



RIO BRAVO

estratégias estratégicas

Abril 2023



O outono veio forte: a geringonça dos impostos

por Gustavo Franco



O outono começou no Hemisfério Sul em 21 de março e pouco antes de o novo governo completar 100 dias. Esperava-se uma espécie de primavera política, ou econômica, ou ainda uma espécie de Nova República. Mas não houve nada disso em abril.

Foram ao menos três os eventos e processos a destacar no momento dos 100 dias: (i) a descontinuação de políticas consideradas tóxicas da administração anterior; (ii) a retomada de programas reconhecidos como “marcas” do petismo, às vezes apenas pela mudança de designação, como no caso emblemático do Bolsa Família; e principalmente (iii) a digestão dos efeitos da intentona de 8 de janeiro, para a qual uma ruidosa CPMI (comissão parlamentar mista de inquérito) foi formada no fim do mês.

“Tudo se passa como se o enredo da eleição permanecesse na ordem do dia”

Na verdade, não se consegue terminar essa digestão, e cuidar do porvir. Tudo se passa como se o enredo da eleição permanecesse na ordem do dia. Ou como se houvesse, ao menos no terreno legislativo, um adiamento do início do governo, e por período prolongado. Por todas as indicações, essa CPMI vai consumir muito tempo e energia do Legislativo, talvez o maior pedaço do ano de 2023, com óbvio prejuízo de outras pautas.

Sempre se ressalta a imprevisibilidade das CPIs no tocante às suas conclusões e impactos. Certamente o mesmo vale para o tempo de duração.

O Executivo tentou sem sucesso evitar a aprovação e a constituição da CPMI não por desgostar do assunto, mas a fim de otimizar a dedicação e diligência de sua bancada em outros temas. As CPIs são, conforme o velho

clichê parlamentar, “ferramenta da minoria”, cujo ofício não é propriamente cooperar com o Governo. É mais para paralisar mesmo, e é do jogo. A maioria governista não foi grande o suficiente para enterrar a CPI, mas terá que ser intensamente mobilizada para tentar conter os excessos da comissão. A ver.

O “fato determinado” para a criação da CMPI, conforme o requisito regulamentar, é o 8 de janeiro. Um fato gigantesco e impossível de ignorar. Mas o verdadeiro tema da comissão é a polarização política, da qual, infelizmente, não se consegue escapar. O noticiário sobre o assunto permanece vivo e parece interessar a ambos os extremos do espectro político: o governo, do seu lado, alimenta a fogueira pensando em constranger o bolsonarismo, mas, com isso, o mantém no noticiário e se afasta da tarefa de governar.

Na teoria dos jogos, é uma situação de “jogo da galinha” no qual ambos os jogadores caem no precipício de uma CPI longa e de uma pauta legislativa leve (em temas positivos para a economia).

“A diplomacia brasileira foi fortemente debatida durante o mês de abril”

Viagens presidenciais

O presidente Lula fez duas viagens internacionais importantes em sequência, uma para a China e outra para Portugal e Espanha, e com isso os temas de política externa ganharam um tanto mais de visibilidade do que teria sido planejado, ao menos na aparência. Assim, a diplomacia brasileira foi fortemente debatida durante o mês de abril.

Como é comum nas viagens presidenciais, independentemente da conjuntura e da orientação ideológica da delegação, a proximidade com a imprensa conduz à indiscrição. Muitas das declarações mais impactantes e inconvenientes das mais variadas autoridades nos últimos anos ocorreram em viagens internacionais. As viagens de abril de 2023 não foram exceção.

A política externa tem sido vista como uma proveitosa avenida a ser explorada pela nova administração, tendo em vista o legado deixado pelo governo anterior. Nos assuntos ambientais em especial, a estrada parece bem pavimentada, mas o governo se movimenta para bem além. A alegação já habitual é de que o Itamaraty mira no assento permanente no Conselho de Segurança das Nações Unidas, uma velha aspiração, talvez obsoleta, mas um ótimo pretexto para que o presidente dispense diagnóstico sobre as mais variadas geografias – nem sempre de forma certa.

No passado, a diplomacia lulista parecia orientada para abastecer o noticiário doméstico, como se fosse uma jornada pessoal do presidente. Não há dúvida de que a mesma receita está sendo restaurada. O bordão “o Brasil voltou” foi primeiro utilizado fora do país, mas, a seguir, veio a se incorporar ao eixo central das campanhas publicitárias do governo. Foi repetido e destacado pelo presidente em seu discurso à Nação em 1º de maio, quando falou de salário mínimo e da faixa de isenção do imposto de renda da pessoa física.

A hiperatividade dessa diplomacia presidencial possui manifesta motivação política, e aí reside exatamente a sua maior vulnerabilidade. Os riscos envolvidos ficam mais evidentes quando o presidente se vê instado a dissertar sobre diversos temas difíceis, compreendendo aspectos das tensões geopolíticas entre a China e os Estados Unidos, assim como teorias sobre a Guerra da Ucrânia, passando pelo papel do dólar como moeda internacional de reserva e de “*invoicing*” no comércio com a China e com a Argentina.

Nem o Brasil possui o peso e a experiência (*heft*, foi o termo usado por *The Economist*, difícil de traduzir) nos assuntos geopolíticos mais difíceis (tampouco o interesse!) – daí a inutilidade da pretensão ao Conselho de Segurança – nem a retaguarda econômica do presidente da República conta com contribuições

relevantes para os temas monetários internacionais.

Houve muita condescendência da imprensa internacional e nacional com as falas presidenciais nessas viagens, mas não se deve esperar que essa boa vontade se observe por prazo indeterminado, nem que permaneça inerte diante da substância dessas falas. É difícil prognosticar até onde essa nova diplomacia presidencial poderá nos levar.

O fato é que, misturadas a declarações questionáveis sobre o destino da Crimeia, os recados presidenciais sobre os juro domésticos perderam a maior parte de sua força. A situação evoca o conselho do escritor norte-americano Mark Twain (1835-1910) para jovens escritores: “escreva sobre o que você sabe”.

Entretanto, na vigência do império das redes sociais, a comunicação do presidente se mistura com “narrativas” e “lacrções”, e também com as “fake news” e intervenções espetaculares de influenciadores. Nesse contexto, em abril, o país testemunhou as *performances* do senador Cid Gomes (PDT-CE) na visita de Roberto Campos Neto à CAE (Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal) e do senador Eduardo Girão (Novo-CE) diante do ministro de Direitos Humanos, Silvio Almeida.

Ambas foram ilustrativas da “civilização do espetáculo”, de que falou Mario Vargas Llosa, com sua “banalização da cultura, generalização da frivolidade e, no campo da informação, a proliferação do jornalismo irresponsável da bisbilhotice e do escândalo”¹. O ministro Almeida reagiu ao senador Girão afirmando “é uma performance que eu repudio profundamente ... uma exploração inaceitável de um problema muito sério”. Já Roberto Campos Neto, diante do senador Cid Gomes, manteve um contrito silêncio de canto de boca.

O fato é que, ao penetrar nessa seara, para falar de política externa como de qualquer outro assunto complexo transbordando oportunismo e esperteza política, o presidente dilui o conteúdo das suas mensagens.

Coalizão inesperada

Não houve reunião do COPOM em abril, mas logo no início de maio a politização dos juro deverá reacender. Não há expectativa de movimento da Selic: esse é o consenso nos mercados financeiros. Mas não no mundo político, no qual se espera uma pista, uma palavra ou

1. M. V. Llosa “A civilização do espetáculo” Rio de Janeiro, Editora Objetiva, 2012, p. 30.

duas na ata, apontando uma direção e materializando uma “resposta” à iniciativa do governo de propor o arcabouço. Parece uma reivindicação fácil de atender, mas não. Um “diálogo” nessa esfera servirá para estabelecer um caminho sem volta de “negociação” entre o comitê e a esfera política.

“A novidade representada pelo novo arcabouço não gerou as expectativas favoráveis que se esperava quanto ao regime fiscal”

No mérito, infelizmente, a novidade representada pelo novo arcabouço não gerou as expectativas favoráveis que se esperava quanto ao regime fiscal. Portanto, não se altera de forma material o equilíbrio de forças no assunto da política monetária. Talvez mesmo pelo contrário: a perda de uma oportunidade de tomar medidas fiscais contundentes e definitivas apenas fortalece a ideia de que a política monetária deve permanecer restritiva por mais tempo.

