

Maio  
2021

# Estratégias Rio Bravo

Exclusivamente para uso institucional

# A demanda por otimismo

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

O pacote econômico do presidente norte-americano Joe Biden trouxe grande alento aos mercados no mês de maio, enquanto o IGP-M deu um susto: variação positiva de 4,10% para o mês, 14,4% acumulado no ano e incríveis 37,0% em 12 meses.



**O IGP-M de maio capturou muita desvalorização cambial e muito do aumento nas *commodities***

Os primeiros efeitos do pacote de Biden para o Brasil foram sentidos mais claramente nos preços das *commodities*, e foram muito positivos, sobretudo em conjunto com as “primeiras impressões” das medidas na atividade econômica. Há muito debate sobre o pacote, tanto junto à oposição quanto entre os democratas.

Ainda é cedo para estabelecer se vai ser inflacionário nos EUA, e mais ainda no Brasil, onde o movimento do IPCA já tinha despertado o Banco Central do Brasil (BCB) para um ciclo de alta dos juros, que está em pleno andamento. O IGP-M “gordo” mexe com todos esses raciocínios. Sabe-se bem que o pulo no IGP-M teve a ver com as *commodities* e com o câmbio. O IPCA já estava um pouco pressionado pelas mesmas razões.

Normalmente, o câmbio aprecia quando as *commodities* sobem de preço, mas nada tem sido muito normal nesses últimos meses, quando o câmbio depreciou pesadamente, meio que descolando dos fundamentos do balanço de pagamentos. É provável que venha algum frescor desse *overshooting* nas próximas semanas, mas o fato é que o IGP-M de maio capturou muita desvalorização cambial e muito do aumento nas *commodities*.

Entretanto, nem o mercado, nem o BCB, revelaram preocupação com o assunto, mesmo considerando que a variação para o mês de maio tenha sido maior que a meta anual de variação do índice de referência para o sistema de metas para a inflação (o IPCA). As expectativas para o IPCA oscilaram para cima, pouca coisa, para 2021 e 2022, mas mantiveram-se inalteradas, ou “ancoradas”, para adiante, atestando, mais uma vez, a credibilidade do sistema de metas.

O BCB renovou indicações de que prosseguirá no que chamou de “normalização parcial”, o que trará várias elevações da Selic-meta até certa proximidade, ainda não muito bem especificada, com a “taxa neutra” de juros. A percepção parece ser a de que a inflação vista nos últimos tempos, mesmo a que afetou o IPCA, tinha que ver com o dólar e com as *commodities*, e que ia passar. Como sugerido, inclusive, pela variação do IGP-M, cujas limitações metodológicas são bem conhecidas.



A composição do IGP-M é tal que as cotações das *commodities* e a taxa de câmbio têm muita influência sobre o índice (60% é a ponderação para os preços por atacado), e sua conveniência reside no fato de que a inflação do mês é conhecida no último dia do próprio mês, em razão de a coleta de preços se encerrar no dia 20, dando dez dias para a FGV preparar a conta. Sim, com isso, a inflação do mês possui 2/3 da variação dos preços no mês, e 1/3 que é capturado no mês seguinte, nesse caso, no IGP-M de 10 de junho.

A força do hábito é o que mantém um índice tão cheio de distorções ainda como de grande utilização, sobretudo em contratos no setor imobiliário (mormente de aluguel). Mas mesmo aí há muita conversa e muita disposição para transigir e negociar, como é próprio de setores onde os índices de correção são uma referência, mas todos sabem fazer conta, todos acreditam na lei da oferta e da procura e não no vestígio de ilusão monetária.

Entretanto, as flutuações do IGP-M, combinada com a resistência dos *players* no setor imobiliário em migrar para outros índices, podem levar o Congresso a introduzir limitações em lei nos reajustes de aluguéis, por exemplo, ainda que tratando diferentemente os aluguéis residenciais e comerciais.

Mas o pacote americano foi o grande assunto do mês.

Não se sabe ainda como será o efeito a médio prazo do pacote orçamentário de Joe Biden lá nos EUA, tampouco se sua mecânica poderá ser importada para outros países. É o excepcionalismo americano e o privilégio exorbitante do dólar! Vamos ter que voltar a esses assuntos clássicos para entender se essas ideias servem para nós. Nada mais apelativo para as heterodoxias locais que a ideia de remover todas as restrições fiscais de modo a fazer pacotes do tamanho da ambição dos políticos. Tudo leva a crer que o *bidenomics* vai ser um assunto nos próximos meses, sobretudo com a aproximação da nossa campanha eleitoral, sendo certo que a evolução da economia americana e a aprovação do presidente Biden darão a magnitude dessa influência sobre o Brasil.



### **Parece claro que o *bidenomics* vai ser um assunto nos próximos meses**

Enquanto isso, o ministro da Economia parece “dobrar a esquina” para seu *sprint* final antes do início do período eleitoral, quando é muito difícil empreender qualquer coisa inovadora na política econômica que precise da aprovação do Congresso. Algumas reformas se acenderam no Parlamento, com destaque para a tributária e a que altera as regras do setor elétrico a partir da MP da Privatização da Eletrobrás. Mas ambas são muito complexas e polêmicas e ainda não há acordo no horizonte.



A despeito do ruidoso funcionamento da CPI da Covid-19, houve mais movimentação e atividade econômica, com muitas empresas retornando a rotinas parecidas com as de antes da pandemia. Também dos EUA vieram notícias boas sobre Covid-19, com destaque para o avanço da vacinação e para medidas de abertura. Houve, portanto, certa normalização de atividades, ao menos até se firmar a sensação de que a pandemia não estava terminada.



### **A fadiga talvez seja a melhor explicação para essa curiosa demanda por otimismo**

Parece muito concreta a perspectiva de uma “terceira” onda, e da disseminação da “variante indiana”. O avanço da vacinação no Brasil está muito lento, o que mantém o país em listas restritivas de outros países, com prejuízos aos viajantes e à economia internacional. A CPI da Covid-19 achou seu tema – a incrível relutância do governo em adquirir imunizantes – e ganhou muito espaço na mídia para impingir desgastes ao presidente, cujos índices de popularidade e aprovação vinham fraquejando.

