais de 100 mil desempregados.

Enquanto isso, firma-se, mais que nunca, a ideia de que Dilma Rousseff é ministra da Fazenda de si mesma, um conceito com o qual este infor-

mativo já trabalha há tempos. Longe de ser um sinal de fortalecimento, esta opção apenas reforça a solidão cada vez maior da presidente. Vem do Palácio a ideia de que a nomeação de Barbosa *para manter o que Levy vinha tentando* destina-se a assegurar o apoio do PT na luta contra o *impeachment*. É lamentável que a fidelidade do próprio partido do governo tenha que ser conseguida mediante a nomeação de um personagem desejado pelas suas bases; pois, se o apoio do PT não é incondicional, os preços a pagar pelos outros apoios necessários para preservar seu mandato serão bem mais elevados.



*Há tempos não se via tamanho desalento e desencanto com as possibilidades do país*

Por mais que a queda de Levy já fosse tida como certa no início de dezembro, e por mais previsível que fosse a ausência de qualquer vírgula controversa nas falas do novo ministro, assim mesmo, o real enfraqueceu e também a bolsa, nos primeiros dias da mudança. É muito bem

<sup>2</sup> A maior recessão da História. “Estratégias Rio Bravo”, nov. 2015.



SEM CARÊNCIA

achada a expressão do “Estadão”, segundo a qual o novo ministro inicia seu trabalho “sem carência”. A situação em tudo se parece com as da época da hiperinflação, e a ascensão de Barbosa lembra, em particular, a de Bresser-Pereira, destinado a fazer um novo experimento heterodoxo bem feito, sendo que apenas a perspectiva histórica permitiria que se notasse a contradição em termos nessa expectativa. O Plano Bresser, iniciado em junho de 1987, foi a primeira de diversas reprises pioradas do Cruzado, já sem inovações de interesse, e explorando o que havia de pior no Cruzado, um congelamento de preços que teve efetividade apenas parcial durante um par de meses, e quando já colapsava ainda havia dois anos de mandato pela frente sob a liderança do presidente José Sarney. Nelson Barbosa parece o Bresser-Pereira de Dilma Rousseff.



*Nelson Barbosa parece o Bresser-Pereira de Dilma Rousseff*

Em nosso informativo de dezembro de 2014, a propósito das perspectivas de 2015, observamos: “a presidente reeleita parece estar em fim de mandato antes mesmo da posse.” Naquela

altura, a inflação beirava o limite aceitável pelo regime de metas e terminou 2014 com o IPCA acumulado em 12 meses em 6,41%, ou seja, a pouquíssima distância da necessidade de o presidente do BCB escrever uma carta aberta ao ministro da Fazenda para explicar o descumprimento da meta. Esta “bola na trave” havia ocorrido em 2011, quando o IPCA para o ano terminou em exatos 6,5%, mas nos anos que se seguiram foi possível ficar dentro do intervalo de tolerância, ainda que sem muita folga: 5,84% para 2012 e 5,91% para 2013. Para 2015, não há a menor chance de o presidente Alexandre Tombini livrar-se da obrigação de escrever a sua primeira carta aberta para explicar o descumprimento da meta. Na verdade, pelo andar da carruagem, parece difícil que esta rotina não se repita em 2016.



*No final do recesso parlamentar e judiciário, o país terá um reencontro com o seu destino*

Mas assim como a decisão do STF, considerada rigorosa e desfavorável ao *impeachment*, acabou servindo a um importante propósito – o de afastar em definitivo qualquer alegação de “golpe” –, a queda de Levy também teve o seu

## SEM CARÊNCIA

lado positivo: ninguém pode atribuir o desempenho horroroso da economia à austeridade e ao neoliberalismo, pois os resultados fiscais de 2015 serão provavelmente piores que os de 2014, como sinalizamos em nosso informativo anterior. A julgar pelas falas iniciais de Nelson Barbosa, a mesma orientação deverá prevalecer na sua gestão, e a menos que haja alguma mágica recuperação da governabilidade, não se deve esperar de Barbosa sucesso maior que o de Levy em fazer avançar reformas necessárias para o progresso do país. E novamente não se poderá culpar a responsabilidade fiscal recém adotada, ao menos na intenção, pelo desastre econômico em andamento.