A apresentação do arcabouço fiscal parecia destinada a confrontar o Banco Central com a obrigação de apressar a redução nos juros, uma vez que resolvesse a evidente inconsistência entre a meta da inflação e a política fiscal. Não era uma má teoria, se, de fato, o arcabouço fornecesse a solução para o problema fiscal brasileiro. Seria uma espécie de acordo com o FMI sem o FMI.

A entrada do vocábulo “arcabouço” no breviário dos debates fiscais envolve uma sutileza. A palavra foi primeiro utilizada no dia 9 de dezembro de 2022 quando Fernando Haddad foi escolhido ministro da Fazenda. Nesse dia, o ministro declarou que suas duas prioridades seriam o “arcabouço” fiscal e a reforma tributária.

Poderia ser “geringonça”, o que seria uma importação da linguagem de Portugal, desenvolvida para descrever um gabinete de uma coalizão política um tanto inesperada. O arcabouço também é uma coalizão inesperada, porém de ideias, como adiante se argumenta. É a nossa geringonça.

Em dezembro de 2022, o ministro da Fazenda afinal escolhido, depois de longa reflexão, não estava participando das negociações da PEC da Transição,

afinal promulgada em 21/12/2022 como a EC126. Nesse texto, a linguagem para o arcabouço era outra. No seu artigo 6, havia um prazo (31/08/2023) para o presidente da República encaminhar ao Congresso Nacional um projeto de lei complementar com o objetivo de instituir “regime fiscal sustentável para garantir a estabilidade macroeconômica do País e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico”.

No artigo 9, ficava estabelecido que o Teto de Gastos quedava automaticamente revogado após a sanção desta lei complementar criando o que ficaria conhecido como o “arcabouço”, na definição do ministro Haddad. Era uma arquitetura legislativa engenhosa, pela qual o principal pilar da política fiscal brasileira desde 2016, quando foi preciso retirar o país do caos fiscal criado pela presidente Dilma Rousseff, quedava substituído por um novo regime fiscal, o arcabouço, essa geringonça fiscal brasileira.

Seria uma bela amarração se o arcabouço fosse bem recebido: estariam resolvidas tanto a substituição do Teto quanto a inconsistência entre as políticas fiscal e monetária. No entanto, a receptividade do arcabouço não foi boa, e há três famílias de explicações.

Em primeiro lugar, abstraindo detalhes operacionais típicos desse domínio, há o fato de que uma restrição constitucional à despesa foi substituída por limitações em lei complementar a dotações orçamentárias. Nesse formato, o arcabouço transformou o Teto de Gastos numa espécie de LDO (lei de diretrizes orçamentárias) das LDOs ou, como na vívida descrição de um especialista, uma “banda diagonal endógena” no campo orçamentário². Outro enxergou no dispositivo “um arcabouço de expansão fiscal”³.

Como opção arquitetônica expressa, o arcabouço ignorou qualquer possível alteração na dinâmica orçamentária, e do *modus operandi* das emendas, por exemplo, ficando preservadas as fórmulas contábeis ordenadas pela Lei 4.320/1964. Melhorias nesse ordenamento vinham prontos do Senado, que havia inclusive aprovado um novo texto para uma lei de finanças públicas que poderia estender e revigorar a LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal). Mas esse assunto foi simplesmente ignorado.

2. F. Giambiagi “A banda diagonal endógena” O Globo 23/04/20230

3. R. Werneck “Um teto de gastos mais abrangente” O Globo 28/04/2023.

É uma lástima que, mesmo depois do escândalo do chamado “orçamento secreto”, e da atenção dedicada pelo STF ao assunto, e dos imperativos de transparência e sustentabilidade, ou seja, na ênfase declarada na responsabilidade fiscal, que nada tenha sido alterado no modo como se faz o orçamento público no Brasil.

Uma segunda família de considerações tem a ver com as premissas em que se baseou o desenho do arcabouço. As pessoas que o desenharam *não acreditam* em responsabilidade fiscal, chegando, recentemente, a descrever o Teto de Gastos, como um retrocesso nos Direitos Humanos⁴. Como esperar que esse grupo conceba um mecanismo substituto para o Teto de Gastos quando não enxergam necessidade de limitar a despesa primária e entendem que a despesa pública é solução e não o problema?⁵

É provável que seja muito pior que os economistas heterodoxos do governo sigam suas convicções, ou que o governo os prestigie. Essa curiosa situação parece semelhante à enfrentada por Joaquim Levy quando se tornou ministro de Dilma Rousseff. Não é incomum que governos de esquerda adotem fórmulas ortodoxas na economia, mas não é simples. Será mesmo possível que o presidente Lula, em seu terceiro mandato, fora de circunstâncias excepcionais no campo das *commodities* e de heranças magníficas, consiga governar com responsabilidade fiscal?

Não se pode perder de vista, não obstante, que o panorama fiscal da União no momento do anúncio do arcabouço é muito ruim. Os números fiscais, como se sabe, não revelam toda a tensão que existe *ex ante*, mas apenas o que se passou depois da operação de todos os mecanismos de repressão fiscal. O déficit primário *ex post* não é grande, mas é enorme a sensação de desproporção entre desejos e possibilidades. Não há recursos para diversos ministros responsáveis por políticas setoriais que despertaram muita expectativa durante a eleição e no anúncio do Gabinete. Como será a administração dessa escassez?

“A União esgotou sua capacidade de se endividar e não pode pagar suas contas fabricando papel pintado”

4. Economia pós-pandemia: desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico. E. Dweck et al. (orgs.), São Paulo, Autonomia Literária, 2020, p.11 *passim*.

5. E. Dweck et al. (orgs.) op. cit. p.68, *passim*.

Tudo se parece com o que se observa nos estados da Federação, e em muitos municípios, nos quais as finanças públicas funcionam como uma frigideira tão quente perto da qual qualquer novo recurso evapora antes mesmo de tocá-la. Com efeito, a União esgotou sua capacidade de se endividar e não pode pagar suas contas fabricando papel pintado. Exatamente como os entes federativos diante das restrições da LRF. A margem de manobra é muito pequena.

O ministro Haddad talvez reconheça o que tem diante de si, pois é um panorama familiar, como o que se descortina para uma grande prefeitura com problemas de caixa e muitas demandas. Talvez tenha pensado que a União é diferente pois, em tese, pode emitir moeda e se endividar em variados formatos. Entretanto, dificilmente o ministro terá prefigurado que esses truques já estão esgotados há anos.

Especialistas experientes terão notado que todo ministro novo acha que existe um bolo de dinheiro em alguma medida, em alguma gaveta, que nenhum dos seus antecessores foi capaz de enxergar. Mas todos invariavelmente descobrem a verdade, cada qual reagindo do seu jeito. Não há cédulas de 100 dólares no chão, exceto as falsas. Este ministro parece se voltar para os impostos, o que nos leva a uma terceira família de considerações sobre a má receptividade do arcabouço.

Os especialistas que se debruçarem sobre os números apresentados pelo governo, nas hipóteses sugeridas pela própria administração petista, e se puseram a verificar se a dívida pública vai mesmo se estabilizar nos próximos anos conforme prometido pelo ministro, chegaram a uma conclusão consensual: as contas não fecham sem um aumento substancial da receita⁶.

O número exato de receita adicional necessário para “fechar as contas” e estabilizar a dívida pública depende do cenário das projeções, com vários elementos fora do controle do governo e de quem faz o prognóstico, e depende também do verdadeiro empenho em cumprir promessas de campanha, muitas das quais reconhecidamente irrealis.

A ameaça de pacote tributário parece muito real. O ministro Haddad tem falado muito e de forma preocupante sobre impostos. Cometeu excessos como o de afirmar que ia “abrir a caixa preta das renúncias” e mesmo divulgar os CNPJs das empresas privilegiadas.

Em um segundo momento, talvez exemplificativamente, levantou o assunto da taxação sobre as compras feitas em plataformas de comércio eletrônico. Sobre essas “importações” existe um regime simplificado pelo qual incide uma alíquota única de 60% sobre o valor.

Não é uma alíquota pequena, mas o que se arrecada (algo como R\$ 640 milhões por ano) faz crer que o problema fiscal brasileiro não será resolvido por aí. Parece haver muita fraude, pois quando se trata de importação entre pessoas físicas e abaixo de US\$ 50,00 há isenção de impostos.