Entretanto, o esgotamento aparente das pressões inflacionárias, inclusive em virtude da medicação ministrada pelo BCB, o vento a favor que vem dos EUA e o *timing* da própria pandemia parecem favorecer o governo em seu último ano. Fala-se em uma terceira via diante de um pleito polarizado, mas não há clareza sobre qual seria o nome e sua equação política.

Há certo princípio de otimismo na economia, sobretudo no mercado de capitais, a partir da tese pela qual a escassez de imunizantes seria ultrapassada no decorrer do segundo semestre de 2021. Nessa hipótese, as perspectivas para 2022 seriam boas.

A fadiga talvez seja a melhor explicação para essa curiosa demanda por otimismo.

<sup>1</sup>Mais sobre o assunto, para quem se interessar, em G. H. B. Franco “O excepcionalismo americano” em *O Estado de São Paulo*, e *O Globo*, de 30/05/2021.



# Renda Fixa



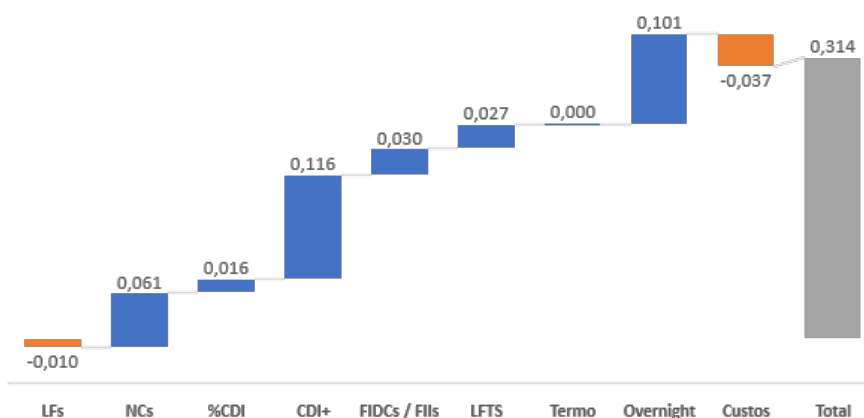
**Evandro Buccini**

evandro.buccini@riobravo.com.br

Maio foi mais um mês positivo para o mercado de crédito privado, apresentando novamente fechamento de *spreads*. O fundo **Rio Bravo Crédito Privado** teve, outra vez, performance positiva ao longo do mês,

atingindo **[124%]** do CDI. Debêntures, em especial em CDI+, Notas Comerciais e FIDCs foram os maiores contribuintes à performance do fundo no período, conforme pode ser visualizado no gráfico seguinte.

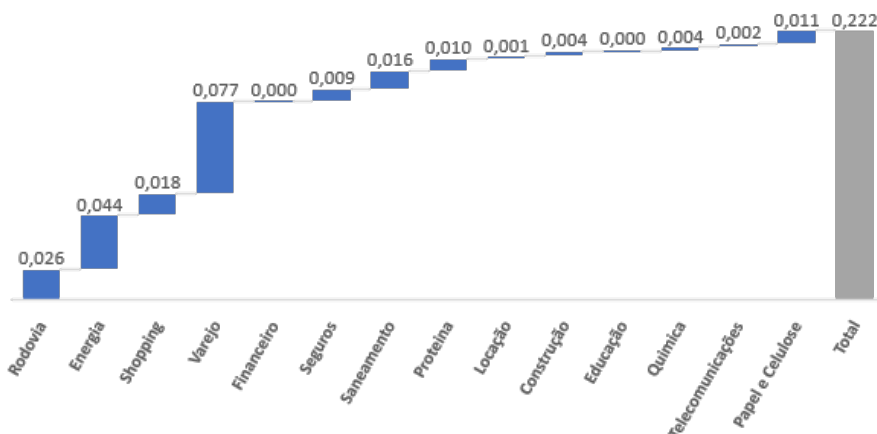
Maio/21 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Em maio, novamente todos os setores apresentaram contribuições positivas para o fundo. Além do setor de Energia Elétrica, com resiliência já demonstrada, o segmento de Varejo também foi de grande relevância

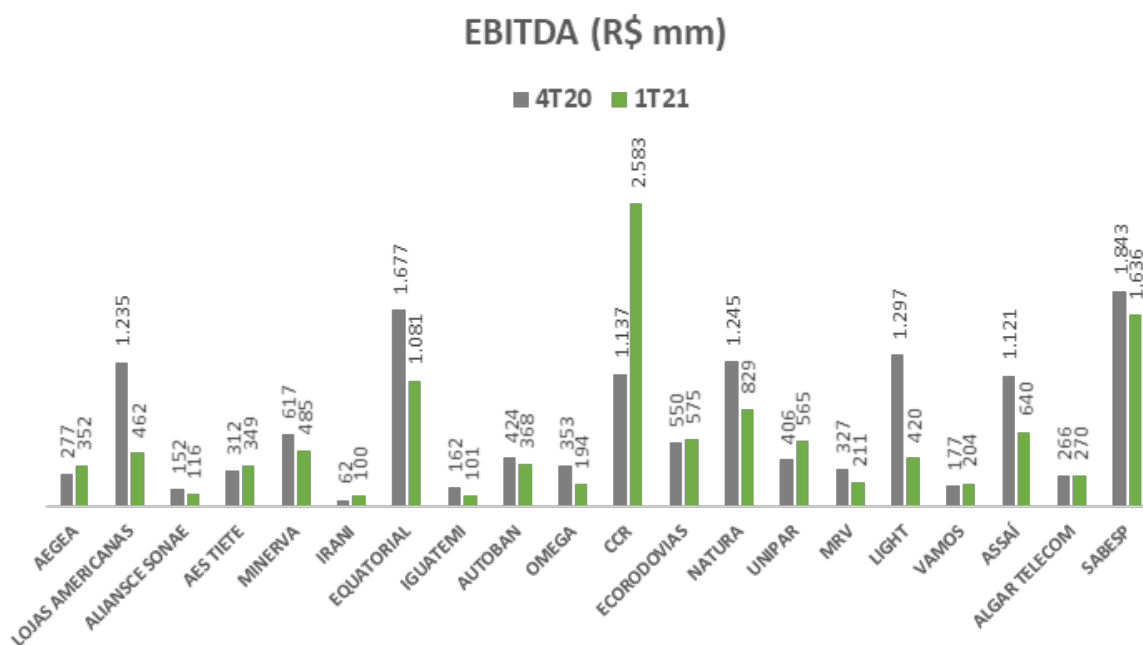
para a sua performance. O fundo encerrou março com 51% de seu PL alocado em títulos de créditos privados (debêntures, NP e FIDCs).

