

Setembro 2020



Estratégias Rio Bravo

Exclusivamente para uso institucional

A maldição de Bismarck

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

Durante o mês de setembro, verificou-se um tanto mais de atividade econômica do que se esperava e uns choques inflacionários gerando certa preocupação, mas nada mais que isso. Não era o retorno da inflação elevada, nem nada desse tipo. É muito provável que essas pressões se dissolvam no tempo, e que a “empinada” da curva de juros tenha que ver com as apreensões quanto à política fiscal, que, como se discutirá mais abaixo, se agudizaram por bom motivo em setembro.

A epidemia entrou em fase de desaceleração e as medidas restritivas foram sendo removidas, mesmo diante da perspectiva de uma segunda onda, mas os mercados não foram particularmente bem. A atmosfera na economia global está nublada; há temas difíceis pela frente, como a eleição americana e as rusgas entre EUA e China, além da sombra da segunda onda.

Mas os grandes assuntos do mês foram fiscais, ou melhor dizendo, orçamentários, o que traz a pergunta sobre as razões de a discussão acerca da Lei Orçamentária para 2021 ter se tornado tão importante.

A explicação tem a ver com o fato de a pandemia ter antecipado um debate inevitável sobre uma revisão ou readequação da EC95/16, a emenda constitucional que criou o teto de gastos.

“ **A pandemia antecipou um debate inevitável sobre uma revisão ou readequação da emenda constitucional que criou o teto de gastos**

Como outras emendas constitucionais de “orçamento equilibrado” cogitadas no Brasil, e tentadas em outros países, a obediência da regra (do “teto” ou do “equilíbrio”) depende crucialmente de outras alterações na Constituição com vistas a reduzir (o ritmo de crescimento de) a despesa obrigatória, tal como determinada por outras regras constitucionais de igual hierarquia.

No momento da concepção da EC95/16 depositava-se grande expectativa que a reforma da Previdência pudesse criar um amplo espaço de manobra para outras reformas com impactos fiscais positivos, a serem implementadas de forma gradual, sem tanto gasto de energia política, durante os 20 exercícios financeiros de vigência das regras da EC95/16.

Porém, feitas as contas dos impactos da reforma previdenciária afinal aprovada, e das consequências da pandemia, parece claro que ficou antecipado o momento em que o “teto” se mostraria efetivamente limitador, a perspectiva de shutdown se tornasse concreta, e seria deflagrado o debate sobre a remoção,



reforma ou sobre outras soluções constitucionais para a manutenção do teto.

Na verdade, como o projeto de lei de orçamento para 2021 proposto pelo Executivo fixou despesas bem próximas do teto, a discussão da lei orçamentária se tornou especialmente transcendente e complexa, como se estivéssemos discutindo um orçamento de base zero e num terreno constitucional.



A discussão da lei orçamentária se tornou especialmente transcendente e complexa

É interessante que o país tenha uma discussão orçamentária tão profunda, trazendo finalmente os dramas efetivos nas contas públicas para a seara orçamentária, e política, mas a complexidade do assunto maximiza os riscos de impasses e de colapso.

O Orçamento, ou mais especificamente, a discussão da lei orçamentária anual, não é um lugar para gente muito educada; é como visitar a fábrica de salsichas (ou linguças), evocando uma célebre tirada atribuída ao chanceler alemão que dá título a esse texto¹.

Ao transformar o assunto orçamentário em tema transcendente, assim expondo-o à população, alguns temas mais pedestres, pertinentes ao fechamento

das contas desse ano e do próximo, sofreram com a sobre-exposição: a fábrica de salsichas não funciona tão bem na presença da fiscalização sanitária.

A salsicharia se revelou particularmente interessante quando surgiu a ideia de estabelecer um programa de transferências diretas mais caudaloso que o Bolsa Família, e que o absorveria, juntamente com o Auxílio Emergencial. Era uma ideia politicamente diabólica, por isso mesmo irresistível.

Ambos os programas são ativos políticos importantes, para o presidente da República e para o petismo, e a nova ideia teria o condão de reorganizar os alinhamentos eleitorais, consolidando a posição de Bolsonaro no Nordeste e enfraquecendo as bases petistas.

O grande problema era o custo proibitivo do prosseguimento dos auxílios emergenciais nos valores originais, conforme abertamente reconhecido pelo próprio presidente. A tarefa de viabilizar o novo programa ficou com o ministro Guedes, cuja primeira ideia, a mais simples e tecnicamente sensata, era a de fazer uma consolidação de diversos programas sociais, aproveitando suas dotações e fontes de receita, e dando espaço para os técnicos em políticas sociais.

Entretanto, o presidente recusou essa solução de forma pública, sem muita base, ancorado na sua proverbial sensibilidade política, sempre exaltada pelo ministro Guedes.

O assunto volta para o ministro que, espertamente, se entende com o Parlamento e, em seguida, é o próprio deputado Marcio Bittar (PMDB-AC), relator da PEC do “Pacto Federativo”, uma das principais ideias do ministro Guedes para arrumar a situação fiscal, quem faz um anúncio solene sobre o “Renda Cidadã”, título do novo programa unindo Bolsa Família e Auxílios, tendo o ministro Guedes a seu lado.

O anúncio teve péssima repercussão, principalmente pelo fato de o programa buscar financiamento com dotações anteriormente destinadas a precatórios, interpretadas como um novo “calote” com credores da União já esperando muitos anos pelo ressarcimento de calotes anteriores, e com recursos do FUNDEB, com vistas a não sensibilizar o teto de gastos, portanto, com aspecto de “pedalada”.

A um só tempo a ideia desagradou os mercados, que enxergaram com muita clareza o calote nos precatórios e a falta de empenho do Parlamento em tratar seriamente da despesa.



A proposta do Renda Cidadã desagradou os mercados, que enxergaram com muita clareza o calote nos precatórios e a falta de empenho do Parlamento em tratar seriamente da despesa

Talvez essas possibilidades passassem totalmente despercebidas, se mantidas dentro dos bastidores habituais dos debates orçamentários. Como se sabe, todavia, a fábrica de salsicha não funciona bem sob os olhos da opinião pública, eis a lição de Bismark, sabedoria antiga.

Outra lição é sobre soluções tecnicamente sólidas e sabedoria política: não existe esperteza política suficientemente grande para fazer uma solução tecnicamente errada funcionar. É contra as leis da física. A sensibilidade política precisa ser direcionada para as causas certas, sob pena de entortar mais ainda o que já não nasceu muito certo.



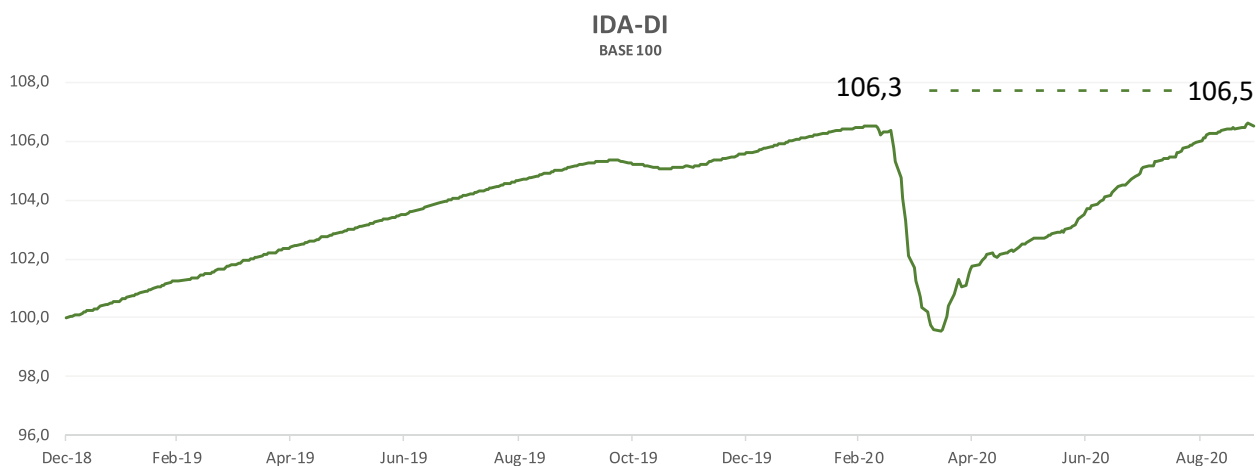
Renda Fixa



Evandro Buccini
evandro.buccini@riobravo.com.br

Em setembro, o mercado secundário de crédito privado deu continuidade ao processo de valorização dos ativos, principalmente dos títulos indexados ao CDI, contribuindo positivamente para o retorno dos fundos. Esse comportamento vem ocorrendo desde

abril de 2020, e pode ser visualizado na performance do índice IDA-DI divulgado pela ANBIMA que reflete uma carteira de títulos de crédito privado atrelados ao CDI. No início de setembro, o índice superou o seu valor pré-crise.