O fato é que a intenção do ministro de mudar as regras esbarrou numa objeção da primeira-dama e num pedido de reconsideração do presidente.

Será muito mais difícil, para o ministro, trabalhar com as “renúncias tributárias”, cuja soma ele elevou, numa entrevista a R\$ 600 bilhões. Na verdade, o ministro parece não compreender do que se trata: o assunto aqui são os gastos tributários (*tax expenditures*) recorrentemente reportados pela SRF em um demonstrativo regionalizado previsto na Constituição (art.165, §6) e regulado pela LRF (art.5,II).

Para começar, o sabidamente irreal cálculo da Secretaria da Receita Federal, feito todo ano em um relatório que vai junto com a proposta orçamentária, coloca o número total em R\$ 456 bilhões.

Mas o problema aqui é o conceito de renúncia: *não é propriamente uma coleção de situações nas quais o Estado abre mão de receita por pressão política espúria. A SRF estima os gastos tributários pelo “método da perda de arrecadação”, que consiste em “simular uma tributação normal sobre o volume das operações desoneradas que efetivamente ocorreram ou esperadas para o futuro, mantendo os demais fatores constantes. Por definição, não leva em consideração as alterações de comportamento dos contribuintes”*⁷.


O caso mais aberrante é o das renúncias decorrentes do SIMPLES, cujo cálculo é feito imaginando que as mesmas empresas iam empregar e faturar exatamente da mesma forma só que pagando os impostos no “complicado”. A maior parte dessas empresas e empregos sequer existiria. O mesmo vale, é claro, para as entidades filantrópicas.

Aumento dos impostos

O ministro afirmou que não aumentará alíquotas e nem criará impostos novos, ao ser perguntado sobre como vai fechar a conta e se vai elevar a carga tributária. Mas parece escapar pelo subsolo trabalhando com renúncias, decisões judiciais (e administrativas) e bases de cálculo. O ministro parece afinado com a SRF, e preparado para as perguntas sobre seu suposto compromisso de não aumentar os impostos.

No domingo, 30 de abril, o Diário Oficial da União teve uma edição extra para publicar a Medida Provisória 1.171, que “dispõe sobre a tributação da renda auferida por pessoas físicas residentes no País em aplicações financeiras, entidades controladas e **trusts** no exterior, altera os valores da tabela mensal do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física”.

Aproveitando a ocasião – o anúncio do presidente, com direito a discurso à Nação, transmitido em cadeia nacional de TV, de um “pequeno” aumento real no salário mínimo e de aumento da faixa de isenção do IRPF – para um “jabuti” sobre investimentos no exterior com vistas a compensar os custos da bondade.

 *O grande assunto do país nos próximos anos, com este governo, será o aumento de impostos”*

A apresentação do arcabouço terá servido talvez para deixar claro que o grande assunto do país nos próximos anos, com este governo, será o aumento de impostos. Não é uma conversa boa, os impostos estão muito profundamente arraigados no contrato social que está na base de todo o edifício institucional da economia. A expectativa em torno do tema da “reforma tributária” é de simplificação e alívio, o que não parece ser o que pensa o ministro e sua equipe. Não é provável que o debate em torno da PEC45 ajude, pois as complexidades inerentes à introdução e aterrissagem do novo IVA dificilmente atenderão a esses desejos, ao menos no curto prazo. Mas este é um capítulo mais à frente nessa série, na qual, ao que tudo indica, o protagonismo será dos impostos.

6. Talvez o mais detalhado e influente desses exercícios tenha sido o de cinco economistas do Insper capitaneados por Marcos Lisboa (e incluindo Marcos Mendes, Marília Taveira, Cristiano de Souza e Rogério Costanzi) “O algoritmo do gasto: o impacto das despesas obrigatórias no arcabouço fiscal” INSPER, São Paulo, abril de 1993.

7. SRF, Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros, “Demonstrativo dos Gastos Tributários PLOA 2023”, Brasília, setembro de 2022, p.5, ff3.