Maio/21 Performance Breakdown por setor (%)



No final de abril e ao longo de maio, as empresas do nosso portfólio divulgaram os resultados relativos ao primeiro trimestre de 2021. Como já era esperado, elas apresentaram uma redução de 6,4% no EBITDA médio ponderado em relação ao 4T20, em função, principalmente, de sazonalidade e de efeitos não-recorrentes. As maiores responsáveis por essa redução foram a Light (EBITDA -67,6% vs 4T20), devido à celebração do acordo contra a Furnas Centrais Elétricas, que impactou seu resultado do 4T20 em R\$ 323 milhões, e as Lojas Americanas (EBITDA -62,6% vs 4T20), explicada principalmente pela sazonalidade da sua operação, com os quartos trimestres geralmente muito superiores aos primeiros.

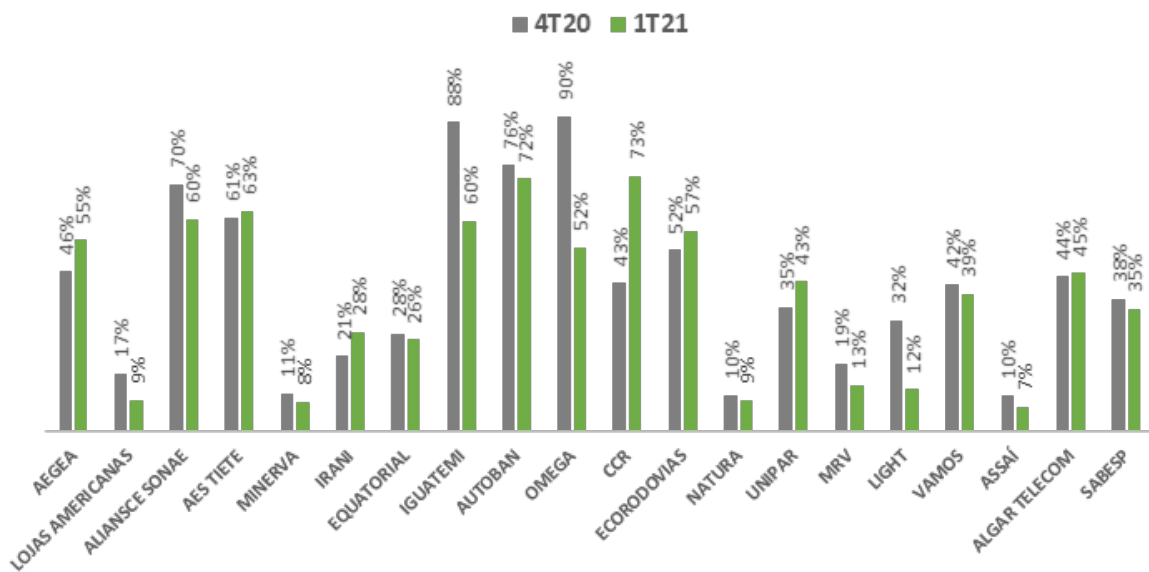
Já do lado positivo, CCR (EBITDA +127,1% vs 4T20), Irani Papel e Embalagem (EBITDA +60,7% vs 4T20) e Unipar Carbocloro (EBITDA +39,1% vs 4T20) merecem destaque. A primeira porque se beneficiou do reconhecimento de dívida do Governo do Estado de São Paulo a ser paga à empresa, no montante de cerca de R\$ 800 milhões, referentes ao reequilíbrio da ViaQuatro. De sua parte, para a Irani, a forte demanda do mercado doméstico e o fortalecimento do dólar foram os principais fatores que levaram ao seu crescimento. Por fim, a Unipar continuou a se favorecer do aumento dos preços internacionais do PVC e da soda cáustica.



Quanto à margem EBITDA, houve aumento na média ponderada da carteira de 2,8 p.p., totalizando 40,7%. Além da CCR (+30 p.p. vs 4T20), da Unipar (+8 p.p. vs 4T20) e da Irani Papel e Embalagem (+7 p.p. vs 4T20), a Aegea Saneamento (+9 p.p. vs 4T20) também foi um destaque positivo, voltando para próximo da sua margem EBITDA média histórica (~55%). Por outro

lado, Light (-20 p.p. vs 4T20), pelos fatores explicados anteriormente; Iguatemi (-28 p.p. vs 4T20), pela piora da pandemia e o consequente fechamento dos seus shoppings; e Ômega Energia (-37 p.p. vs 4T20), por efeitos de sazonalidade na sua operação de geração de energia elétrica, apresentaram redução nas suas margens EBITDA.