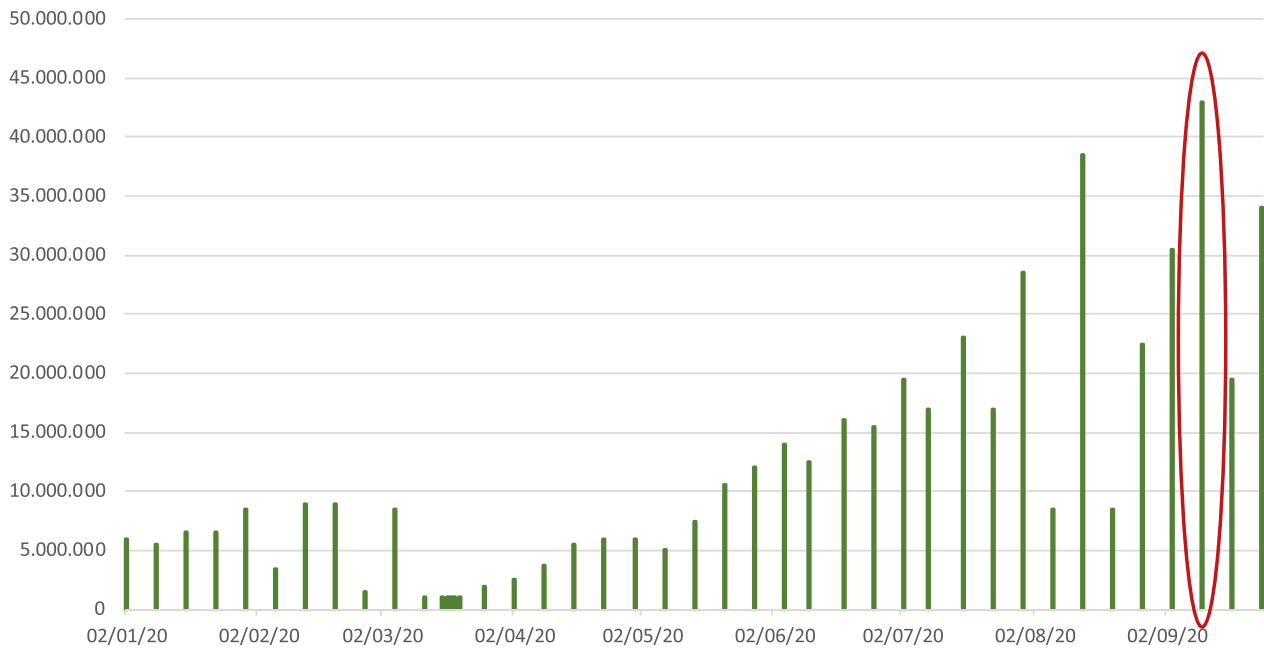


Fonte: Anbima e Análise Rio Bravo.

Entretanto, na segunda semana de setembro, vimos alterações relevantes nos preços dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional. Devido ao aumento dos gastos públicos em resposta à pandemia, o volume de emissão da dívida pública via leilões aumentou

significativamente. O mercado foi surpreendido no leilão do dia 10/09 pelo volume (+40mm de títulos) e prêmio oferecidos (taxas mais elevadas) principalmente nos papéis prefixados.

Leilão de Prefixados

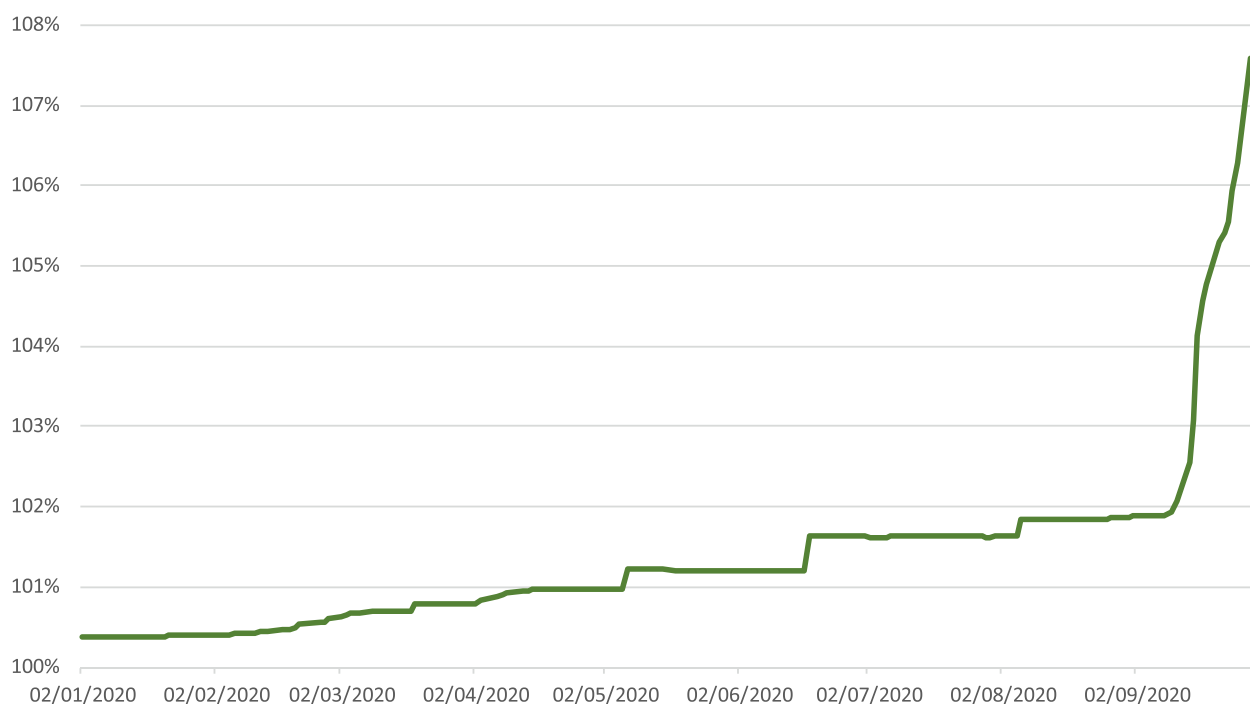


Fonte: Tesouro Nacional e Análise Rio Bravo.

Esse evento fez com que os investidores migrassem de títulos públicos pós-fixados para prefixados, causando uma reprecificação para baixo nos títulos pós-fixados (LFTs). O gráfico a seguir representa a

evolução da taxa de uma LFT com vencimento em março/2026, saindo de níveis 101% do CDI para acima de 107% do CDI.