Renda Fixa

Crédito privado



Evandro Buccini

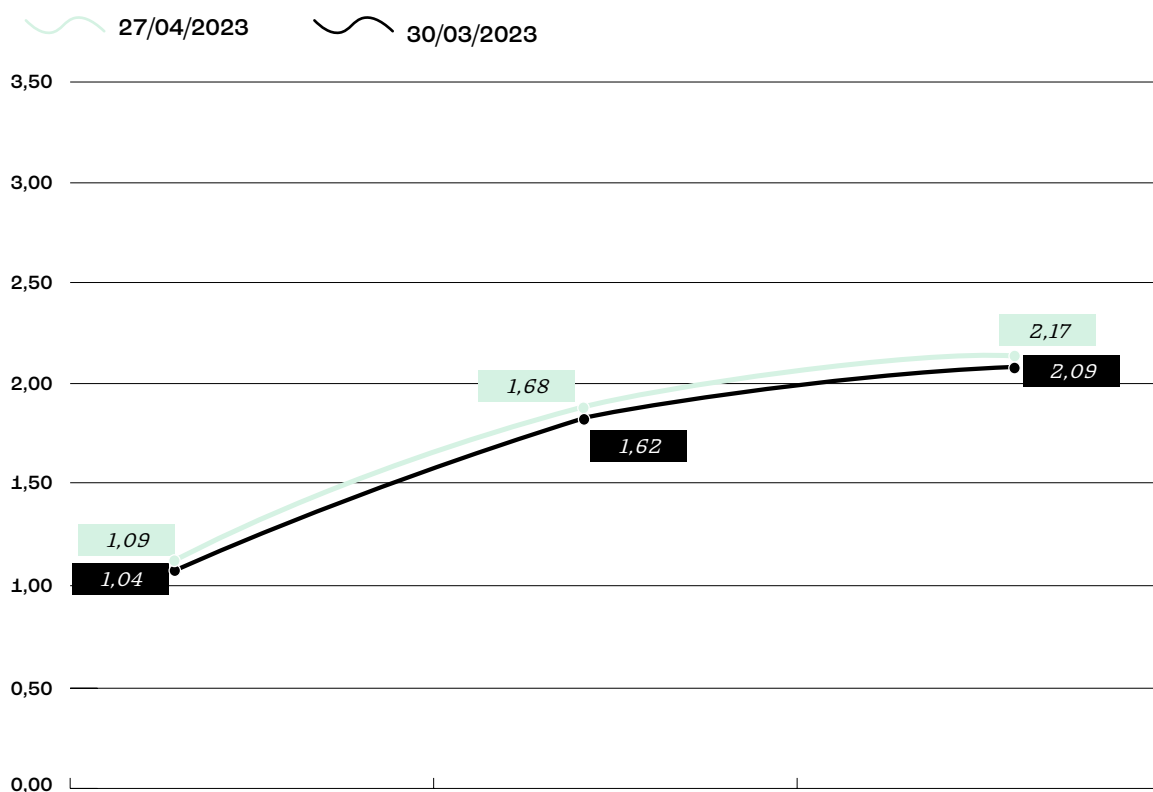
Por Evandro Buccini e Alex Hirai

Impactos dos resgates nos fundos de crédito privado

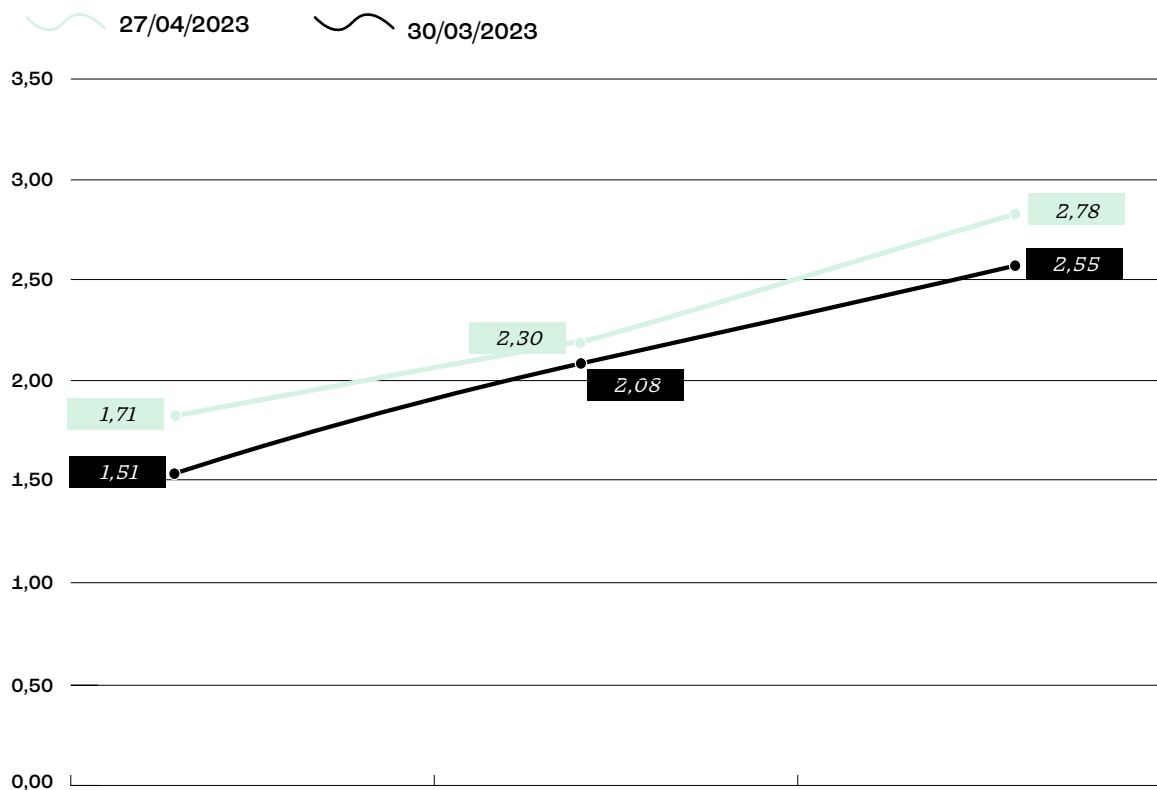
Os principais fatores que podem aumentar o nível de *spread* de crédito são: (i) fatores fundamentalistas, como a deterioração nos fundamentos da companhia, com piora significativa nos índices financeiros de liquidez, alavancagem e rentabilidade; e (2) fatores técnicos, como a força maior nas vendas de títulos, impulsionado principalmente pela necessidade de liquidez dos fundos.

No que diz respeito ao primeiro ponto, atualmente as empresas estão com melhores fundamentos do que no último ciclo de alta de juros. No entanto, a repercussão de Americanas causou impacto negativo no mercado de crédito privado, refletindo no aumento dos *spreads*. Podemos observar no mês de abril uma movimentação de abertura maior de *spread* nos títulos com rating AA e A do que nas debêntures AAA, conforme as curvas publicadas pela ANBIMA entre os dias 30/mar/23 e 27/abr/23.

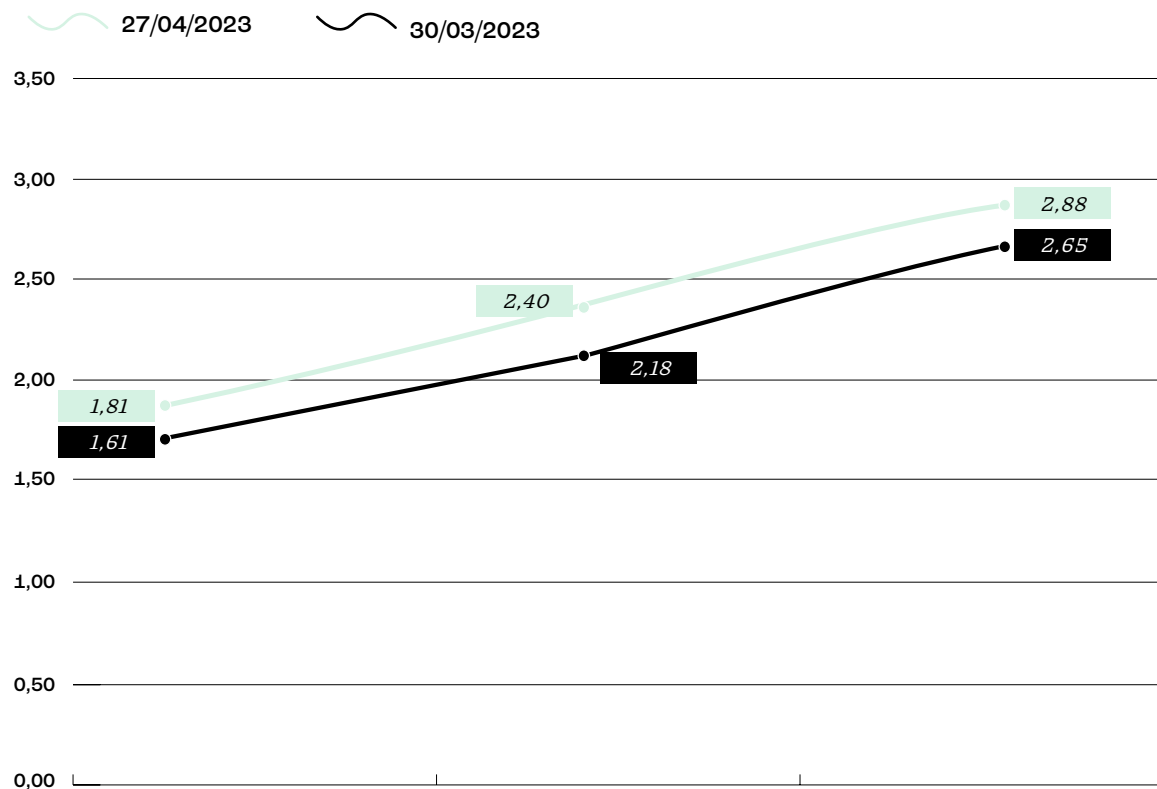
CDI + AAA



CDI + AA



CDI + A

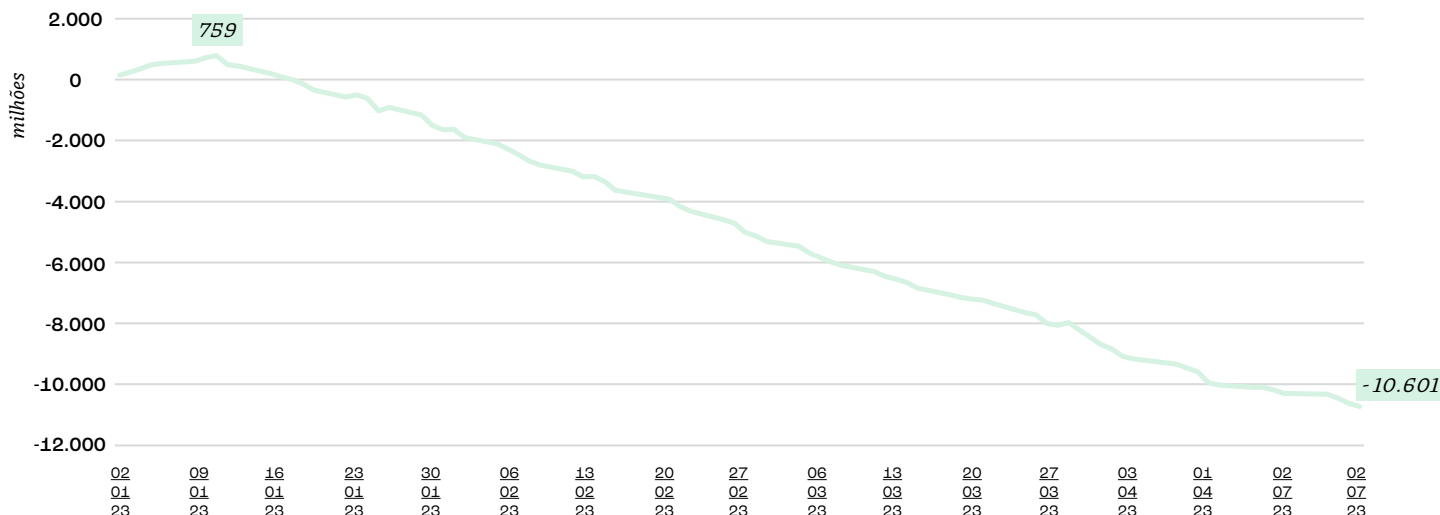


Fonte: ANBIMA

Já em relação ao segundo ponto, podemos observar no gráfico abaixo que a captação líquida acumulada de 2023 em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate

até D+45 foi negativa em R\$ 10,6 bilhões, forçando alguns gestores a realizarem vendas no secundário e, consequentemente, pressionando os spreads para cima.