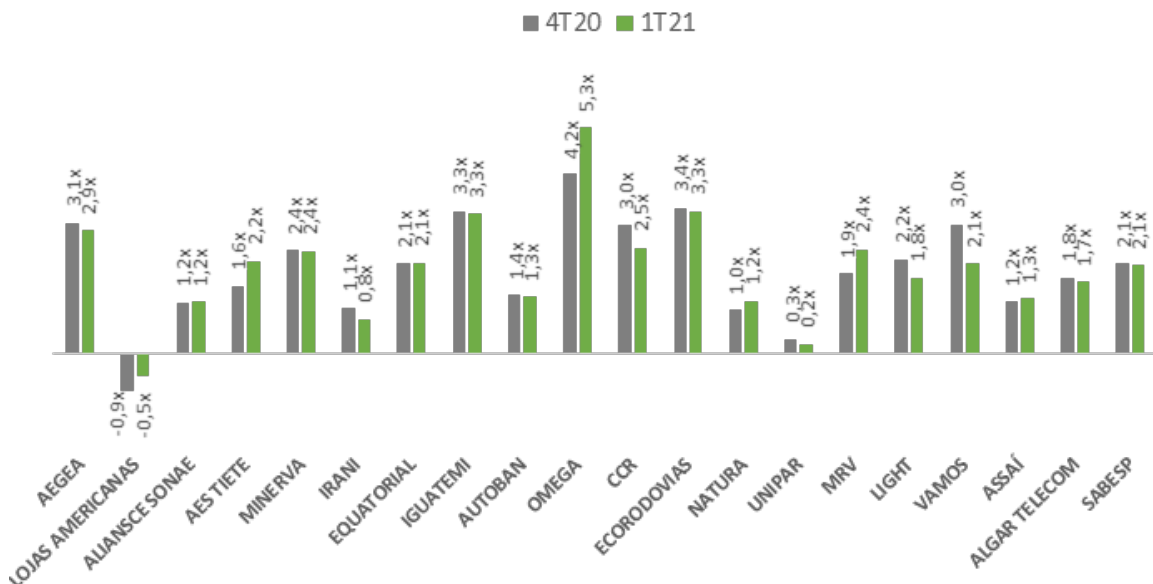
## MARGEM EBITDA (%)



Sobre a alavancagem líquida, o que se notou foi estabilidade, com a enfraquecimento sazonal na performance operacional geral das empresas do portfólio sendo compensada pelo menor endividamento, com amortizações relevantes de

Lojas Americanas (R\$ 4,4bi) e Natura (R\$ 1,7bi). Importante ressaltar que nenhuma empresa ultrapassou os respectivos *covenants* financeiros de suas emissões nesse período.

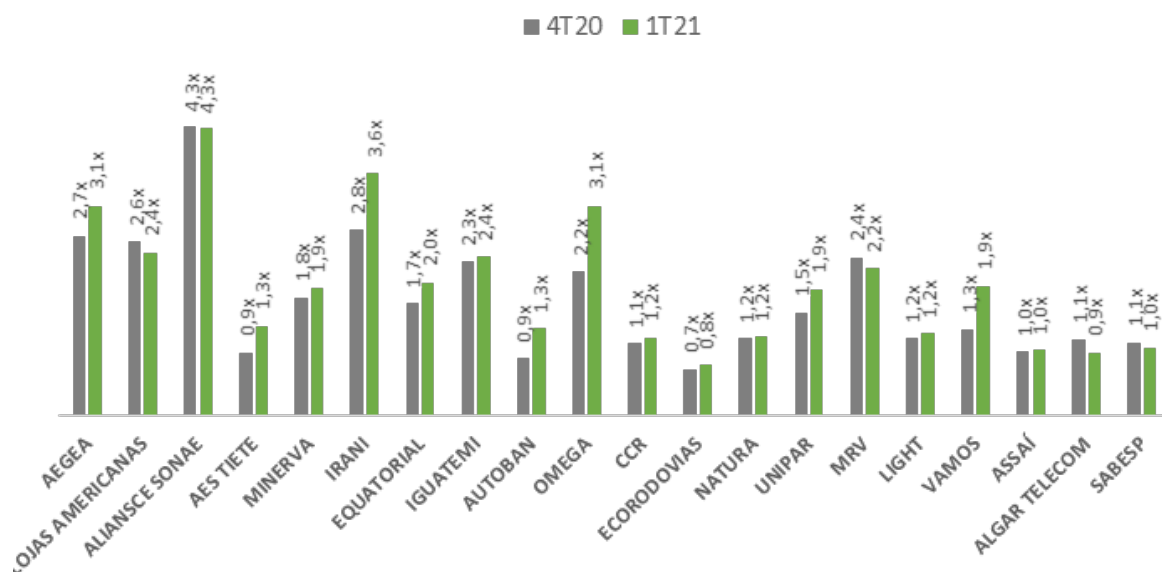
## DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA



Ademais, a liquidez corrente passou de 2,0x para 2,2x, valor considerado como confortável. Os aumentos mais significativos foram da Ômega Geração, que

passou de 2,2x para 3,1x e da Irani, de 2,8x para 3,6x. Não houve redução significativa de liquidez corrente entre os nossos emissores.

## LIQUIDEZ CORRENTE



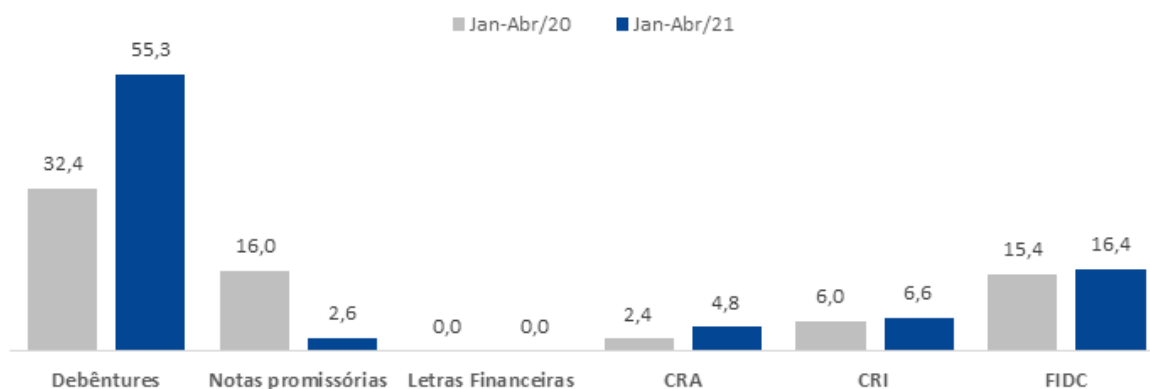
Ao longo do mês de maio, participamos de três *roadshows* de emissões primárias de debêntures CDI+, analisando-as com mais profundidade, com duas delas entrando na nossa carteira.