LFT longa em %CDI

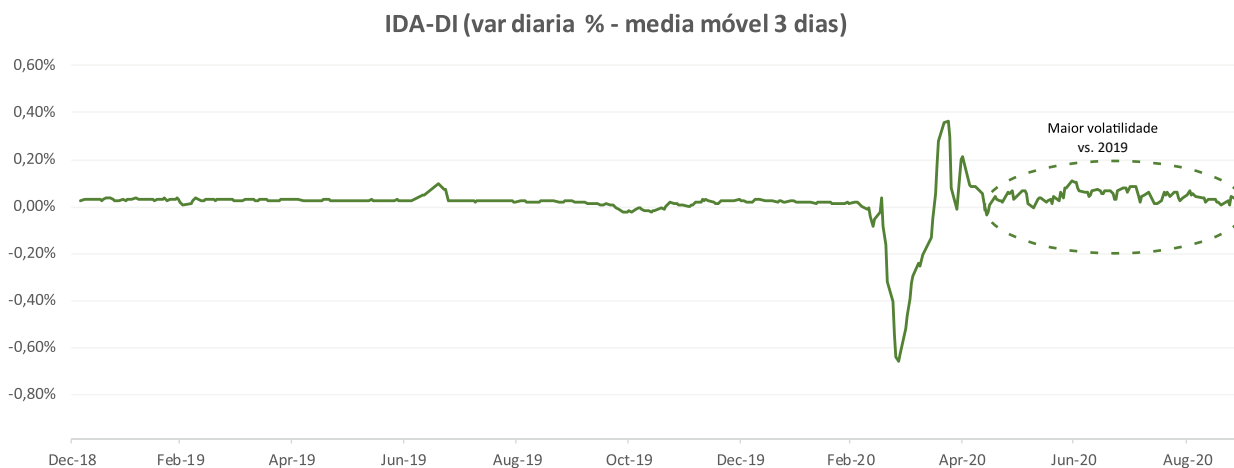


Fonte: Bloomberg e Análise Rio Bravo.

Esses títulos fazem parte do caixa de fundos de crédito privado que precisam manter parte de sua carteira em ativos de alta liquidez. Com essa reprecificação das LFTs, as rentabilidades dos fundos foram impactadas negativamente. Além disso, o comportamento dos títulos públicos também afeta a curva de juros futuros e consequentemente a rentabilidade dos fundos de crédito privados atrelados a CDI. Cabe ressaltar que

o Fundo Rio Bravo Crédito Privado possui menos de 6% do patrimônio investido em LFTs.

As alterações recentes nos preços dos Títulos Públicos e dos Títulos de Crédito Privado indicam que continuaremos a ver volatilidade nos preços dos ativos de crédito e nos retornos dos fundos desta categoria de investimento.

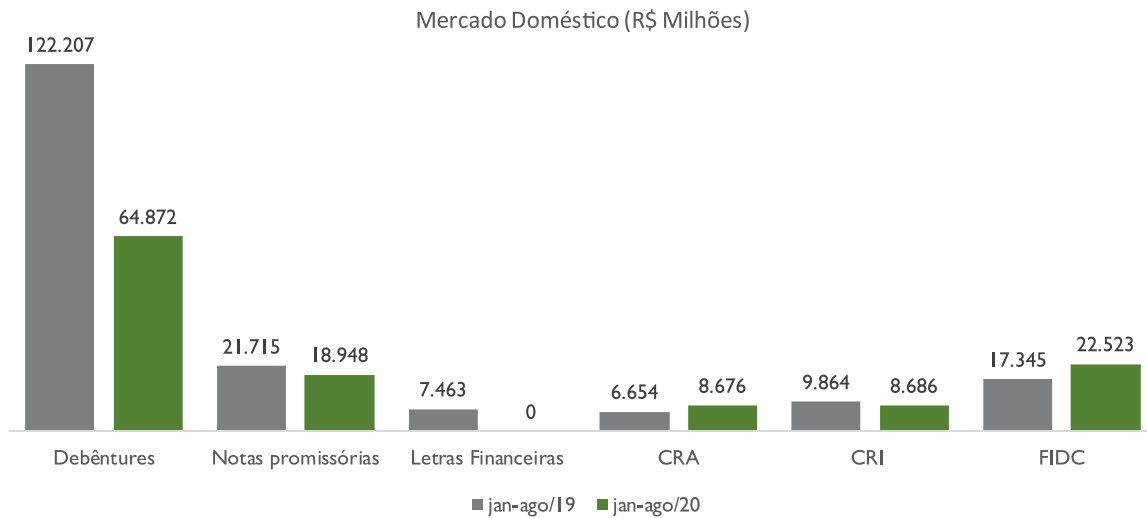


Fonte: Anbima e Análise Rio Bravo.

Em relação ao mercado primário de crédito privado, no 3T20 vimos o início do alongamento dos prazos das emissões corporativas, com prazos entre quatro e cinco anos, superiores aos vistos no 2T20. O volume de debêntures emitido cresceu em relação aos meses anteriores, superando o volume de Notas Promissórias. Essas notas foram utilizadas principalmente no 1T20 como forma de obter liquidez imediata pelas empresas durante a crise. As taxas das novas emissões ainda não apresentaram redução, indicando uma busca por maior retorno por parte dos investidores em ativos de crédito privado. Por fim, foram realizadas, também, as primeiras

emissões de debêntures na modalidade ICVM 400, ou seja, para público em geral, apontando um retorno dos investidores individuais ao mercado de capitais de renda fixa.

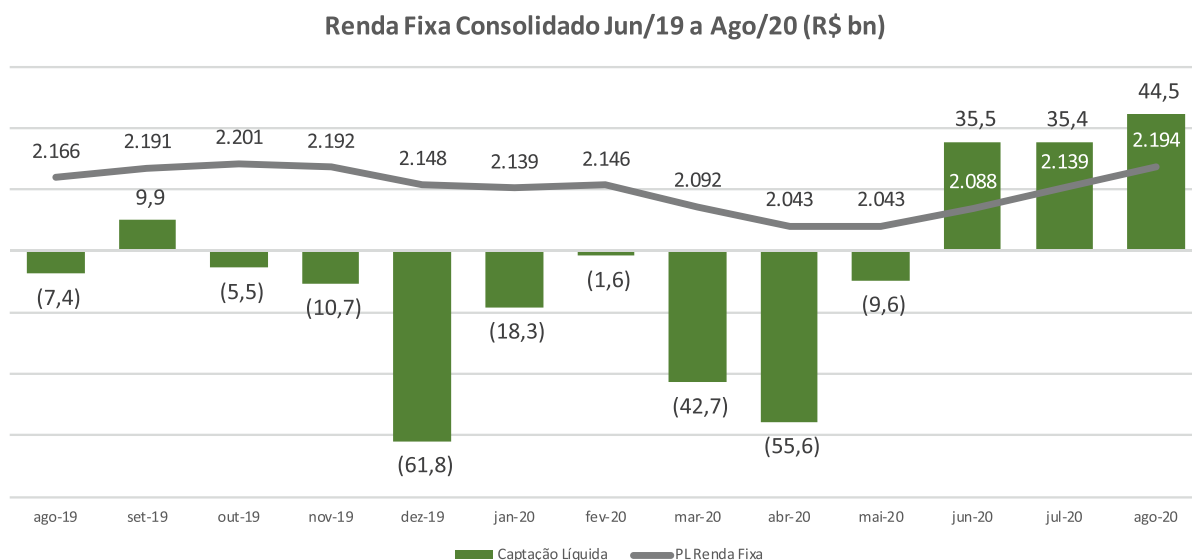
Ainda em relação a emissões primárias no mercado de capitais, as captações de recursos em Renda Fixa (Debêntures, NP's, CRI's, CRA's e FIDC's) totalizaram R\$ 122,6 bilhões entre janeiro e agosto de 2020, sinalizando uma queda de 33,8% em relação ao mesmo período do ano anterior. As emissões de debêntures representam R\$ 64,8 bilhões do total de captações entre janeiro e agosto de 2020 (-47,0% vs o mesmo período do ano anterior).