Captação Líquida Renda Fixa Acumulado YTD (D+1)

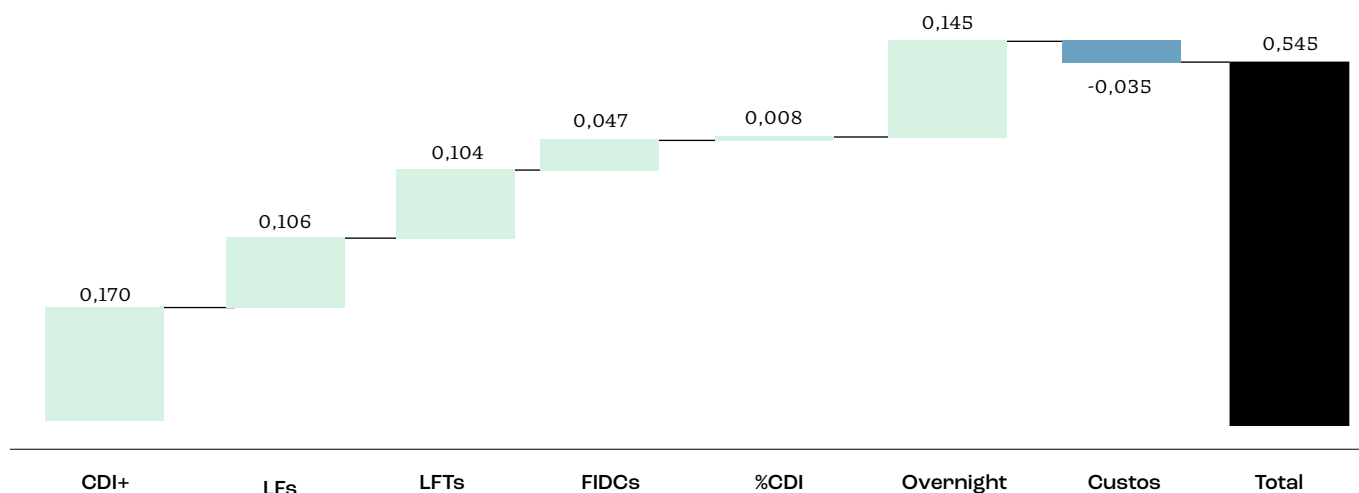


Fonte: Quantum e CVM

Acreditamos que os emissores com boa qualidade de crédito e com boa previsibilidade de geração de caixa, como são os dos setores de rodovias, saneamento, transmissão e locação, deverão ter uma recuperação mais rápida nos spreads do que outros ao longo do ano. Portanto, carteiras de fundos que apresentam essas características deverão apresentar performance acima do carregio atual de suas carteiras.

O rendimento do fundo Rio Bravo Crédito Privado de 59% do CDI no mês de abril foi impactado pela abertura dos spreads de crédito privado, no entanto, pela diversificação da carteira, conseguimos entregar um retorno positivo. A carteira de LFs e FIDCs tiveram um retorno equivalente de 93% e 132% do CDI, já a classe de debenture indexado a DI+ e % do DI de 32% e 91% do CDI, respectivamente.

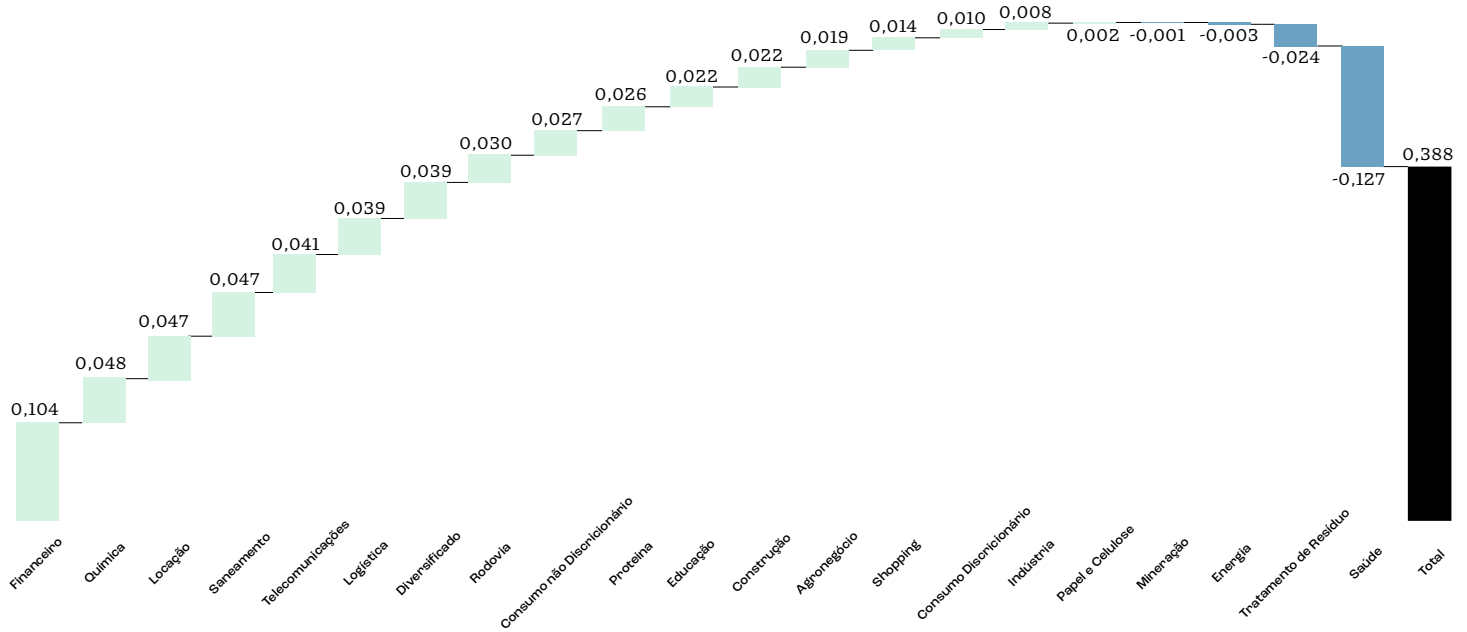
Abril/23 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Fonte: Rio Bravo

Tivemos alguns setores que puxaram para baixo a rentabilidade do fundo foram eles: mineração, energia, tratamento de resíduo e saúde.

Abril/23 Performance Breakdown por setor (%)



Fonte: Rio Bravo

Diante do exposto, a estratégia do time de gestão foi conservar o caixa do fundo e realizar ajustes pontuais na carteira no mercado secundário, preservando valor para os investidores. Atualmente, o **Rio Bravo Crédito Privado** possui um carregó pós custos de [115%] do CDI, portanto, se não houver queda nas taxas dos títulos, o investidor poderá auferir desse nível de retorno. O nosso

portfólio conta com mais de 50 emissores e em diferentes setores, tornando-se uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menos de 2,5% da carteira. Buscamos alocar em emissores de boa qualidade de crédito e líderes em seus respectivos segmentos de atuação.