Com as novas aquisições, buscamos diversificar nosso portfólio em emissores de boa qualidade de crédito e com *spread* elevado, além de líderes em seus respectivos segmentos de atuação. Continuamos a avaliar oportunidades de investimento em debêntures de empresas *high-grade* remuneradas a CDI+ nos mercados primário e secundário, uma vez

que existem setores que ainda não se recuperaram completamente da crise.

Por fim, no que se refere ao mercado primário de crédito privado, ao longo do mês de abril, observou-se uma continuação da retomada das novas emissões, de R\$ 24,3bn, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA. Destaque para as emissões de debêntures, que, no acumulado do ano, já estão 70,5% superior ao mesmo período de 2020. Os dados acumulados até abril de 2021 disponibilizados pela ANBIMA encontram-se abaixo:

## Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)





# Investimentos Imobiliários

Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

No mês de maio, o índice de fundos imobiliários (IFIX) apresentou o segundo retorno negativo do ano, com perda de 1,56%, encerrando o mês em 2.816,25 pontos. No ano, o IFIX traz retorno negativo de 1,87% e ainda não recuperou o *drawdown* que sofreu devido à crise pandêmica iniciada em março de 2020. No último dia útil de fevereiro de 2020, o IFIX encerrou o pregão em 2.963,81 pontos, o que representa um retorno de -4,97% se comparado ao encerramento do mês de maio de 2021. Vale ressaltar que o IFIX apresentou a sua maior pontuação da história no dia 03 de janeiro de 2020, atingindo os 3.253,76 pontos.

Com tal perda acumulada nos últimos meses, pode parecer que o IFIX apresenta um potencial de valorização de 15,5%, se comparado ao seu topo histórico. Para conseguirmos entender se o mercado de FIs tem o mesmo potencial, sempre analisamos o *spread* da relação do *dividend yield* do IFIX – quociente entre as distribuições de resultados e a cotação dos fundos – com o Tesouro IPCA + 2035. O mês de maio encerrou com o tal *spread* em 3,4%, o que representa uma diferença de 22bps no que se refere à média de 2021 e 41bps no que diz respeito à média de 2020.

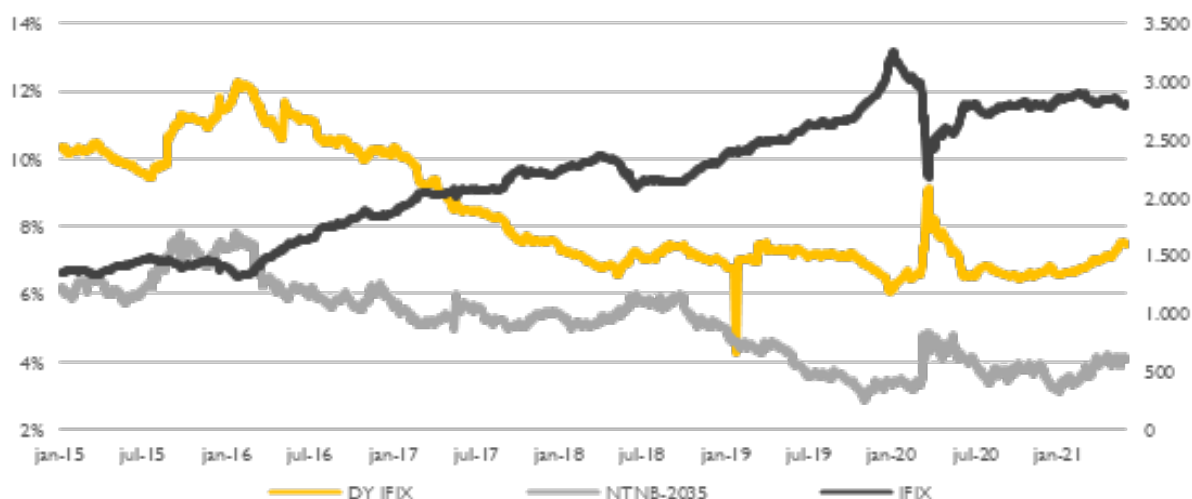
	mai/21	2021	2020	2019	2018
IPCA + 2035	4,1%	3,76%	3,82%	3,89%	5,43%
Dividend Yield IFIX	7,5%	6,97%	6,85%	7,05%	7,10%
Spread	3,4%	3,2%	3,0%	3,2%	1,7%

Fonte: Rio Bravo, Banco Central, Bloomberg e Quantum Axis

Acrescido da diferença positiva de *spread*, 12,4% do IFIX são compostos por fundos de shopping, os quais tiveram a sua distribuição amplamente impactada pelo fechamento dos ativos nos últimos doze meses. De igual modo, 17,3% do índice são compostos por

FIs de lajes corporativas, os quais tiveram aumento da vacância dos portfólios, o que também impacta a receita de tais fundos. Em outras palavras, efeitos que depreciam a distribuição – ou o numerador da conta de *dividend yield*.