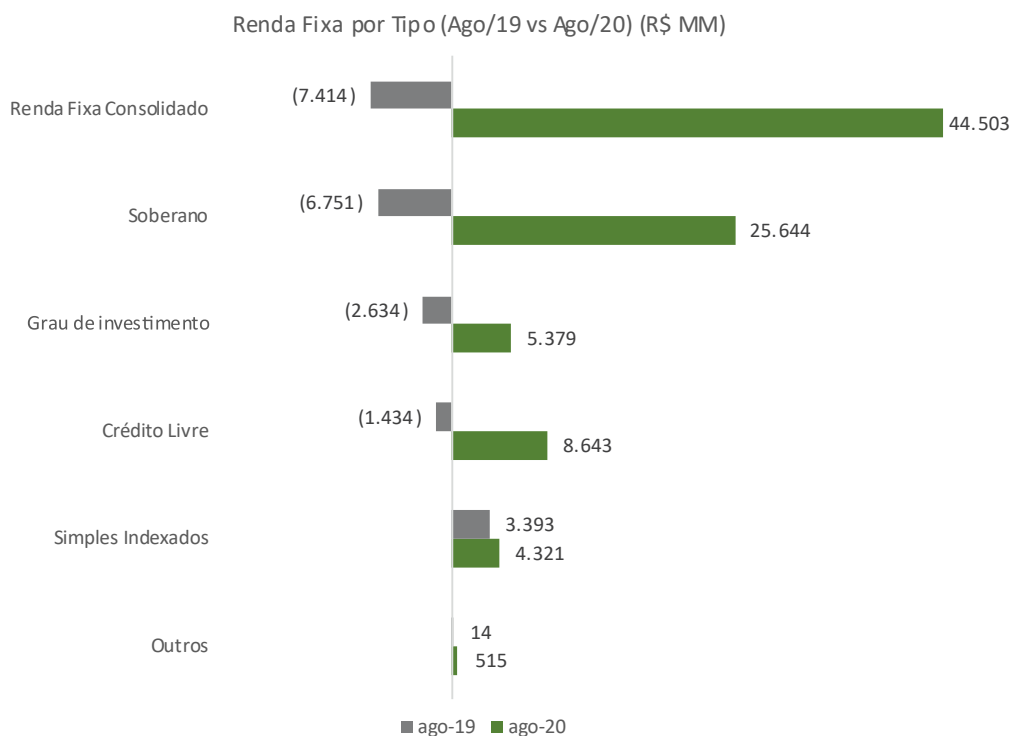


Fonte: Anbima e Análise Rio Bravo.

Já sobre o mercado de fundos de renda fixa, de acordo com informações divulgadas pela Anbima sobre o mês de agosto, os fundos de renda fixa tiveram a

maior captação líquida desde 2018, no montante de R\$ 44,5bn, impulsionado principalmente por fundos da Renda Fixa consolidados e Soberanos.





Fonte: Anbima e Análise Rio Bravo.

O fundo Rio Bravo Crédito Privado teve novamente performance positiva ao longo do mês de setembro, superando o CDI. Esse fato deveu-se principalmente à robusta qualidade de crédito dos emissores dos títulos que compõem a carteira do fundo. Além disso, graças ao cenário ainda incerto, a gestora atuou ativamente no mercado secundário, visando reequilibrar e diversificar o portfólio do fundo, dando preferência para setores mais defensivos (saneamento e energia elétrica, por exemplo).

A Rio Bravo conta com uma equipe especializada nas diferentes tarefas necessárias para realizar a gestão ativa do fundo, realizando compra e venda de papéis (trading), buscando manter a liquidez em níveis adequados e aproveitando as oportunidades de aquisição no mercado secundário, sempre considerando empresas com alta qualidade de crédito e solidez financeira. Com isso, a equipe busca retornos superiores ao CDI, mas respeitando parâmetros de risco, volatilidade e liquidez adequados aos cotistas do fundo.



Investimentos Imobiliários



Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

Imóveis educacionais vão permanecer importantes?

A pandemia de Covid-19 obrigou a sociedade a implementar “à força” avanços tecnológicos estruturais e, possivelmente, duradouros no dia-a-dia das pessoas. E-commerce, EAD (ensino a distância) e Home Office passaram a ser palavras corriqueiras do nosso cotidiano. Em uma sociedade cada vez mais digital e adepta de menor interação com outras pessoas, muitos questionam importância dos imóveis como local de encontro para ambiente de estudo, trabalho, confraternização, entretenimento e consumo.

Olhando estritamente os imóveis educacionais, cabe a pergunta: seremos capazes de aprender estando completamente isolados de outras pessoas, sem interação com colegas e professores dentro de um mesmo espaço? Entendemos que existem incertezas de curto prazo relacionadas a novos modelos de aprendizagem que surgem e se popularizam a partir de agora. Ao mesmo tempo, acreditamos que os imóveis educacionais continuarão, sim, a ser importantes e valorizados.

Primeiro, vale ressaltar que o EAD, apesar de ter se popularizado na pandemia, não é uma modalidade nova. Essa proposta já existe há bastante tempo e as empresas de educação vêm buscando uma otimização dos espaços que ocupam com essa modalidade. A Cogna, maior grupo de ensino superior do Brasil, já apresenta taxas significativas de crescimento para esse segmento. Contudo, existem várias formas de aplicação de aprendizagem a distância. Não se trata

apenas de uma simples divulgação de conteúdo online para os alunos. No Brasil, um exemplo muito comum é que as faculdades promovam encontros presenciais, com os alunos reunidos e assistindo a uma aula dada por um professor que leciona de forma virtual, mas com a ajuda de um tutor em sala.

E por que isso é importante para a aprendizagem? Primeiro, porque a educação, num mundo de transformação constante, é muito facilitada pela interação de pessoas discutindo um tema em comum. Muitas escolas já proveem um sistema de ensino centrado no aluno. Ou seja, parte-se do princípio de que o professor não é detentor exclusivo do saber, mas sim um facilitador que ajuda no aprendizado. Desse modo, os alunos precisam aprender, também, com a ajuda dos colegas e outras fontes de conhecimento. De acordo com esse modelo, os alunos preferem dedicar tempo e energia para se deslocar para uma faculdade, com o intuito de terem um ambiente que proporciona o aprendizado, além de disciplina e interação com outros alunos com o propósito de auxiliar nesse processo. Conhecer colegas de classe, construir networking e estar mais próximo do mercado do trabalho também são fatores cruciais nessa proposta.

Já os cursos 100% online também vão ser decisivos para disseminar a educação no país, principalmente nas regiões onde a educação presencial não é acessível, mas muito provavelmente terão um nível de profundidade, aprendizado e relacionamento mais limitados. Da mesma forma, os cursos 100% presenciais também continuarão tendo o seu espaço

no mercado, pelos motivos explicados acima.

Um fator importante que os investidores imobiliários precisam considerar ao investir em um imóvel educacional é quais os tipos de curso oferecidos no local. A participação de cursos mais sofisticados no imóvel em que eles investem, mais especificamente os cursos de saúde, é elementar para determinar a relevância e o valor daquele espaço tanto para os alunos quanto para a própria instituição. Além de todos os motivos relacionados à interação das pessoas, os alunos desses cursos ainda precisam de acesso aos laboratórios físicos que se encontram nos imóveis. Uma boa estrutura física também é um importante diferencial e atrativo para a escolha da faculdade por parte dos alunos e suas famílias.

Portanto, podemos inferir que o ensino a distância poderá dar mais eficiência às universidades no aproveitamento do espaço, mas não necessariamente vai concorrer diretamente com os produtos mais sofisticados e de ticket mais alto que as faculdades oferecem, que são os cursos presenciais, o que manterá os ativos imobiliários importantes para as locatárias.

Ainda que existam incertezas no curto prazo relacionadas aos novos modelos de ensino, o investidor imobiliário também possui alternativas jurídicas e financeiras para se proteger. Os contratos de locação atípicos, muito utilizados nos casos de imóveis educacionais, fornecem uma segurança jurídica para o cumprimento dos acordos, sob pena de pagamento de uma multa que equivale a todo o fluxo do contrato de locação, como ocorre nos contratos do FII Rio Bravo Renda Educacional. Isso dá garantia ao investidor de um fluxo recorrente e previsível de locação durante o prazo do contrato.

Outro fator importante que dá segurança ao investidor é que, usualmente, as faculdades trazem um grande fluxo de pessoas para o imóvel, possibilitando uma oferta de serviços e infraestrutura que tende a valorizar a microrregião. Com isso, os terrenos têm capacidade de valorização ao longo do tempo. De modo semelhante, também é difícil um locatário educacional decidir por mudar o seu campus de lugar, uma vez que ele perderia boa parte da base de alunos,

o que costuma inviabilizar esta mudança.