Logo no final do recesso parlamentar e judiciário, o país terá um reencontro com o seu destino, e poderá novamente ponderar sobre suas possibilidades. A este respeito, vale lembrar uma observação do ex-ministro da Fazenda, Pedro Malan, um dos melhores que o Brasil já teve: “Nunca concordei com a assertiva de que a política é a arte do possível apenas. A experiência demonstra que a política também é a arte de tentar fazer possível no futuro o que parece impossível hoje.” Na mesma linha, Fernando Henrique Cardoso acrescenta: “A política é a arte do necessário. Se nos restringirmos ao possível, nada muda”<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Ambas as citações de Gustavo H. B. Franco & Fabio Giambiagi (orgs.) “Antologia da Maldade”. Jorge Zahar Editores, Rio de Janeiro, 2015, p. 206.



O ano de 2015 registrou o menor volume financeiro de captações externas de recursos desde 2001. Entre bônus e empréstimos, o valor total de emissões corporativas no mercado internacional somou US\$ 9,2 bilhões, sendo que apenas oito empresas emitiram bonds no exterior (Votorantim Cimentos, Itaú-Unibanco, BRF, JBS, Petrobras, Globo Comunicações, Embraer e Oi). Esse volume representa queda de 86% em relação ao ano anterior, que somou US\$ 64,6 bilhões.

O rebaixamento do rating soberano pela S&P e Fitch para BB+, e o possível *downgrade* pela Moody's (que alterou a perspectiva para negativa, indicando possível ação de rating no prazo de três meses), impacta no rating teto de companhias sediadas no Brasil, restringindo investidores e tomando ainda maiores os custos de captação no exterior.

O período de jan-out/15 registrou também queda nos desembolsos e aprovações no BNDES, que atingiram R\$ 105,5 bilhões (-28%) e R\$ 81 bilhões (-46%), respectivamente. No mercado de dívida local (Debêntures e Notas Promissórias), entre jan-nov/15, foram captados R\$ 56 bilhões – queda de 37% em comparação ao mesmo período do ano anterior.

O mês de dezembro, entretanto, foi movimentado, com diversas empresas procurando melhorar o perfil da dívida no balanço de encerramento de 2015, como Comgás (R\$ 592 milhões), CCR (R\$ 400 milhões) e AES Tietê (R\$ 594 milhões). Também está em andamento emissões de Sabesp (R\$ 500 milhões), Localiza (R\$ 200 milhões), Celpe (R\$ 400 milhões), BR Malls (R\$ 200 milhões) e Cemig (Nota Promissória: R\$ 1,5 bilhão).

Entre as emissoras, destaca-se que mesmo empresas com rating nacional AAA têm realizado emissões mais curtas e com prêmio maior. Um exemplo claro é a Localiza (Fitch AAA bra / S&P br.AAA / Moody's Aa1.br), que vem a mercado com a 10ª emissão de debêntures, com prazo de cinco anos e taxa de 113,9% do DI, sendo que em abril/15 havia emitido por seis anos a 109,2% do DI, e em emissões anteriores, conseguiu prazos de até oito anos.

Embora não exista consenso entre os economistas se novos aumentos na taxa básica de juros teriam grande eficácia na contenção da inflação, o fato é que a curva de juros precifica uma expectativa de elevação de taxas em 2016. Essa perspectiva é um fator de pressão adicional para muitas companhias, visto que SELIC ou CDI indexam 50% da dívida deno-

## CRÉDITO

minada em reais de 26% das empresas que compõem o portfólio internacional monitorado pela Fitch. Destaca-se que um quarto destes emissores já foram rebaixados nos últimos 12 meses. Empresas como a CSN, que já comprometem mais de 80% de seu EBITDA com pagamento de juros e têm mais

de 50% de suas dívidas atreladas à SELIC, seriam as mais afetadas – Rede D'Or e Usiminas são outros exemplos de companhias que têm destinado parte relevante (> 40%) de seu EBITDA para pagamentos de juros e possuem a SELIC atrelada a mais de 50% de suas respectivas dívidas totais.



Em Dezembro, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de 3,6% contra -3,9% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 379,2%, ou 410,5% do benchmark, Ibovespa.

## SÃO MARTINHO

Nos últimos meses, iniciamos um investimento na São Martinho, uma das maiores produtoras de açúcar e etanol do Brasil.

Em suas quatro usinas, três delas no interior de São Paulo e uma em Goiás, a São Martinho possui uma capacidade de moagem de mais de 23 milhões de toneladas de cana-de-açúcar. A cana moída é destinada para a produção de açúcar ou etanol, com uma flexibilidade de 60%/40%, possibilitando que a companhia se aproveite de melhores oportunidades em um ou noutro mercado.