Spread – NTN-B 2035 vs. Dividend Yield IFIX



Fonte: Rio Bravo, Banco Central, Bloomberg e Quantum Axis

Vale ressaltar que, no ano, os fundos de tijolo, principalmente os setores de galpões logísticos, lajes corporativas e shopping/varejo, têm apresentado retorno negativo. Dos segmentos mencionados, apenas os FII de logística negociam, na média, acima do valor patrimonial dos fundos, ou seja, apresentando prêmio em relação a cota patrimonial. Os fundos de lajes corporativas voltaram a negociar próximo e em alguns casos abaixo do custo de reposição dos

ativos e abaixo dos valores encontrados no mercado secundário no mês de março de 2020, o pior da história do IFIX. Já os FII de shopping ainda negociam com desconto em relação à cota patrimonial devido às incertezas relacionadas à crise pandêmica e ao possível impacto que ela pode trazer no processo de abertura e fechamento dos shoppings, o que acaba afetando o NOI (net operating income) dos ativos.

Setor	% IFIX	P/BV	DY (LTM)	YTD Retorno	Atr. Perf. YTD
CRI	35,7%	1,07	9,38%	5,18%	5,41%
Logística e Industrial	18,7%	1,03	6,30%	-3,92%	-2,01%
Corporativo (Multiativo)	15,3%	0,86	6,96%	-6,35%	-2,70%
Shopping/Varejo	12,4%	0,93	5,23%	-4,79%	-1,68%
FOF	9,5%	0,98	7,83%	-3,02%	-0,80%
Desenvolvimento	2,6%	1,14	7,23%	1,46%	0,20%
Corporativo (Monoativo)	2,0%	0,93	8,05%	-2,20%	-0,12%
Agências Bancárias	1,9%	1,15	11,19%	-2,45%	-0,13%
Agro	1,3%	1,01	9,10%	0,81%	0,03%
Hotéis	0,3%	0,87	1,92%	-7,85%	-0,07%
Educacional	0,3%	0,98	8,22%	-0,71%	-0,01%

Fonte: Rio Bravo e Quantum Axis

Apesar do setor de fundo de fundos (FOFs) estar negociando com um pequeno desconto quanto à cota patrimonial, vale destacar que, dos 13 fundos que compõem o IFIX, apenas três negociam acima dessa cota. Analisando os dez fundos ora negociados no mercado secundário com abatimento, o P/BV (*price-to-book value*) deles (relação entre preço no secundário e valor patrimonial) é de 0,94 em média. Observando a carteira desses fundos, eles possuem alocações relevantes nos setores de lajes corporativas e shopping/varejo, os quais negociam com descontos no que concerne ao valor dos ativos. Sendo assim, os fundos de fundos estão apresentando dedução em relação a fundos em que investem, que na teoria já estariam descontados. É importante ressaltar que um percentual da distribuição dos FOFs é resultado do ganho de capital que realizam, ou seja, em um ambiente mais desafiador de mercado, tais fundos possuem maior dificuldade em gerar ganho de capital no curto prazo para manter uma distribuição alta. Por isso, podem estar apresentando descontos nas cotas no mercado secundário em relação à cota patrimonial.

A disfunção no mercado gerada por decisões visando apenas o curto prazo e a geração de caixa dos ativos em um espaço curto de tempo são alguns dos principais motivos para termos fundos imobiliários de shopping negociados abaixo do valor pago pelos gestores em tais ativos – ou aquém do valor real dos ativos no mercado – e fundos de lajes corporativas negociando abaixo do custo de reposição, ou com valor real inferior dos ativos no mercado. Por setores como FOFs, shopping centers e lajes corporativas apresentarem tais descontos, pode ser um momento atrativo para os investidores que desejam obter renda e ganho de capital no longo prazo: oportunidade de adquirir bons ativos a preços baixos.





# Infraestrutura

**Victor Tâmega**

victor.tamega@riobravo.com.br

## Perspectivas para o mercado de descarbonização no Brasil: uma breve contextualização do tema com destaque para o setor elétrico

O PL 528/21, atualmente em tramitação na Câmara dos Deputados, objetiva regulamentar o mercado voluntário de créditos de carbono no Brasil por meio da instituição do Mercado Brasileiro de Redução de Emissões (MBRE). Paralelamente, o PL 327/21, também em tramitação na mesma casa legislativa, prevê a criação da Política Nacional de Transição Energética (PONTE) cujo objetivo é regular a transição do modelo energético atual para um modelo padrão baseado em fontes renováveis de baixa pegada de carbono.

Antes de qualquer discussão, faz-se necessário entender do que se trata o mercado de créditos de carbono, quais seus benefícios e desafios, bem como quais suas perspectivas para o mundo, em especial para o Brasil – e, finalmente, qual o papel e a importâncias dos PLs acima citados.

O mercado de créditos ou certificado de carbono foi introduzindo ainda na década de 1990 através do Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL), no contexto do Protocolo de Quioto. O objetivo deste mecanismo, de caráter regulado e compulsório, é neutralizar os impactos ao clima das emissões de gases do efeito estufa (GEE) – majoritariamente CO<sub>2</sub>, cujos volumes perfazem dois terços das 55 megatoneladas anuais emitidas globalmente. Atualmente, o mercado regulado, não voluntário, perfaz 99% de todo o mercado global de créditos

de carbono, mas tem validade apenas nas jurisdições que as regulações regionais alcançam, com nível de transparência e governanças duvidosas, sem uma imposição supranacional que hipoteticamente faria esse mercado amadurecer e se desenvolver.

Em paralelo, o chamado mercado voluntário de créditos de carbono tem se destacado globalmente como uma forma alternativa e mais eficiente para o desenvolvimento desse mercado. Fungível e apatriado, o certificado de carbono é o mesmo em qualquer lugar do mundo, devidamente registrado por organismos internacionais e podendo ser amplamente auditado. Na esteira do explosivo crescimento da demanda por investidores e demais *stakeholders* por atendimento de uma agenda ESG e ao Acordo de Paris, um maior número de empresas firma compromissos de neutralização da pegada suja, demandando tais créditos. O mercado voluntário, hoje, tem um estoque de créditos equivalente a apenas 300 milhões de toneladas, o suficiente para atender a demanda de poucas grandes multinacionais globais. É aí que o Brasil se destaca, tanto no mercado doméstico como no mercado internacional.