Investimentos imobiliários

Anita Scal



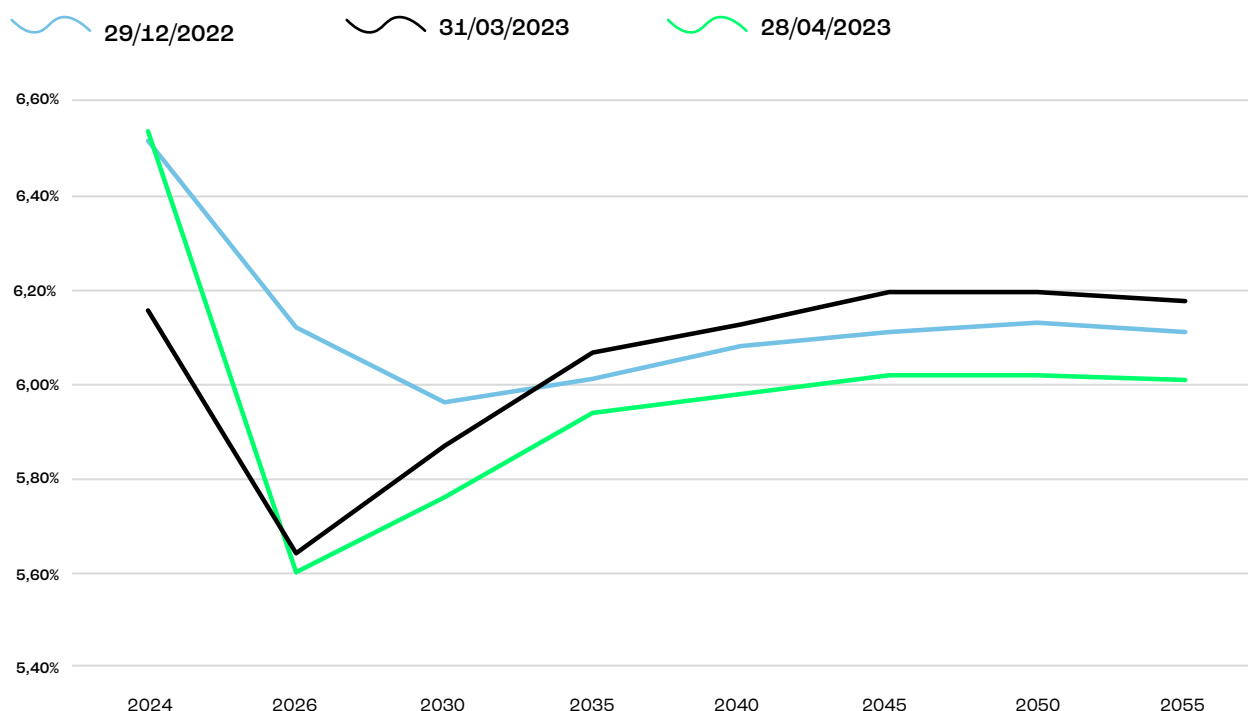
Por Anita Scal e Verônica Engel

O comportamento dos FIs tijolo no mês de abril

Os fundos imobiliários foram destaque nos investimentos em abril. O Índice de Fundos Imobiliários da B3, o IFIX, avançou 3,52% no mês e foi um dos principais ativos que mais gerou retorno para os investidores no mês. Desde agosto de 2022, abril é o primeiro mês a apresentar prêmio maior do que 1%, impulsionado pela valorização dos fundos de tijolo que tiveram retorno positivo de 10,4%.

O resultado positivo dos fundos imobiliários tem como consequência a queda do juro futuro, indicando que a expectativa de inflação adiante e juros está mais baixa do que a projetada pelos analistas no início do ano, o que contribui para a migração do capital especulativo para ativos de maior risco. Em abril foi possível observar que o cupom pago pelo título do tesouro IPCA + com vencimento em 2035 já está abaixo de 6% para os períodos mais longos da curva, o que não acontecia desde o começo de 2023.

Cupom NTN-B



Fonte: Tesouro Direto

Além do cenário econômico benéfico para o mercado, outros fatores justificam tal resultado. Ao analisarmos os fundos de tijolo, é possível verificar que os níveis de vacância e aluguel nos ativos têm apresentado melhora após o longo período da pandemia, quando foram substancialmente afetados.

O mercado de lajes corporativas em São Paulo, por exemplo, registrou uma absorção líquida positiva de aproximadamente 130 mil metros quadrados em 2022, segundo a consultoria Buildings, e continua com crescimento positivo em relação à taxa de ocupação dos ativos, principalmente pelo retorno dos funcionários aos escritórios. De acordo com a mesma pesquisa, hoje 70% dos edifícios corporativos já apresentam o fluxo de pessoas igual ou superior a 50% da ocupação dos ativos, ou seja, os ativos possuem 50% ou mais da mesma quantidade de pessoas que circulavam neles antes da pandemia. No último mês, os fundos corporativos apresentaram novas locações em seus ativos. Ainda que os contratos de locação informem alguns valores e condições comerciais distantes dos padrões pré-pandêmicos, as locações deste segmento têm se mostrado positivas para os Fundos, com redução de vacância e melhora na perspectiva de dividendo para os fundos.

No segmento de shoppings, as notícias também foram positivas. Segundo dados do monitoramento de mercado divulgados pela Abrasce, o índice de varejo em shopping centers aponta que as vendas nesses estabelecimentos

tiveram alta de 3% em fevereiro quando comparados ao mesmo mês em 2022, sendo esse crescimento ainda maior nas regiões sudeste, onde estão localizados grande parte dos shoppings que pertencem aos fundos imobiliários. Os resultados dos fundos de shoppings no último mês também reportaram crescimento em vendas, além da melhora nos indicadores em inadimplência e descontos concedidos aos lojistas.

De igual modo, a onda positiva do mercado tem beneficiado os fundos de fundos (FOF's) imobiliários, que, por sua vez, têm sua carteira composta por esses fundos que estão apresentando melhora no resultado operacional e conseqüentemente no seu preço no mercado secundário. Os FOF's possuem atualmente o duplo desconto, esse termo é utilizado porque os fundos de fundos estão descontados no mercado secundário, e os fundos em que esses fundos investem também estão descontados. Por isso, este também é considerado o segmento com maior correlação com mercado de fundos imobiliários. Da mesma forma que hoje é um dos segmentos mais descontados, é o que possui maior perspectiva de potencial de valorização.

Ainda que não possamos afirmar que as projeções econômicas serão cumpridas por conta de incertezas políticas e condições de mercado, não apenas no Brasil, mas, também, mundialmente, o segmento de fundos imobiliários apresenta expectativas quanto ao retorno dos Fundos e de crescimento, principalmente no longo prazo.

Renda Variável

Evandro Buccini

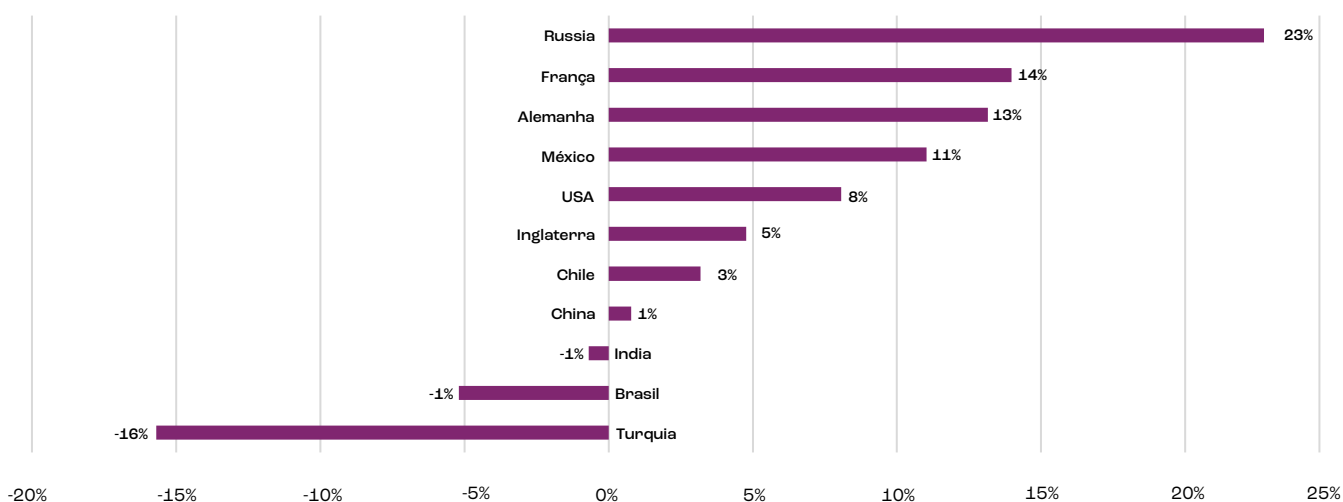
Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

Desempenho das bolsas globais

As discussões sobre a condução da política econômica foram destaque no primeiro trimestre do ano no cenário nacional. Os investidores esperavam ansiosos pela divulgação do novo arcabouço fiscal, o que foi feito no início do mês de abril. Inicialmente, a nova regra fiscal foi bem recebida, mas já ficou claro para economistas que é insuficiente para garantir uma trajetória sustentável da dívida. Dessa forma, os ativos brasileiros seguem penalizados. No ano, o Ibovespa apresentou queda de -5,2%.