Os mercados de açúcar e de etanol têm dinâmicas bastante próprias. Como descreveremos a seguir, acreditamos que os fundamentos desses mercados estão fortes e possibilitarão bons resultados para a São Martinho no futuro, mesmo em um cenário econômico incerto.

O mercado de etanol segue uma dinâmica bastante dependente do preço da gasolina. Além disso, como o etanol gera em torno de 70% da energia gerada pela gasolina, seu preço acaba possuindo uma espécie de teto relativo ao preço da gasolina. A Petrobras, por sua vez, é quem determina o preço da gasolina. Seguindo a lógica, o setor de açúcar e etanol é sensível a qualquer mudança na precificação adotada pela Petrobras. Durante os últimos anos, o preço da gasolina foi mantido artificialmente baixo quando comparado aos preços internacionais. Tal prática não só teve sérias consequências financeiras para a Petrobras, mas, também, para as usinas de açúcar e etanol.

Ao longo de 2015, porém, dois fatores causaram uma mudança nesse contexto. Primeiro, com uma necessidade cada vez maior de aumentar sua arrecadação, o



## RENDA VARIÁVEL

governo recorreu a um aumento na CIDE sobre a gasolina, que até o momento estava zerada. Segundo, por não poder comprometer ainda mais seu fluxo de caixa, a Petrobras não apenas repassou a CIDE para o consumidor no começo do ano, como também adotou um aumento no preço da gasolina para o último trimestre de 2015. Foi neste momento que os preços do etanol sofreram uma guinada, subindo mais de 40% desde as mínimas de agosto.

Diferente do etanol, o açúcar produzido pela São Martinho é quase que totalmente exportado. Como qualquer exportadora, dois fatores diferentes afetam suas receitas, primeiro o câmbio e segundo o preço do produto em dólares. O Brasil, entretanto, é o maior exportador de açúcar do mundo e, por consequência, quaisquer fatores que influenciem a oferta local afetam diretamente o preço da commodity no mundo. Foi nesse contexto que nos últimos anos até meados de 2015 o preço do açúcar em dólares oscilou de certa forma compensando os movimentos do real, mantendo uma espécie de preços estáveis em reais.

No segundo semestre de 2015, o quadro começou a mudar. Além da forte desvalorização do real ante o dólar, o açúcar cotado

em dólares teve uma recuperação. Combinados, esses efeitos levaram a uma apreciação de mais de 40% no preço do açúcar em reais desde o final de agosto. Alguns fatores podem explicar um pouco essa recuperação: (i) preços melhores de etanol no Brasil, (ii) condições climáticas mais desfavoráveis (*El Niño*) em outros países exportadores de açúcar (Índia, por ex.), (iii) a primeira safra com déficit de oferta de açúcar em muitos anos, também influenciado pelos dois fatores anteriores.

Ademais, o mercado de açúcar possui outra importante característica que difere do mercado de etanol: segue uma dinâmica de *hedges*. De forma simplificada, os preços das vendas futuras podem ser travados com antecedência, tanto em dólares quanto em reais. A São Martinho adota esta prática e divulga essas informações trimestralmente. Acreditamos que a companhia esteja se aproveitando dessa recuperação nos preços para já travar rentabilidades melhores nas vendas dos próximos trimestres.

Por fim, com a situação fiscal do Brasil piorando, não se pode descartar a possibilidade de um novo aumento da CIDE na gasolina. Caberia, então, à Petrobras repassar este aumento ao consumidor ou absorve-lo,



## RENDA VARIÁVEL

mantendo o preço na bomba estável. Apesar de não ser improvável, uma medida como essa acentuaria ainda mais sua situação financeira por impactar diretamente seu fluxo de caixa. Dado este quadro para o preço da gasolina, acreditamos que as usinas desfrutarão de bons preços de venda do etanol no futuro.

No cenário econômico atual, está cada vez menor o grupo de empresas que desfrutam de alguma visibilidade em relação aos próximos anos. Os cenários de açúcar e etanol descritos aqui não só colocam a São Martinho dentro desse pequeno grupo, como também indicam bons resultados à frente, para a companhia e conseqüentemente para nosso investimento.



## Retrospectiva: Fundos Imobiliários

O ano de 2015 chega ao seu final, e entendemos por bem aproveitar esta última carta para repassar as principais tendências observadas no mercado de fundos de investimento imobiliário neste ano, bem como fazer uma análise do comportamento do IFIX ao longo dos meses, finalizando com um breve relato sobre um evento marcante ocorrido neste final de ano, e que estremeceu os fundos listados no mercado secundário.