Vamos aos grandes números. Segundo especialistas, estima-se que o Brasil detenha 50% das reservas mundiais de créditos, figurando no primeiríssimo lugar do ranking e superando a soma que vai do 2º ao 11º postos. Isso faz todo o sentido quando se analisa que metade da oferta global de créditos provém de ativos florestais e adicionais 25% de geração de energia limpa e renovável. Neste quesito, a natureza foi bastante generosa com o Brasil, considerando que o país tem 40% das florestas tropicais e uma



das matrizes energéticas mais limpas do globo, principalmente a matriz elétrica, 85% renovável.

Outra característica muito importante e peculiar do Brasil: segundo o Climatewatch (2018), as emissões brasileiras se concentram em agricultura e uso da terra (63%) sendo apenas 30% relacionadas à energia, vinculado à combustão de combustíveis fósseis. Na contramão, o top 10 de volume de emissões de GEE globais concentra 80% das emissões de GEE em energia, queima de carvão mineral e óleos minerais. Assim, o Brasil pode ser considerado, sem sombra de dúvida, um grande celeiro de créditos para suprir o mercado global voluntário, tanto com certificados florestais como atrelados a projetos de geração de energia limpa.

Analisando domesticamente, o setor elétrico tem ganhado protagonismo no contexto da descarbonização através do crescimento da emissão de Certificados de Energia Renovável (RECs) atrelados a contratos de geração de energia limpa de longo prazo (PPAs). Dessa forma, consumidores que suprem necessidades elétricas através destes RECs garantem que a energia adquirida se origina de fontes limpas, neutralizando as emissões de GEE. Segundo dados do Instituto Totum (2021), até maio de 2021, 4,5 milhões de RECs foram emitidos no Brasil, ultrapassando o volume de 4 milhões de 2020; além disso, o número de usinas certificadas passou de 4 em 2015 para 193 até o momento.

Vale ressaltar que apenas 2% das emissões nacionais de GEE têm origem industrial (8% no top 10), mas com a abertura do mercado de gás natural e a expansão da utilização das reservas do pré-sal, estima-se maior demanda por neutralização. Afora isso, é fundamental que a agricultura e o uso de terras estejam incluídos nas iniciativas de forma que o impacto positivo seja relevante. Isso abre espaço para o que se conhece como *cross-sector*, ou seja, o setor elétrico proporcionando benefícios para vários setores, de forma transversal. Nesse contexto, a eletrificação da mobilidade urbana ganha destaque principalmente pelo fato de os grandes centros urbanos nacionais basearem suas frotas de veículos coletivos em combustíveis fósseis.

Outros exemplos de oportunidades que se abrem são cidades inteligentes por impulsionar a demanda por eletrificação.

Por fim, agora faz sentido voltar o foco aos PLs citados no primeiro parágrafo do texto, pois um *gap* regulatório se abre para que os incentivos certos sejam definidos e colocados ao mercado, de forma que os resultados surjam conforme o esperado, liberando todo esse potencial que o país apresenta. Para a instituição do MBRE, é preciso definir a natureza jurídica deste mercado, como se dará o registro e certificação dos créditos e sua contabilização, trazendo clareza e transparência ao processo, de forma prática e escalável. Além disso, prazos e *milestones* devem ser definidos e incentivos e penalizações para os descumprimentos, algo como já acontece com o Renovabio, mas de maneira muito mais ampla.

Ao mesmo tempo, o PONTE precisa definir de forma prática como se dará a promoção do uso eficiente da energia através de projetos sustentáveis visando mitigação dos efeitos climáticos vis-à-vis a agenda do Acordo de Paris, com metas decenais ambiciosas e pré-definidas e a adoção de regras fiscais que desestimulem cadeias produtivas de pagada suja.

Portanto, de forma resumida, o Brasil tem enorme potencial para liderar a agenda global de descarbonização, principalmente em função de suas atribuições naturais diferenciadas de geração de créditos e certificados de neutralização. Domesticamente, a evolução deste mercado ainda é insuficiente, mas as iniciativas que o Renovabio e o setor elétrico vêm implicando e a tramitação legislativa de Projetos de Lei trazem alento a essa agenda tão importante não somente para o meio ambiente, mas para o país como um todo através da dinamização econômica daí resultante, a exemplo de novos negócios e o impacto positivo no mercado de trabalho, como a criação de novos negócios, atraindo investimentos e desenvolvendo diferentes ocupações.

# MAP Multi Asset Portfolio

**Evandro Buccini**

evandro.buccini@riobravo.com.br

Ao longo dos últimos meses, escrevemos sobre as estratégias que utilizamos no fundo **Rio Bravo Sistemático** para seleção de ativos, principalmente as conhecidas estratégias de valor, qualidade e momentum.

Neste texto, vamos falar brevemente sobre a construção de portfólios, ou seja, como alocamos os recursos do fundo entre as estratégias. Dentre as diversas técnicas existentes, podemos citar as mais simples, como destinação em pesos iguais, alocação por valor de mercado; e outras mais robustas, que otimizam a relação risco (volatilidade)/retorno e são derivadas da famosa teoria moderna do portfólio (*Modern portfolio theory*). Apesar de não funcionarem bem para grande quantidade de ativos, os métodos de otimização normalmente são bem-sucedidos em construir portfólios mais diversificados, melhorando, assim, o risco do portfólio como um todo.

Uma técnica crescentemente utilizada nos e de grande notoriedade no meio acadêmico e prático é o *risk parity*. Essa abordagem busca alocar recurso de forma ponderada pelo inverso do risco (volatilidade) de cada ativo, ou seja, uma ação com maior volatilidade recebe menor peso do que uma ação que apresenta menos volatilidade. Uma das grandes vantagens do *risk parity* em relação à tradicional teoria moderna do portfólio é que o primeiro é simples de implementar, enquanto o segundo um pouco mais complexo, sendo necessário maior uso de métodos computacionais e matemáticos.

Aqui no **Rio Bravo Sistemático** utilizamos o *risk parity* como forma de definir os pesos de cada uma das estratégias e controlar a volatilidade total do fundo.