Há de se considerar, além disso, que esse é um mercado que ainda tem muito espaço para evoluir no Brasil. Aproximadamente apenas 21% dos jovens com idade entre 25 e 34 anos completaram o ensino superior. A média, para países da OCDE¹, é de 44%. Já a Argentina, possui um percentual de 40%. Isso demonstra que ainda será necessário um crescimento significativo de universidades e faculdades para atender uma demanda reprimida por educação.

1 Fonte: https://read.oecd-ilibrary.org/education/education-at-a-glance-2020_69096873-en#page53

Table A1.2. Trends in educational attainment of 25-34 year-olds, by gender (2009 and 2019)

Percentage of 25-34 year-olds with a given level of education as the highest level attained

	Below upper secondary						Upper secondary or post-secondary non-tertiary						Tertiary					
	Men		Women		Total		Men		Women		Total		Men		Women		Total	
	2009	2019	2009	2019	2009	2019	2009	2019	2009	2019	2009	2019	2009	2019	2009	2019	2009	2019
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
OECD																		
Countries																		
Australia	19 ^b	10	15 ^b	9	17 ^b	9	43 ^b	44	33 ^b	32	38 ^b	38	38 ^b	46	52 ^b	59	45 ^b	52
Austria	10	10	13	11	12	11	59	52	51	43	55	48	31	37	36	46	33	42
Belgium	18 ^b	16	16 ^b	13	17 ^b	15	46 ^b	44	36 ^b	32	41 ^b	38	36 ^b	40	49 ^b	55	42 ^b	47
Canada	10	7	7	5	8	6	42	38	30	24	36	31	49	55	63	71	56	63
Chile ¹	26 ^b	16	25 ^b	13	26 ^b	15	54 ^b	53	52 ^b	50	53 ^b	51	20 ^b	30	23 ^b	37	22 ^b	34
Colombia	m	31	m	24	m	28	m	43	m	42	m	42	m	26	m	34	m	30
Costa Rica	58	51	54	42	56	46	14	21	15	23	15	22	27	28	31	35	29	31
Czech Republic	5 ^b	7	7 ^b	7	6 ^b	7	77 ^b	67	71 ^b	53	74 ^b	60	18 ^b	26	22 ^b	39	20 ^b	33
Denmark	22	20	16	15	19	18	47	42	39	29	43	35	30	39	45	56	37	47
Estonia	18	15	10	8	14	11	55	55	43	36	49	46	27	30	46	56	37	43
Finland	12	10	7	7	10	9	58	56	44	43	51	50	30	34	49	50	39	42
France	17	14	15	11	16	13	44	42	38	37	41	39	39	44	48	52	43	46
Germany	14 ^b	14	14 ^b	13	14 ^b	13	62 ^b	54	59 ^b	53	60 ^b	54	24 ^b	32	27 ^b	34	26 ^b	33
Greece	30 ^b	14	19 ^b	11	25 ^b	13	45 ^b	51	47 ^b	39	46 ^b	45	25 ^b	35	34 ^b	50	30 ^b	42
Hungary	14	13	14	13	14	13	65	62	56	51	61	57	20	25	30	37	25	31
Iceland	33	24	24	13	28	19	37	37	34	31	36	34	30	39	42	56	36	47
Ireland	17 ^b	12	12 ^b	7	15 ^b	9	42 ^b	21	34 ^b	20	38 ^b	21	41 ^b	68	54 ^b	72	48 ^b	70
Israel	16 ^b	10	10 ^b	7	13 ^b	9	49 ^b	53	40 ^b	36	44 ^b	44	35 ^b	37	51 ^b	57	43 ^b	47
Italy	33 ^b	27	26 ^b	21	30 ^b	24	51 ^b	51	50 ^b	45	50 ^b	48	16 ^b	22	25 ^b	34	20 ^b	28
Japan ²	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	52 ^{b,c}	59 ^c	59 ^{b,c}	64 ^c	58 ^{b,c}	62 ^c
Korea	3 ^b	2	2 ^b	2	2 ^b	2	39 ^b	34	35 ^b	21	37 ^b	28	58 ^b	64	63 ^b	76	61 ^b	70
Latvia	25	15	14	8	19	11	53	52	45	37	49	45	22	34	41	55	32	44
Lithuania	15 ^b	9	10 ^b	5	12 ^b	7	49 ^b	46	39 ^b	29	44 ^b	38	36 ^b	45	51 ^b	66	44 ^b	55
Luxembourg	17 ^b	17	16 ^b	9	16 ^b	13	41 ^b	34	37 ^b	30	39 ^b	32	42 ^b	49	47 ^b	61	44 ^b	55
Mexico	63	49	63	48	63	49	20	28	20	28	20	28	17	23	17	24	17	24
Netherlands	20 ^b	14	15 ^b	11	18 ^b	12	43 ^b	42	41 ^b	35	42 ^b	39	37 ^b	44	43 ^b	54	40 ^b	49
New Zealand	22	14	19	13	21	13	m	47	m	39	m	43	m	39	m	48	m	44
Norway	19	20	14	15	16	17	44	40	29	27	37	34	38	40	56	58	47	49
Poland	8 ^b	7	6 ^b	5	7 ^b	6	64 ^b	59	52 ^b	42	58 ^b	51	28 ^b	34	43 ^b	54	35 ^b	43
Portugal	57	30	46	20	52	25	25	41	25	35	25	38	18	29	29	45	23	37
Slovak Republic	5 ^b	9	5 ^b	9	5 ^b	9	77 ^b	60	71 ^b	43	74 ^b	51	17 ^b	31	24 ^b	48	21 ^b	39
Slovenia	8 ^b	6	5 ^b	4	7 ^b	5	71 ^b	60	55 ^b	41	63 ^b	51	22 ^b	34	40 ^b	55	30 ^b	44
Spain	41	36	30	25	35	30	25	24	25	23	25	23	34	41	45	52	39	47
Sweden	10 ^b	18	8 ^b	14	9 ^b	16	53 ^b	41	44 ^b	29	49 ^b	35	37 ^b	41	48 ^b	56	42 ^b	48
Switzerland	8 ^b	7	12 ^b	6	10 ^b	6	49 ^b	43	51 ^b	39	50 ^b	41	43 ^b	51	37 ^b	55	40 ^b	53
Turkey	53 ^b	39	64 ^b	43	58 ^b	41	30 ^b	26	20 ^b	21	25 ^b	24	17 ^b	35	16 ^b	36	17 ^b	35
United Kingdom ³	18 ^b	16	18 ^b	13	18 ^b	15	38 ^b	35	34 ^b	32	36 ^b	34	43 ^b	49	47 ^b	55	45 ^b	52
United States	13	8	10	6	12	7	51	46	44	39	47	42	36	46	46	55	41	50
OECD average	22	17	18	14	20	15	47	44	41	35	44	40	32	39	41	51	36	45
EU23 average	19	15	15	11	17	13	52	47	45	37	48	42	29	38	40	51	35	44
Partners																		
Argentina ⁴	m	32	m	24	m	28	m	33	m	31	m	32	m	34	m	45	m	40
Brazil ⁴	51 ^b	37	44 ^b	28	47 ^b	33	39 ^b	45	43 ^b	47	41 ^b	46	10 ^b	18	13 ^b	25	12 ^b	21
China ⁵	63	m	66	m	64	m	19	m	16	m	18	m	18	m	18	m	18	m
India ⁶	58	m	70	m	64	m	26	m	18	m	22	m	16	m	12	m	14	m
Indonesia ¹	60 ^b	48	65 ^b	51	62 ^b	50	32 ^b	37	25 ^b	31	28 ^b	34	8 ^b	14	10 ^b	18	9 ^b	16
Russian Federation ⁴	m	6	m	4	m	5	m	39	m	27	m	33	m	55	m	69	m	62
Saudi Arabia	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
South Africa ⁴	27	21	23	15	25	18	70	74	73	79	72	77	3	5	4	6	3	6
G20 average	m	27	m	25	m	26	m	40	m	34	m	37	m	35	m	42	m	39

Note: In most countries there is a break in the time series, represented by the code "b", as data for 2019 refer to ISCED 2011 while data for 2009 refer to ISCED-97. For Indonesia and Saudi Arabia, data refer to ISCED-97. See *Definitions and Methodology* sections for more information. Data and more breakdowns are available at <http://stats.oecd.org/>, Education at a Glance Database.