O começo de 2023 para os países desenvolvidos ainda seguiu com destaque para o tema bancário e para as incertezas acerca da política monetária. A atividade e a inflação seguem resilientes, mas a quebra dos bancos no mundo desenvolvido gerou preocupações com o rumo das taxas de juros, bem como acerca da estabilidade financeira. Em resposta, Fed e ECB ainda se mostraram focados em combater a inflação, reconhecendo os riscos ligados aos eventos bancários. Mesmo assim, com o início de ano bastante volátil no exterior, as bolsas estão tendo performance positiva, recuperando as quedas dos últimos meses de 2022.

Cupom NTN-B



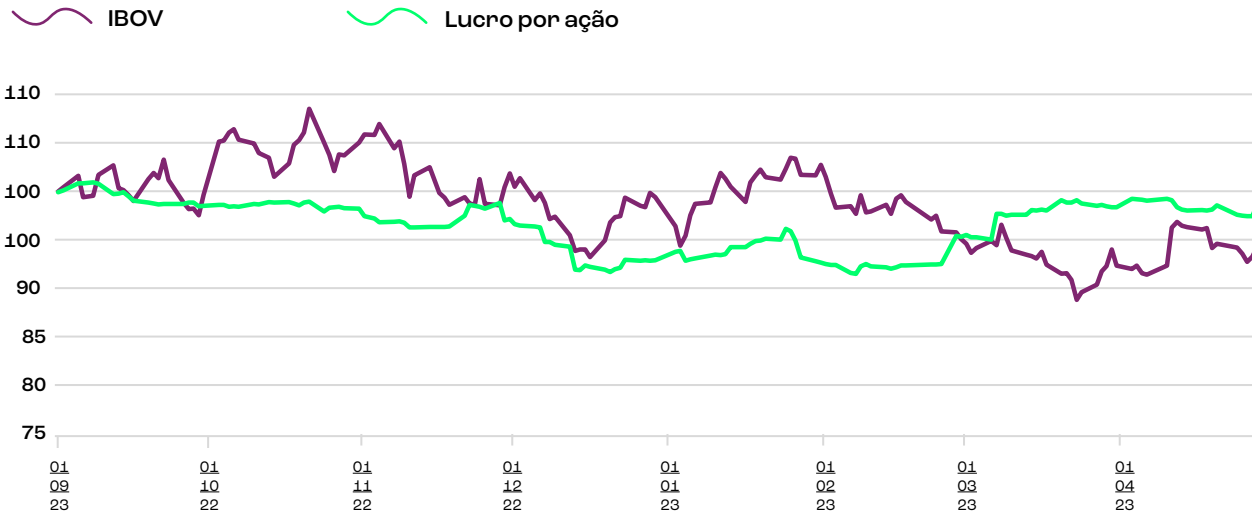
Fonte: Bloomberg

Renda variável atrativa

Apesar das incertezas domésticas e dos juros elevados, a projeção de lucro por ação do Ibovespa continua aumentando, cerca de 8% em relação à mínima de fevereiro. Com isso, a nossa perspectiva para renda variável no Brasil melhorou. Todavia, mesmo com essa

melhora nas expectativas, ainda preferimos ativos mais resilientes e de qualidade, dado que as incertezas de recessão econômica e também a política fiscal doméstica continuam nos preocupando.

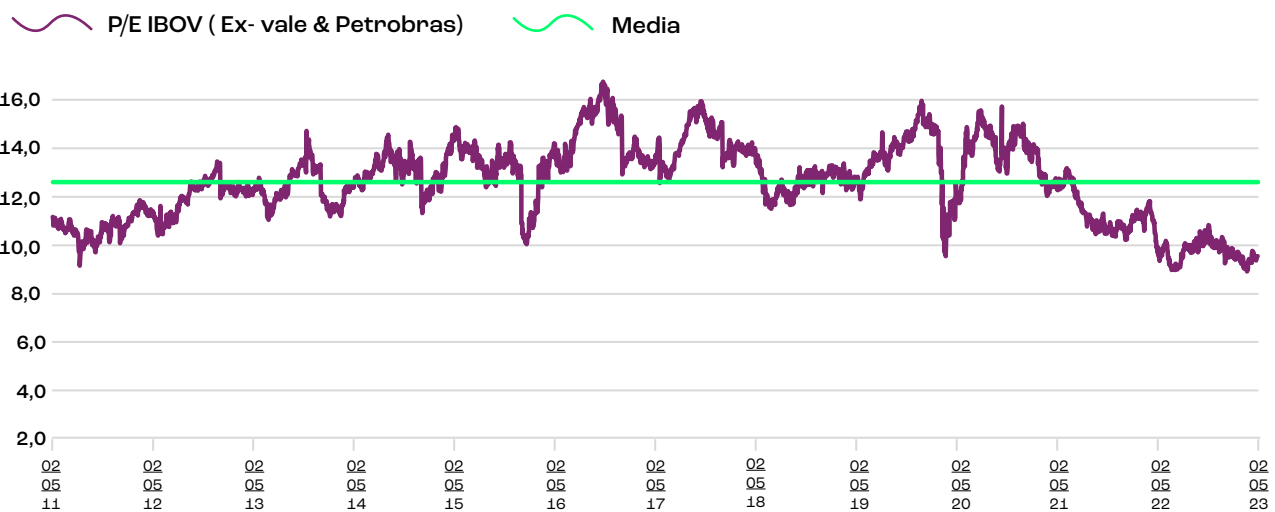
IBOV X Lucro por ação



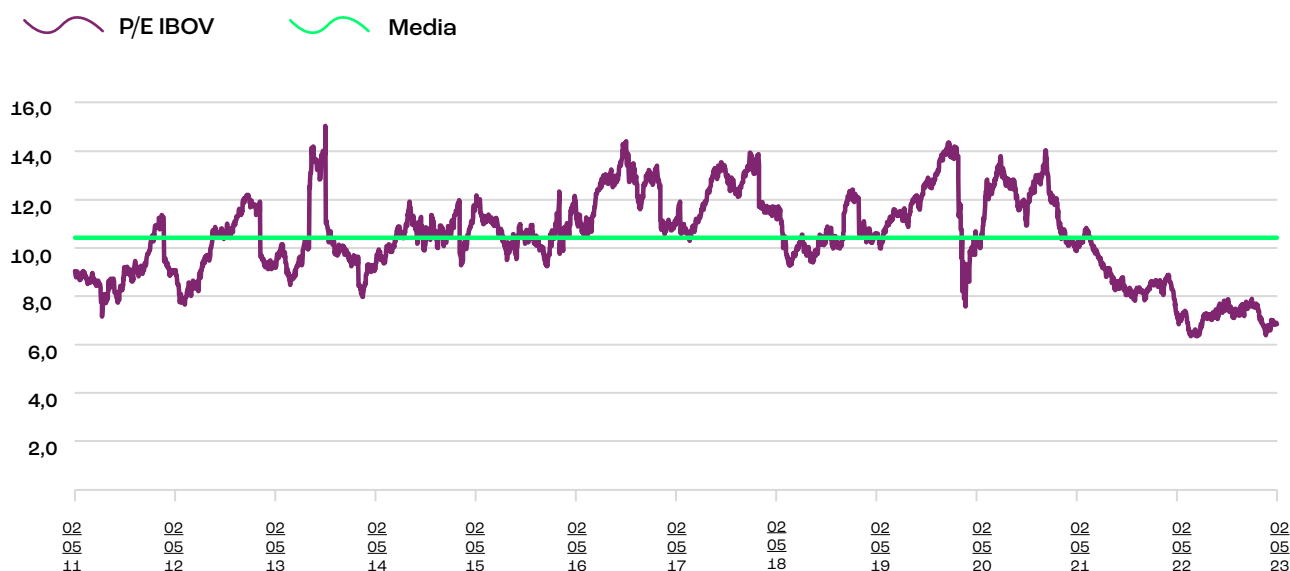
Fonte: Bloomberg

Com a queda acumulada do Ibovespa de 5,2% YTD e a alta da expectativa de lucro, vemos a bolsa brasileira atrativa sendo negociada a 6,8x, ou seja, um desconto entre 25%-30% em relação ao múltiplo médio dos

últimos 12 anos. Mesmo quando não consideramos as empresas Vale e Petrobras, o P/E vai para 8,3x bem abaixo da média histórica.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Resultados 4T22