Assim como era esperado, 2015 seguiu a tendência observada no ano anterior quanto às novas emissões, tanto em fundos novos, quanto em fundos existentes. De janeiro a dezembro, segundo informações da CVM, foram registradas apenas dez ofertas de emissões ICVM400, num total de aproximadamente R\$ 5,1 bilhões<sup>1</sup>, um crescimento de 7,5% frente a 2014, quando tivemos 16 ofertas, totalizando R\$ 4,7 bilhões. Apesar de termos um número menor de registros, esse crescimento se deu em função de poucos fundos com volumes relevantes, que mais que compensaram ofertas

de menor tamanho.

Outro fato que chamou a atenção dentre as ofertas registradas, tendência esta que já se desenhava em 2014, foi a destinação dos recursos para os quais as ofertas se propunham. Em 2015, praticamente a totalidade das ofertas públicas registradas destinavam-se, quase que exclusivamente, à aquisição de títulos e valores com lastro no mercado imobiliário, tais como LCIs, CRIs, LHs etc. Ou seja, em 2015, dado o cenário que se configurou, presenciamos uma predominância total do chamados “fundos de papel” (focados na aquisição dos mencionados títulos) sobre os “fundos de tijolo”, que, por sua vez, destinam seus recursos à aquisição direta de imóveis. Como era de se esperar, o incentivo tributário atrelado a esses títulos manteve o interesse por este tipo de ativo aquecido, e os fundos imobiliários atuaram como um veículo importante na alocação destes papéis.

Como já abordamos em cartas anteriores, um dos motivos pela perda da atratividade dos

---

<sup>1</sup> Excluindo-se Lote Adicional e Lote Suplementar da oferta



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

fundos de investimento imobiliário frente a outras modalidades de investimentos, e que levou a esta baixa movimentação do mercado nos últimos dois anos (comparado a outras épocas), foi o aumento da taxa básica de juros. Seguindo a tendência do ano de 2014, a taxa foi consecutivamente elevada durante 2015, fator que influenciou, também, o mercado de fundos listados. Como pode ser visto no gráfico abaixo, após iniciar o ano de 2015 em recuperação frente a 2014, as perspectivas de novos aumentos de taxas pelo Banco Central levaram o IFIX à sua mínima do ano ao final de março, resultando numa valorização negativa de 0,5% frente ao fechamento de 2014.



A partir daí, pudemos observar uma notável recuperação das cotas no mercado de bolsa,

uma vez que o mercado percebeu o desconto exagerado contido naqueles preços e o (em geral) alto *Dividend Yield* pago pelos fundos, apesar de sentirmos algum efeito na renda dos fundos em função do cenário macroeconômico e sua influência sobre o mercado imobiliário, especialmente. Sendo assim, o IFIX atingiu seu pico justo na metade do mês de julho, com valorização acumulada, no ano, de 10,7%. Daí em diante, o índice voltou a se depreciar um pouco, assumindo uma tendência de alta até o final de novembro, quando manteve certa estabilidade. E é assim que chegamos ao último tema desta breve retrospectiva.

Um dos grandes benefícios da indústria de fundos imobiliários é a isenção de imposto de renda sobre o rendimento mensal distribuído, desde que o fundo seja listado, tenha no mínimo 50 cotistas e o cotista beneficiado tenha menos de 10% das cotas emitidas. O mesmo gráfico acima, mais precisamente entre os dias 15 e 16 de dezembro, nos mostra o efeito causado pela insegurança de uma possível revogação desse incentivo.

Diante da necessidade de aumento da arrecadação por parte do governo, foi proposta uma alteração da Medida Provisória (MP) 694, que passaria a incluir mudanças significativas na tributação de diferentes modalidades



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

de investimentos, entre elas os fundos imobiliários. A MP original, que continha quatro artigos, acabou com mais de 40 no substitutivo do relator da medida, e sua votação proposta às pressas provocou um estresse relevante no mercado a ponto de proporcionar ao IFIX a maior queda diária de sua história (-4,8%). O relator, mesmo após flexibilizar alguns trechos de seu relatório (em nosso caso, aceitou manter a tributação atual para todo o estoque de fundos), não conseguiu um acordo com a oposição e representantes dos setores envolvidos, e por isso a votação foi adiada para fevereiro de 2016.