- Year of reference 2017 instead of 2019.
- Data for tertiary education include upper secondary or post-secondary non-tertiary programmes (less than 5% of adults are in this group).
- Data for upper secondary attainment include completion of a sufficient volume and standard of programmes that would be classified individually as completion of intermediate upper secondary programmes (12% of adults aged 25-64 are in this group).
- Year of reference 2018 instead of 2019.
- Year of reference 2010 instead of 2009.
- Year of reference 2011 instead of 2009.

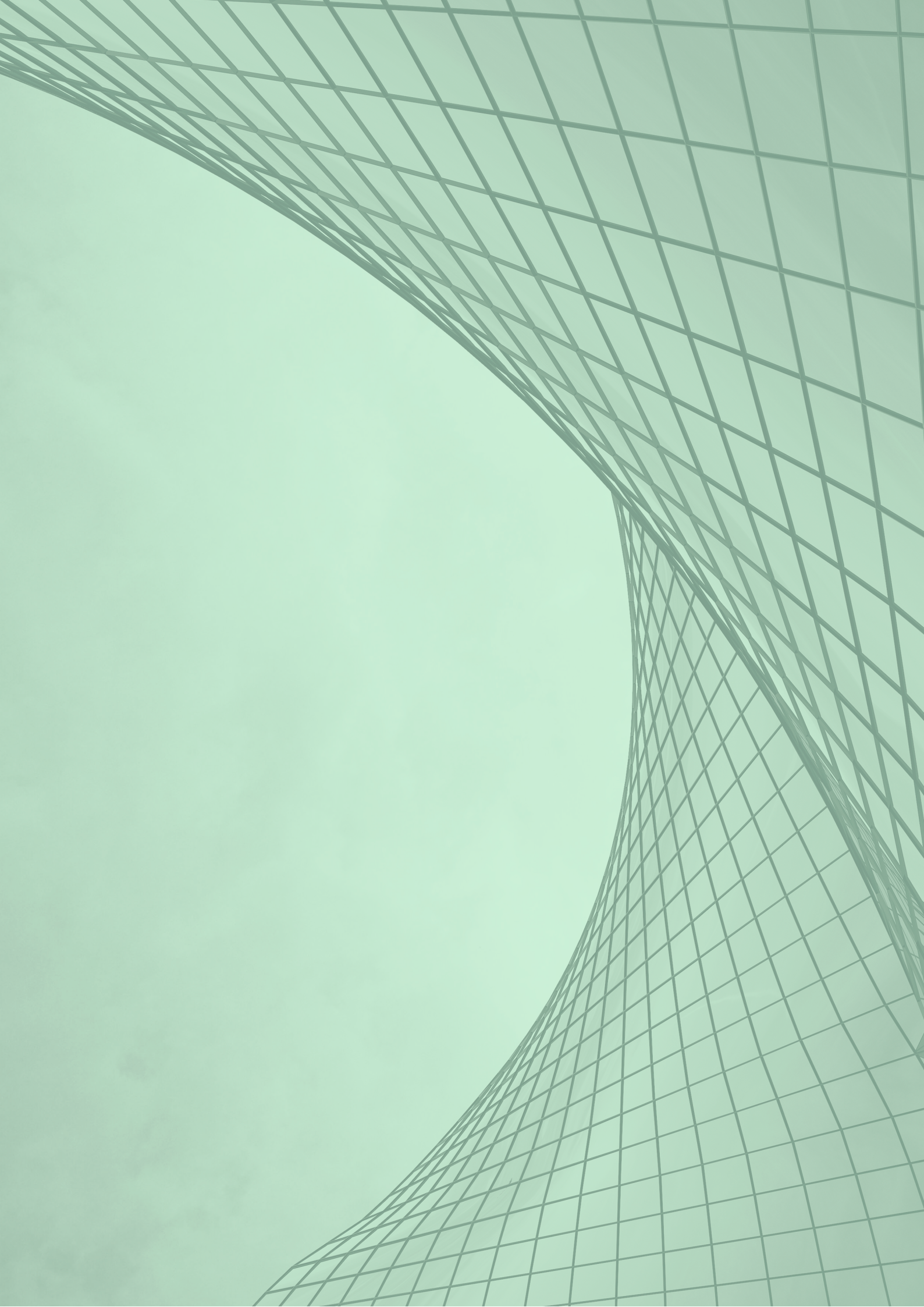
Source: OECD/ILLO/UIS (2020). See *Source* section for more information and Annex 3 for notes (<https://doi.org/10.1787/69096873-en>).

Please refer to the Reader's Guide for information concerning symbols for missing data and abbreviations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934161805>

Portanto, acreditamos que, apesar das incertezas de curto prazo, os investidores imobiliários que escolherem um bom portfólio, bem diversificado e com bons contratos ainda poderão se beneficiar

deste segmento no longo prazo, dado a importância do segmento educacional para o desenvolvimento da economia e da importância dos espaços físicos para a aprendizagem.



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

Mercado de Crédito de Infraestrutura e suas Perspectivas

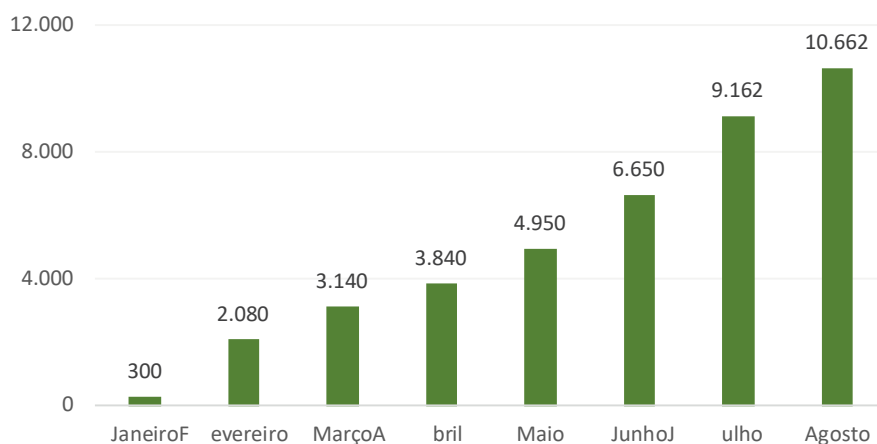
Conforme debatemos na Carta Estratégias de junho de 2020, em função de uma série de fatores, a principal fonte de recurso para financiar a infraestrutura nacional necessariamente virá do investimento privado, seja via equity, seja via financiamento de longo prazo. No caso dos financiamentos, o principal instrumento atualmente utilizado no mercado de capitais brasileiro são as debêntures incentivadas.

Esses valores mobiliários de crédito foram estabelecidos em 2012 por meio da Lei 12.431/11, com o intuito de estimular a realização de projetos em setores prioritários visando o desenvolvimento da economia brasileira com a presença ativa do

mercado de capitais, notadamente as pessoas físicas. Desde então, já foram emitidos mais de R\$ 94 bilhões em títulos de dívida até agosto; destes, mais de 70% ocorreram nos setores de Geração e Transmissão de Energia.

No acumulado do ano de 2020 até agosto, as emissões de debêntures incentivadas alcançaram R\$ 10,6 bilhões (Gráfico 1). Apesar do volume de captações ainda abaixo quando comparado ao mesmo período do ano passado (R\$ 17,1 bilhões), a retomada já se mostra significativa após o período de estagnação ocorrido nos meses de pico da pandemia do Covid-19. Mais do que isso, mesmo após seis meses de arrefecimento do mercado de emissões primárias, o volume até agosto já supera o total emitido em 2017.