Em maio, a performance do **Rio Bravo Sistemático** foi de -0,92% contra 0,27% do CDI. Nossas estratégias de fatores proprietários e de qualidade tiveram as maiores contribuições negativas com respectivamente -0,39% e -0,59%. Já nossas estratégias de valor fecharam o mês contribuindo com +0,05% para o fundo. No ano, o fundo sobe 2,06% contra 0,96% do CDI.

Iniciamos o mês de junho com uma exposição bruta de aproximadamente 95% e exposição líquida comprada de 20%.

Nossa estratégia de Previdência, que divide sua alocação em renda variável e instrumentos de proteção contra inflação, teve mais um mês positivo. Em maio, o fundo subiu 2,88%, enquanto Ibovespa e IMA-B retornaram, respectivamente, 6,16% e 1,06%. No ano, a estratégia sobe 4,33% e em 12 meses, 21,08%. Apesar de um início conturbado, maio foi um mês positivo para ativos de risco, principalmente no mercado doméstico, motivados pela perspectiva benigna tanto na frente de reformas estruturais quanto da dívida pública, que sofreu revisões para baixo. Assim, nossa carteira de renda variável contribuiu com 2,31% de retorno para o fundo no mês, com os maiores ganhos resultantes das posições em Eneva e Iguatemi, que retornaram 63bps e 36bps. Afora isso, a carteira aplicada em juros real e nominal se beneficiou do alívio na pressão fiscal no fim do mês e contribuiu conjuntamente com 55bps de performance para o fundo.

Ainda em maio, iniciamos a gestão de um novo fundo de Previdência, o **Rio Bravo Zurich Previdência Imobiliário FIM CP**, em parceria com a multinacional Zurich Seguros, uma das mais antigas e tradicionais seguradoras do mundo.

O foco do **Previdência Imobiliário** é investir no máximo que a regulação permite em ativos com exposição a imóveis. Até 20% em fundos imobiliários e até 25% em CRIs (instrumentos de dívida lastreados em imóveis).

O restante será alocado em caixa e dívidas de empresas de alta qualidade (*high grade*). A análise dos ativos será realizada pelas duas maiores áreas da Rio Bravo, investimentos imobiliários e crédito. O fundo é o único no mercado que busca retornos de longo prazo por meio da gestão ativa de ativos imobiliários e renda fixa.

# Performance

	Renda Fixa		Renda Variável		MultiAssets & Portfolio		Índices						
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
maio 21	0,31	0,26	6,02	1,76	-1,04	0,27	6,16	6,32	-2,38	-4,26	0,66	1,06	-1,56
abril 21	0,31	-0,01	2,10	2,00	1,49	0,21	1,94	4,38	-1,08	-3,48	-0,68	0,65	0,51
março 21	0,35	0,05	8,29	1,92	-0,12	0,20	6,00	4,56	-2,22	0,54	5,13	-0,46	-1,38
fevereiro 21	0,29	0,02	-1,68	-2,04	1,49	0,13	-4,37	-1,84	1,79	2,41	3,70	-1,52	0,25
janeiro 21	0,28	0,35	-2,09	-0,45	-0,48	0,15	-3,32	-3,43	4,05	5,39	3,13	-0,85	0,32
dezembro 20	0,29	0,46	7,20	4,62	1,46	0,16	9,30	7,52	-0,15	-3,12	1,52	4,85	2,19
novembro 20	0,20	-0,03	10,12	4,01	-0,98	0,15	15,90	16,64	-4,48	-6,71	9,72	2,00	1,51
outubro 20	0,20	-0,53	-1,28	0,88	-0,34	0,16	-0,69	-2,28	1,74	2,42	-4,30	0,21	-1,01
setembro 20	0,25	-0,59	-3,44	-3,85	-1,22	0,16	-4,80	-5,44	0,30	2,09	-0,05	-1,51	0,46
agosto 20	0,41	0,12	-1,54	-1,00	-0,65	0,16	-3,44	-1,23	6,62	5,24	9,66	-1,80	1,79
julho 20	0,75	0,14	6,14	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	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	2,10	0,60	0,24	8,57	5,07	-1,35	-2,74	4,92	1,52	2,08
Ano	1,57	0,67	12,84	3,16	1,31	0,97	6,05	10,00	0,59	0,39	12,58	-1,14	-1,87
12 meses	4,34	0,38	44,25	19,33	0,22	2,18	44,41	57,75	6,80	-2,75	36,31	9,17	5,97
24 meses	4,73	4,49	49,74	25,99	2,01	7,16	30,08	55,08	45,64	33,02	83,92	16,46	10,33
36 meses	11,66	10,22	89,09	50,68	14,83	13,98	64,44	97,90	48,36	40,08	82,55	44,09	27,21
48 meses	20,67	17,87	97,31	59,59	36,20	22,72	101,27	135,01	73,82	59,42	107,47	56,66	36,99
Desde o início	206,06	199,87	956,24	102,74	57,85								
PL Atual (R\$Mil)	114,114	11,034	6,291	6,291	13,086								
Data de início	14-Aug-08	28-Dec-07	8-Sep-04	12/03/2013	17-Aug-15								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0.5% até 20M / 1.6% + de 20M	1,10%	1,50%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	-	20% do que exceder CDI								

## Rio Bravo

### Paulo Bilyk

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

### Gustavo Franco

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

### Evandro Buccini

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

### Anita Scal

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

### Vanessa Faleiros

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

### Flávio Strunk

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

## Investidores Institucionais

institucional@riobravo.com.br

### Daiana Pires

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

### Fabiana Nani

11 3509-6616  
Fabiana.nani@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](http://www.riobravo.com.br). LEIA O MATERIAL ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.



# Conheça nossas estratégias

## Imobiliários

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

## Renda Fixa

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

## Multimercados

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

## Renda Variável

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



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

[www.riobravo.com.br](http://www.riobravo.com.br)