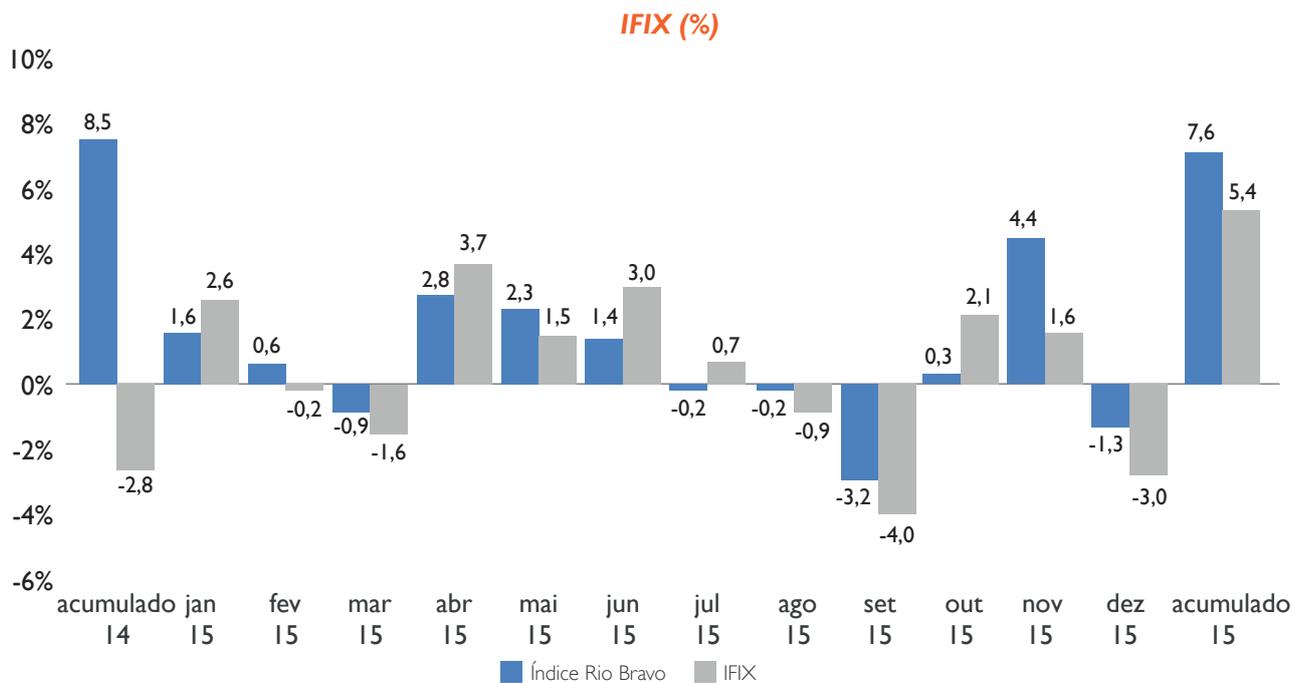
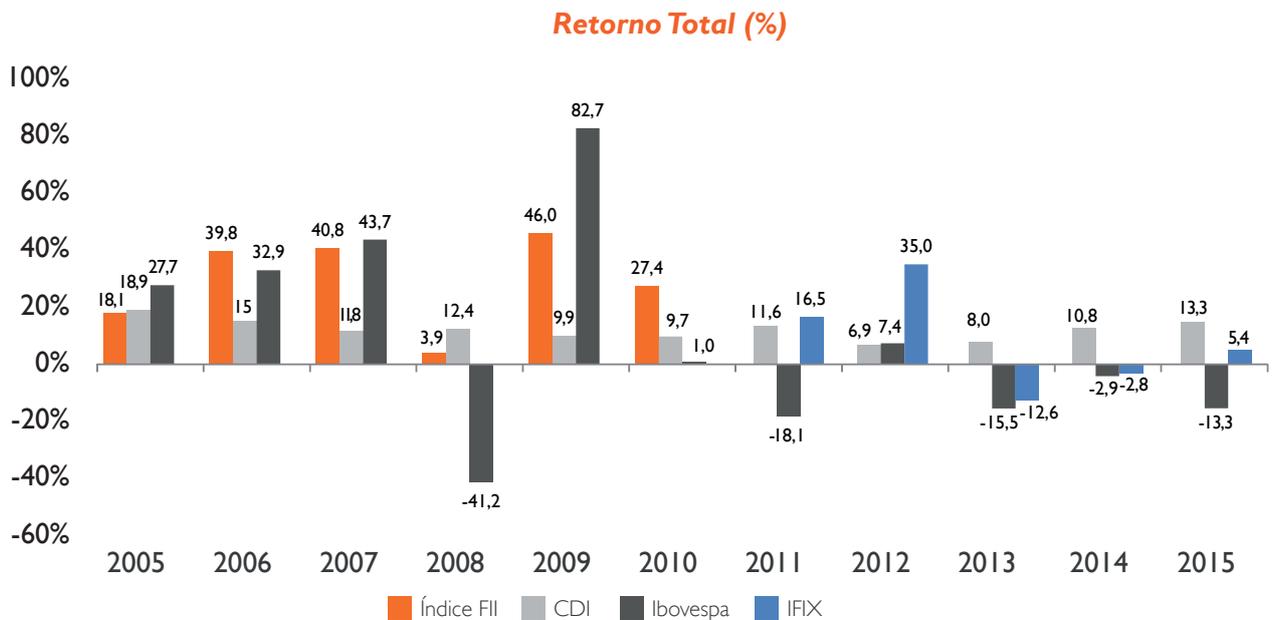
Com tal adiamento, as cotas apresentaram leve recuperação, sem atingir, no entanto, o patamar em que estavam antes desse tema vir à tona. Ao final do ano, o resultado do IFIX manteve-se no patamar positivo, e fechou com valorização de 5,4%, o que consideramos