Emissões de Debêntures Incentivadas de Infraestrutura em 2020
Valores Acumulados em BRL mm



Importante ressaltar que a expectativa para 2020, ex-pandemia, era de que o mercado primário de emissões de debêntures incentivadas no Brasil seguiria o mesmo rumo de 2019, isto é, crescimento robusto de até 50% a.a.. Com a expansão desse mercado, refletida pela evolução do estoque de títulos que mostra sinais de estabilização, veríamos uma redução ou manutenção em suas taxas de captação no mercado local. Mesmo assim, o mercado

também apresenta sinais de amadurecimento em razão do maior giro desses títulos (liquidez) e manutenção de prazos e durations a níveis recordes. Outra novidade interessante no mês de setembro é o início de emissões de debêntures incentivadas na modalidade ICVM-400 para acesso ao público em geral. Isso indica um retorno dos investidores individuais ao mercado de crédito privado.

Média de Spreads (IPCA+)
MÉDIA ARITIMÉTICA DE TODAS AS EMISSÕES INCENTIVADAS

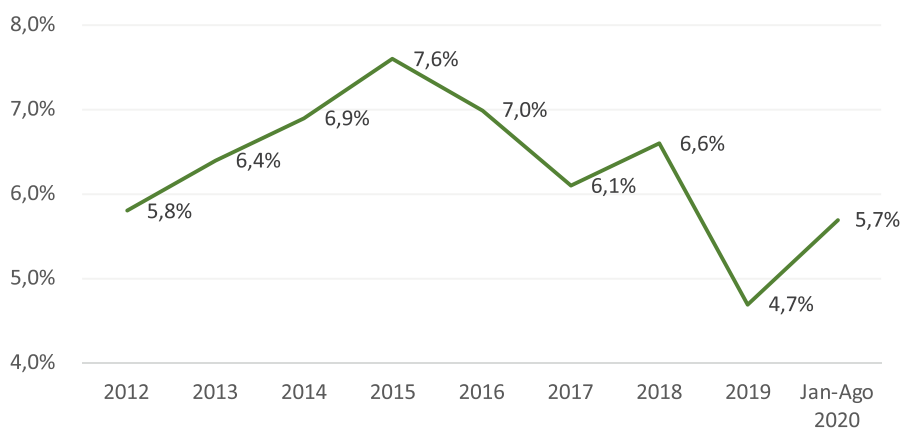
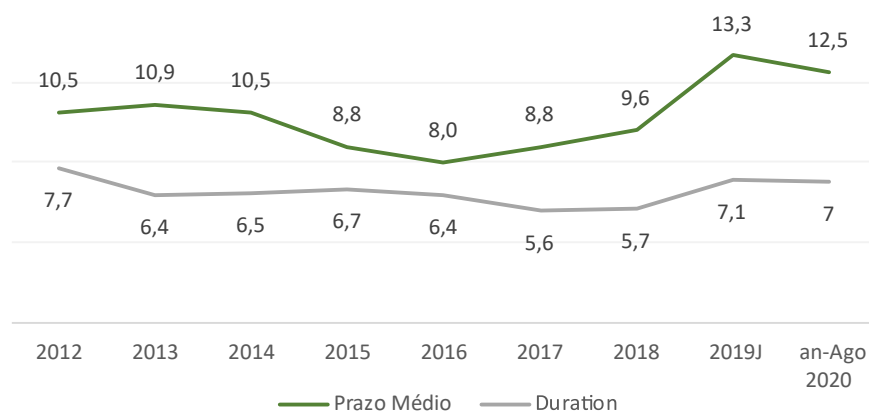
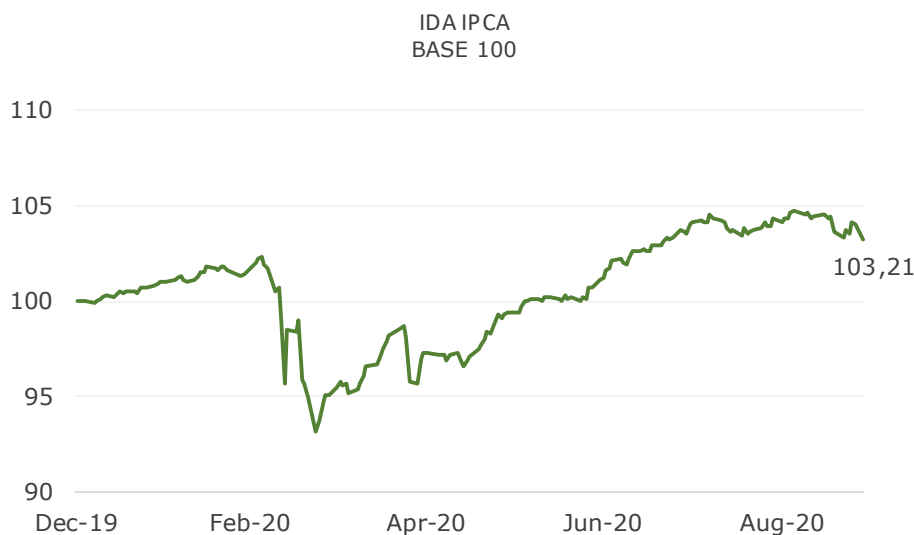


Gráfico 3: Prazo e Duration Médios (anos)
MÉDIA ARITIMÉTICA DE TODAS AS EMISSÕES INCENTIVADAS



O Índice IDA IPCA é uma boa proxy dos movimentos dos preços no mercado secundário dos títulos de

crédito atrelados à inflação, conforme visto no Gráfico 3.



Em comparação aos títulos de crédito corporativos atrelados à inflação, as emissões de debêntures incentivadas de Infraestrutura, principalmente aquelas em setores altamente regulados como os de geração e transmissão de energia elétrica, apresentam fluxos de caixa estruturalmente mais estáveis. Com um cenário de incerteza de preços no mercado secundário de crédito, causado por, dentre outros fatores, alterações nos preços e taxas de títulos governamentais atrelados à inflação¹, as debêntures incentivadas também sofreram uma desvalorização no mercado secundário superior àquela justificável pelo risco intrínseco ao seu setor de atuação ou fluxos de caixa. Esse desconto excessivo nos preços das debêntures incentivadas ocorrido na crise da Covid-19, particularmente em março e abril de 2020, tem sido corrigido pelo mercado. Esse é um dos motivos que levaram a forte recuperação do preço das debêntures incentivadas atreladas à Inflação no período de maio a setembro de 2020.

Com isso, espera-se a retomada cada vez mais robusta das emissões de debêntures incentivadas a

partir deste segundo semestre, mas o volume total anual provavelmente ficará aquém do volume de emissões de 2019 por conta dos efeitos da pandemia nos investimentos que se estendem ao longo de 2020. Por outro lado, a maturidade do mercado de capitais se mostra relevante, tendo como base a liquidez e o giro no mercado secundário além de prazos e durations mais longas no mercado primário.

O ano de 2021 deverá ratificar a robustez estrutural desse instrumento de financiamento de infraestrutura, superando a máxima de 2019, tendo em vista a retomada dos investimentos de projetos já iniciados e comprometidos contratualmente com datas de início de operações e disponibilidades mínimas. Destacamos, também, o ambiente positivo regulatório e de negócios que se apresenta para os próximos anos e décadas, como o Programa Pro-Brasil, a aprovação da nova lei do gás e da lei de saneamento além do pipeline de concessões e das privatizações que já surgem no horizonte.

Por fim, de forma a financiar estas infraestruturas, a expectativa é de aumento de sofisticação nas estruturas desses títulos, com a inserção de obrigações por parte dos emissores às questões relacionadas

ao meio ambiente, aspectos e impactos sociais e à elevação do padrão de governança, incluindo compliance, por parte dos projetos emissores e de seus acionistas.

Renda Variável

Paulo Bilyk
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Itaúsa (ITSA4)

A Itaúsa é um conglomerado empresarial com participações em diferentes negócios, sendo o principal deles no Itaú Unibanco – maior banco privado do país. Historicamente, a empresa era considerada apenas como um outro veículo para se investir no Itaú, tendo em vista que sua participação no banco representava, grosso modo, a totalidade dos seus ativos – a única outra participação relevante, até 2017, era em Duratex, mas que representava menos de 4% dos ativos totais.