um bom resultado frente ao cenário econômico desafiador que vivemos (em nosso caso, especificamente o setor imobiliário), e eventos extraordinários relevantes que acabam por influenciar diretamente o mercado de fundos de investimento imobiliário.

### IFIX

No gráfico ao lado é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como uma carteira teórica elaborada com os FIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBovespa. No segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até setembro de 2015, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FII – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries anteriores à criação do IFIX.

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS





Como posicionar portfólios de longo prazo de nossos clientes na entrada de 2016? E adicionalmente, onde encontramos valor nos mercados internacionais? (dica: renda variável na Europa).

Foi um ano difícil, como todos parecem concordar. Se o quarto trimestre de 2015 é indicativo, 2016 começa com desafios ainda maiores para os ativos financeiros e, consequentemente, para investidores e gestores igualmente. Como alocadores de longo prazo, o desafio é ainda maior por conta das volatilidades e correlações das classes investidas em janelas de prazo mais curtas.

Se a desvalorização do real era esperada e seu movimento foi claro até setembro passado, é importante notar que a moeda parece ter encontrado um nível de relativa estabilização no último trimestre de 2015. Considerando a deterioração dos fundamentos e as variáveis que indicam o nível ideal da moeda, entramos o novo ano ligeiramente comprados em uma cesta de moedas fortes (dólar e euro) para proteção de posições de risco.

Os últimos 12 meses também foram de deterioração do crédito no país, e toda e qualquer alocação em crédito atualmente precisa ser muito bem classificada. Se os fundos de crédito privado de alta qualidade e liquidez continuam se comportando adequa-

damente – e se mantêm endereço de alocação para as carteiras – os fundos de crédito high yield sofreram em muitos casos e demandam redobrada atenção olhando para frente. Investidores arrojados e de maior porte devem encontrar valor nessas aplicações, desde que o investimento seja feito de forma diversificada - por tomador, por instrumento de dívida e mesmo por gestor.

O mercado acionário atravessa momento muito difícil e pode continuar penalizado pelo investidor brasileiro. São poucos os gestores que conseguiram entregar resultados positivos operando ações no país. Eles existem, sim, mas os recursos alocados continuarão reduzidos nas diversas carteiras até que haja mudança positiva clara nos cenários econômico e político, assim como de momentum para estes ativos.

Acompanhando níveis de inflação mais elevados e deterioração rápida da situação fiscal, as taxas de juros e suas projeções se elevaram significativamente (+400bps). Aqui encontramos as melhores oportunidades para o começo do ano. Mesmo que o Banco Central



## MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

trabalhe com aumentos da taxa Selic, os juros embutidos nos títulos pré-fixados de curto e médio prazos apresentam prêmio elevado de risco. O resultado potencial é muito interessante, mesmo que tenhamos que esperar meses para que a curva se ajuste. De qualquer forma, o carregamento positivo é atrativo. Os títulos indexados à inflação também oferecem retornos adequados em cenários distintos, mas é preciso ter cautela com vencimentos longos, cujos prêmios aparentemente elevados podem continuar sofrendo em período de incerteza.

A diversificação e a baixa correlação entre os ativos e/ou fundos de um portfólio continuam sendo chave para resultado em linha com os riscos corridos, seja qual for o perfil do investidor. Liquidez também é prioridade. Ainda no primeiro trimestre de 2016, o Congresso tratará de dois assuntos específicos com importantes ramificações para toda e qualquer carteira de investimento. O processo de *impeachment* da presidente da República mudaria expectativas e a complexidade de todos os mercados, dando fôlego às mais diversas classes de ativos. Já a votação da Medida Provisória 694, que foca na estrutura de taxação dos mais variados instrumentos financeiros, teria a capacidade de destruir valor de fundos imobiliários, fundos de CRI,

debêntures incentivadas e mais. O monitoramento do texto e votação passa a ser prioritário para toda a indústria de gestão.