Observamos, contudo, nos últimos anos, um esforço crescente de aquisições bastante positivas para criação de valor para os acionistas. Percebemos uma mudança de atitude por parte dos controladores em, de fato, diversificar os ativos da Itaúsa, fazendo com que deixe de ser uma proxy de Itaú e tornando-a um conglomerado de marcas fortes, elevada resiliência operacional e bom histórico de alocação de capital. Vale destacar três novos investimentos: (1) Alpargatas; (2) NTS; e (3) Copagaz, sendo este último ainda pendente de aval regulatório.

No primeiro deles, o investimento foi de R\$1,8 bi por 26% da totalidade de ações (mais de 40% das ações com poder de voto) e foi feito em conjunto com a Cambuhy Investimentos, que tem Pedro Moreira Sales, membro da família na qual a Itaúsa divide o controle do Itaú Unibanco, como um dos sócios. A Alpargatas é dona da Havaianas, uma das marcas mais icônicas do país, e desde o investimento inicial o ganho já superou 200%.

Em segundo lugar, temos a NTS (Nova Transportadora do Sudeste), arrematada no leilão de desinvestimento da Petrobras, que é proprietária de uma rede de gasodutos responsáveis pelo transporte de gás natural na região do Sudeste. A aquisição foi feita em conjunto com a Brookfield, a principal acionista. Dos quase R\$1 bi aplicados, a Itaúsa já recebeu R\$688 milhões em proventos, marcando elevado retorno em cerca de três anos.

O último e mais recente investimentos foi na Copagaz, distribuidora de GLP – o famoso “gás de cozinha” – no montante de R\$1,4 bi por 49% de participação. A associação foi estratégica para possibilitar a Copagaz dar o lance vencedor no leilão da Liquigás, ativo de distribuição de GLP da Petrobras, e se consolidar como líder desse mercado. Essa aquisição, contudo, ainda está pendente de aval regulatório.

Em recente evento destinado a investidores, o presidente do conselho da Itaúsa, Alfredo Egydio Setubal, comentou que segue em busca de novas empresas que se encaixem com nas suas características ideais, sendo elas marcas sólidas, alta rentabilidade, situadas no Brasil, oportunidade em participar no controle ou exercer influência significativa e, finalmente, grande suficiente para ser relevante dentro do grupo – investimento em torno de R\$1,5 bilhão.

Entrando em detalhes sobre valuation, no fim de setembro, a Itaúsa negociava com cerca de 17% de desconto sobre o valor total dos seus ativos – sua capitalização de mercado dividido pelo valor de

mercado de suas participações em Itaú, Duratex, Alpargatas e NTS – desconto levemente abaixo do que consideramos justo. Existe ineficiência fiscal e de custos dentro de Itaúsa, porém não suficiente para justificar tal desconto. De qualquer maneira,

ao considerar seu maior ativo – Itaú Unibanco – e os dividendos a serem distribuídos a partir de 2021 enxergamos um potencial de dividend yield de quase dois dígitos, especialmente atrativo considerando a taxa básica de juros em patamares históricos tão baixos.

Multimercados

Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

Qualidade ou Fundamentals é a mais nova família de Fatores que compõem a carteira do Rio Bravo Pandas.

Estratégias baseadas em Qualidade buscam capturar o prêmio associado a empresas de Alta Qualidade contra empresas de Baixa Qualidade. Entretanto, definir e mensurar qualidade podem ser tarefas bem complicadas.

Dependendo do investidor, a definição de Qualidade pode variar bastante, podendo estar associada a diferentes métricas, como Retorno sobre Capital Investido (ROIC), crescimento, estabilidade de lucros, expansão de margens ou até mesmo Qualidade de Gestão.

Mas, independente das métricas utilizadas, estratégias que buscam focar em qualidade tipicamente são bem-sucedidas, inclusive em períodos de adversidade econômica.

Mesmo com toda essa dificuldade em definir Qualidade, esse tipo de abordagem vem ganhando bastante atenção no cenário acadêmico e no mercado, pois já existem alguns veículos de investimento no exterior baseados em estratégias de Qualidade (como o iShares Edge MSCI USA Quality Factor ETF, ou QUAL, e o Invesco S&P 500® Quality ETF, ou SPHQ).

A forma como construímos nossa estratégia de Qualidade se baseia em algumas métricas. Podemos

citar ROIC, ROA (Retorno sobre Total de Ativos), baixa alavancagem financeira e expansão de margens.

Como todo outro Fator, também aplicamos essas estratégias no formato Long-Short, ou seja, comprando empresas de alta Qualidade e vendendo empresas de baixa Qualidade.

*

O Rio Bravo Pandas caiu 1,20% em setembro. No ano, o fundo sobe 4,19% contra 2,29% do CDI. Em setembro, o fundo teve contribuições negativas na família de fatores de valor e de momentum (dois fatores que normalmente são descorrelacionados), que foram parcialmente compensadas pelos fatores proprietários. Após quase sete meses de baixa exposição bruta, por causa da volatilidade dos ativos causada pela pandemia, os modelos indicaram aumento da exposição para 60%, ainda abaixo da média histórica do fundo. A exposição líquida continua próxima a zero. Há alguns meses estamos testando no fundo um novo grupo de estratégias de qualidade e com o bom desempenho desse fator, decidimos aumentar seu peso para 25% do fundo.

O Rio Bravo Previdência caiu 3,85% em setembro, enquanto o Ibovespa e o IMA-B caíram 4,80% e 1,51% respectivamente e o CDI rendeu 0,16%. No ano, o fundo cai 2,38% enquanto em 12 meses sobe 2,88%. Setembro foi um mês marcado pela alta volatilidade não só em renda variável, mas também nos títulos públicos, que sofreram pressão com os níveis de emissão nos leilões do Tesouro Nacional. Essa pressão

acabou se alastrando para a curva de juros, que, somada à reação negativa do mercado à apresentação do novo programa assistencial, Renda Cidadã, fizeram com que a curva inclinasse significativamente no mês. Assim, nossa carteira aplicada em juros real contribuiu com queda de 1,08% no mês para o fundo.

Já a carteira de ações retraiu 2,66%, performance que foi favorecida pela nossa posição em Grupo Pão de Açúcar, que contribuiu com 28bps para o fundo, enquanto nossa alocação em ETF de bolsa foi a maior detratora de performance, retirando 45bps do fundo no mês.

Performance

	Renda Fixa		Renda Variável		MultiAssets & Portfolio			Índices						
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Apollo FIC FIM	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Pandas FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
setembro 20	0,25	-0,59	-3,44	-1,39	-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	-0,97	-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	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
Ano	-0,53	1,06	-8,09	0,39	-2,38	4,17	2,29	-18,20	-18,93	45,75	39,18	31,73	-0,72	-12,59
12 meses	0,27	2,11	2,28	-0,59	2,88	3,63	3,54	-9,08	-1,37	44,65	34,86	39,22	2,05	4,40
24 meses	6,85	7,69	47,12	10,04	33,25	9,18	10,06	19,23	54,49	39,89	38,53	39,53	34,14	30,92
36 meses	14,23	14,03	29,31	14,90	29,26	30,20	17,49	27,29	43,60	76,17	77,17	73,13	37,42	26,27
48 meses	28,41	26,75	48,27	-	49,79	39,40	31,29	61,17	99,32	80,62	72,87	103,84	60,52	56,07
Desde o início	199,24	198,18	703,18	26,15	79,04	55,63								
PL Atual (R\$Mil)	111.078.226	14.847.296	4.446.284	10.642	10.969.049	4.708.404								
Data de início	14/08/2008	28/12/2007	08/09/2004	04/01/2017	12/03/2013	17/08/2015								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0.5% até 20M / 1.6% + de 20M	1,50%	1,10%	1,00%								
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 de Renda Fixa e Multimercado
evandro.buccini@riobravo.com.br

Anita Scal

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

Vanessa Faleiros

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

Mauricio Xavier

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

Flávio Strunk

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

Sergio Brandão

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

Investidores Institucionais

institucional@riobravo.com.br

Paulo Rossetti

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

Daiana Pires

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

Relações com Investidores Fundos Imobiliários

Isabela Perez

11 3509 6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



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

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

Conheça nossas estratégias

Imobiliários

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

Renda Fixa

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

Multimercados

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

Renda Variável

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



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

www.riobravo.com.br