Como mencionado no começo deste texto, a alocação em moeda forte é saudável para carteiras de investimento. É importante, então, entender o cenário internacional e onde há oportunidades.

Em 2016, os mercados internacionais continuarão sofrendo com a desaceleração da economia chinesa. O ano será de baixo crescimento e baixo retorno mudo afora. Enquanto o Federal Reserve parece ter saído da situação emergencial, as políticas monetárias na Europa e Japão, através da atuação de seus respectivos bancos centrais, darão suporte adicional ao crescimento regional.

Serão bem sucedidos os investidores que conseguirem encontrar empresas com comprovada capacidade de crescimento orgânico. As ações dessas empresas devem operar com prêmios para seus pares, em um mundo financeiro com forte tendência de fusões, aquisições e elevados dividendos.

As condições, assim, favorecem o investimento em empresas europeias. Como subclasse, estão mais bem precificadas do que as em-



## MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

presas americanas, e conseqüentemente oferecem maior upside. O quantitative easing (QE) por parte do Banco Central Europeu, aliado aos preços de energia mais baixos, fraqueza do euro e afrouxamento das condições de crédito, melhoram o ambiente comercial para as empresas europeias. Já observamos sinais de melhora nas diversas economias da zona do euro, e assim os lucros internos no continente podem contribuir significativamente para a lucratividade geral.

Muitas empresas na Europa (exceto o setor

financeiro) têm balanços e fluxos de caixa sólidos, o que aponta para alta probabilidade de um ainda maior crescimento de dividendos, retorno de caixa e atratividade para operações de fusões e aquisições. Continuamos a favorecer as empresas com perspectivas de lucros robustos e poder de precificação de sua linha de produtos. O aumento da volatilidade nos mercados de ações criará boas oportunidades de investimento que gestores de fundos de alta convicção focados na Europa estarão bem posicionados para aproveitar.

	Crédito			Renda Variável		MultiAssets							Índices					
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Inflação FIRF	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Fundamental SMC FIA	Rio Bravo Multi Estratégia FIC FIM	Rio Bravo Juros FIC FIRF Crédito Privado	Rio Bravo Valor Institucional FIC FIA	Rio Bravo Mercados Emergentes FIM CP	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Absolute Yield FIC DE FIM CRED PRIV IE	Rio Bravo Portfólio Diversificado I	CDI	Ibovespa	IGP-M + 6%	SMLL	IMA - B	Dólar
dezembro 15	1,12	1,11	1,53	3,58	0,66	0,72	1,05	-1,50	-0,08	0,07	0,82	1,02	1,16	-3,92	1,11	-5,27	1,45	1,41
novembro 15	1,11	1,01	0,89	0,10	0,70	1,38	0,91	-0,64	0,50	1,35	0,95	1,06	1,06	-1,63	1,69	-1,98	1,03	-0,22
outubro 15	1,09	1,06	1,67	4,05	-6,50	0,96	1,33	1,56	-0,22	3,20	1,71	1,29	1,11	1,80	2,34	5,45	2,58	-2,87
setembro 15	1,06	1,07	0,46	-1,91	-1,25	0,76	-1,09	-1,92	7,36	-2,96	0,34	0,28	1,11	-3,36	1,41	-2,71	-0,68	8,95
agosto 15	1,05	1,07	-0,08	-8,00	-8,91	0,28	-1,43	-6,65	3,77	-2,23	0,56	-0,55	1,11	-8,34	0,77	-9,13	-3,11	13,43
julho 15	1,22	1,13	1,03	-2,17	-1,92	2,29	0,68	-2,29	9,68	-0,53	1,27	1,43	1,17	-4,17	1,23	-3,75	-0,73	3,62
junho 15	1,04	1,03	0,80	-2,35	-3,50	0,46	0,30	0,90	-4,49	-1,18	1,19	0,72	1,06	0,61	1,15	-1,17	-0,27	-2,40
maio 15	0,99	0,95	1,18	-4,76	-2,18	1,13	1,62	-3,33	5,71	-0,35	0,86	0,98	0,98	-6,17	0,91	-2,38	2,57	6,19
abril 15	0,96	0,91	1,06	5,67	3,94	0,11	1,27	4,77	-3,29	2,98	1,21	1,56	0,95	9,93	1,62	3,04	2,44	-6,68
março 15	1,03	0,99	0,82	-2,16	-1,54	1,82	0,28	1,94	9,84	-0,66	1,22	0,74	1,03	-0,84	1,47	0,89	-0,28	11,67
fevereiro 15	0,79	0,79	0,81	4,27	1,54	1,44	0,69	4,96	7,89	1,01	0,75	1,97	0,82	9,97	0,71	5,65	0,54	7,91
janeiro 15	0,97	0,88	1,45	-4,77	-4,24	-0,23	1,71	-9,62	0,43	-0,58	1,14	0,16	0,93	-6,20	1,25	-12,05	3,12	0,23
Año	13,16	12,69	12,24	-9,07	-21,46	11,69	7,53	-12,12	42,28	-0,08	12,69	11,16	13,23	-13,31	16,82	-22,36	8,80	47,01
12 meses	13,16	12,69	12,24	-9,07	-21,46	11,69	7,53	-12,12	42,28	-0,08	12,69	11,16	13,23	-13,31	16,82	-22,36	8,80	47,01
24 meses	25,84	24,31	27,17	-17,51	-25,27	20,51	20,03	-16,21	57,42	2,38	N/A	N/A	25,46	-15,84	28,42	-35,52	24,62	66,69
36 meses	35,57	33,86	N/A	-20,09	-25,69	27,15	14,48	-20,46	N/A	N/A	N/A	N/A	35,56	-28,88	43,67	-45,34	29,38	91,08
48 meses	47,47	44,30	N/A	6,11	N/A	42,57	36,21	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	46,97	-23,62	64,09	-29,67	51,35	108,17
60 meses	65,46	60,30	N/A	-11,21	N/A	57,89	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64,01	-37,45	82,78	-41,35	75,09	134,35
Desde o início	110,95	114,62	24,46	379,16	-16,42	96,85	18,94	-12,15	58,81	1,06	24,39	12,13						
PL médio * (R\$Mil)	153.046	46.970	17.466	48.547	61.361	9.792	18.093	5.592	12.281	14.075	22.728	21.202						
PL Atual (R\$Mil)	134.881	26.324	13.374	34.160	53.377	3.579	16.679	3.974	10.405	14.053	26.504	33.721						
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	17-mai-12	3-nov-08	10-jun-13	16-abr-12	11-dez-13	12-mar-13	18-mar-14	09-out-14						
Taxa de administração (aa)	0,45%	0,35%	0,65%	2,00%	1,50%	0,20%	0,10%	0,50%	1,75%	1,10%	0,50%	0,00%						
Taxa de performance (aa)	-	-	20% do que exceder 100% do IMA-B	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder SMLL	10% do que exceder CDI	10% do que exceder IMA-Geral	10% do que exceder IBOVESPA	10% do que exceder JPMorgan EMBI Global	-	10% do que exceder CDI	-						

\* Patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses



## 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 Alves Rodrigues, CFA**

Diretor  
Renda Variável  
rafael.rodrigues@riobravo.com.br

### **Alexandre Fernandes e Souza**

Diretor  
Crédito  
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

### **Luiz Borges de Medeiros Neto**

Diretor  
Private Equity  
luiz.medeiros@riobravo.com.br

### **Anita Spichler Scal**

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

### **Augusto Martins**

Responsável  
Investimentos Imobiliários  
augusto.martins@riobravo.com.br

### **Sílvio Junqueira Filho**

Responsável  
Infraestrutura  
silvio.junqueira@riobravo.com.br

### **Eduardo Levy**

Diretor  
Multi-Assets & Portfólios  
eduardo.levy@riobravo.com.br

### **Eros Dalhe**

Diretor de Operações  
eros.dalhe@riobravo.com.br

### **Rodrigo Gatti**

Diretor  
Compliance  
rodrigo.gatti@riobravo.com.br

### **Fabio Cardoso**

Editor de Conteúdo

## INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

### **Scheila Lofrano**

Diretora  
11-3509-6687  
scheila.lofrano@riobravo.com.br

### **Rafael Conrado**

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

## PERSONAL ADVISORY

### **Felipe Vaz Guimarães**

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

## INVESTIDORES INDIVIDUAIS

### **Julio Ortiz Neto**

Diretor  
11-3509-6618  
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  
Fax (55 11) 3509-6699 / 2107-6699  
www.riobravo.com.br

Recomendações ao investidor: As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor 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 Fundamental Investimentos Ltda. não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material.