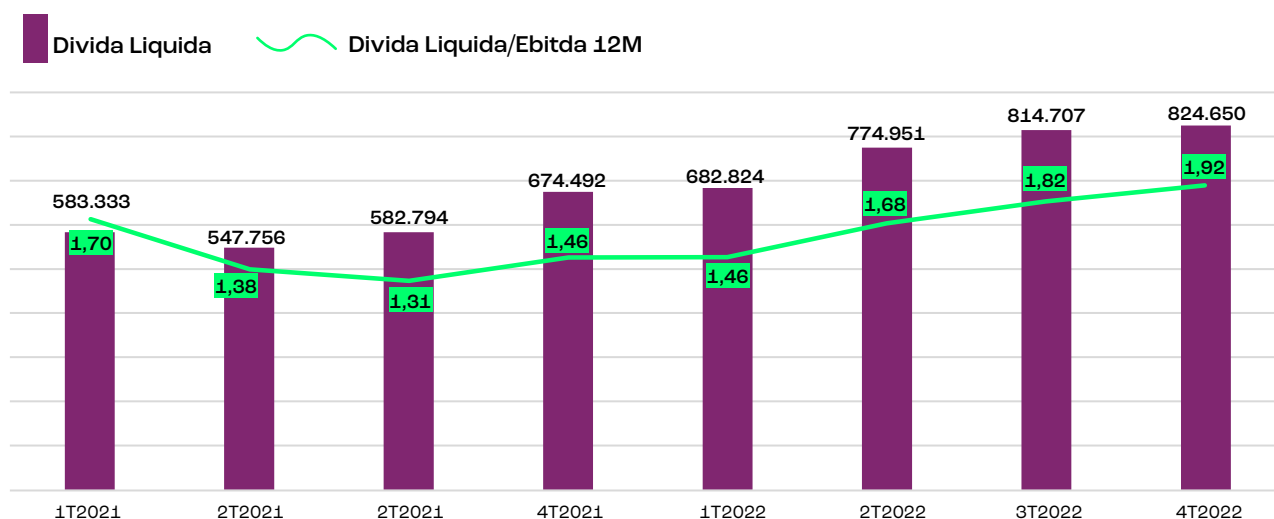
Outro ponto de destaque dos primeiros meses do 2023 foi a temporada de resultados do último trimestre do ano passado. Em uma amostra de 146 empresas de diversos setores, a soma das receitas líquidas do 4T22 chegou a R\$ 905 bilhões, crescendo 10,5% a/a.

Os custos e as despesas continuaram a pressionar os retornos das companhias, fazendo que o Ebitda total dessas empresas no 4T22 fosse de R\$ 193 bilhões, registrando crescimento de apenas 3,2% a/a e uma margem de recuo de -1,5 p.p. a/a, passando de 22,9% para 21,4%. Sem considerar Vale e Petrobras, o cenário piora com uma queda nas margens operacionais de -3,5 p.p. a/a, passando de 17% para 13,5%.

Em termos de liquidez, a soma dos resultados leva um lucro de R\$ 92,4 bilhões no 4T22, uma queda de 5,1%, e uma margem que recua de 12,1% no 4T21 para 10,2% no 4T22. Sem considerar Vale e Petrobras, a soma dos lucros líquidos é de R\$ 29,5 bilhões, o que representa uma queda de -39% a/a.

Essa queda no lucro líquido é explicada pela alavancagem das empresas, que aumentou 22,2% a/a, e pelas altas nas taxas de juros.

Dados Ex- Vale e Petrobras



Fonte: Economatica

Performance

	Renda Fixa		Renda Variável	Multimercado		Índices							
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	Rio Bravo Valor Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
Abril 23	0,55	0,79	3,91	-0,72	4,76	0,92	2,50	1,91	0,08	-1,48	1,69	2,02	3,52
Março 23	0,78	1,01	-1,93	0,47	-0,59	1,17	-2,91	-1,74	-0,88	-3,31	-0,42	2,66	-1,69
Fevereiro 23	0,15	0,89	-8,08	-0,97	0,16	0,92	-7,49	-10,52	0,38	3,17	1,70	1,28	-0,45
Janeiro 23	1,07	1,08	3,37	1,25	-2,05	1,12	3,37	2,92	-2,50	-5,31	4,66	-0,00	-1,60
Dezembro 22	1,20	1,06	-4,41	0,70	0,07	1,12	-2,45	-3,01	4,77	3,27	1,24	-0,19	-0,00
Novembro 22	1,06	0,97	-9,62	1,15	-4,88	1,02	-3,06	-11,23	5,54	0,21	13,54	-0,79	-4,15
Outubro 22	1,11	1,01	8,23	2,06	-0,73	1,02	5,45	7,30	-3,54	-4,35	2,90	1,23	0,02
Setembro 22	1,23	1,02	-1,55	-0,79	2,05	1,07	0,47	-1,84	1,80	4,47	-5,06	1,48	0,49
Agosto 22	1,25	1,11	5,16	-1,62	9,36	1,17	6,16	10,90	-1,47	0,20	-6,53	1,10	5,76
Julho 22	1,11	0,98	4,56	-0,55	0,88	1,03	4,69	5,16	-4,02	-1,59	4,82	-0,88	0,66
Junho 22	1,03	0,98	-12,61	-0,87	0,02	1,02	-11,50	-16,33	8,45	11,05	-1,80	-0,36	-0,88
Mai 22	1,21	0,99	-1,07	1,97	-	1,03	3,22	-1,82	-3,08	-4,80	-4,52	0,96	0,26
Abril 22	0,90	0,69	-10,08	1,86	-	0,83	-10,10	-8,36	-0,07	4,86	-2,48	0,83	1,19
Março 22	1,03	0,88	7,70	1,37	-	0,93	6,06	8,81	-9,59	-7,97	-10,93	3,07	1,42
Ano	2,01	3,00	-6,82	0,74	2,16	3,25	-7,16	-9,51	-3,96	-5,53	3,75	3,98	-3,70
12 meses	12,79	12,43	-26,68	4,64	-	13,29	-15,10	-27,95	8,92	10,24	8,69	7,51	-0,68
24 meses	21,24	19,26	-29,23	12,07	-	20,59	-12,65	-35,01	-17,97	-10,63	-15,33	12,36	-3,01
36 meses	27,10	19,87	8,02	12,14	-	23,27	39,53	6,96	-4,41	-2,74	36,72	24,02	10,70
48 meses	27,43	25,45	3,76	17,51	-	29,97	6,78	-5,85	27,07	31,38	54,00	35,36	11,20
Desde o início	270,75	259,65	617,50	74,86	8,79								
PL Atual (R\$Mil)	410.873,581	3.732,957	2.526,48	6.524,95	4.961,26								
Data de início	14/08/2008	27/12/2007	08/09/2004	17/08/2015	15/05/2022								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0.5% até 20M / 1.6% + de 20M	1,50%	0,55%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	20% do que exceder CDI	15% do que exceder IFLIX								

RIO BRAVO

Paulo Bilyk

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

Gustavo Franco

Senior Advisor
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

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

Anita Scal

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

Vanessa Faleiros

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

comercial

comercial@riobravo.com.br

Daniel Sandoval

Diretor Comercial
11 3509-6689
daniel.sandoval@riobravo.com.br

Fabiana Nani

Gerente Comercial
11 3509-6616
fabiana.nani@riobravo.com.br

Vanessa Valente

Gerente Comercial
11 3509-6615
vanessa.valente@riobravo.com.br

Lígia Pereira

Analista Comercial
11 3509-6687
ligia.pereira@riobravo.com.br

relação com investidores

Isabela Perez

11 3509-6657
ri@riobravo.com.br

ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



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

A Rio Bravo é pioneira em Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil e um dos principais *players*, atuando em estruturação, administração e gestão deste produto.



Escritórios

RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa

Fundo imobiliário de lajes corporativas de localização premium com presença nos principais eixos corporativos de São Paulo.



Educacional

RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional

Investimento em imóveis com operações educacionais, contratos atípicos com instituições de ensino de bom risco de crédito.



Varejo

RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo

O primeiro fundo imobiliário do país com foco em varejo de rua. Mais de 70 imóveis, diversificação e locatários de bom risco de crédito.



Fundo de Fundos

RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos

fundo de fundos imobiliários com DNA fundamentalista focado em geração de renda.



Logístico

SDIL11 – SDI Rio Bravo Renda Logística

Fundo imobiliário logístico com presença nas principais regiões metropolitanas do país e estratégia last mile com localizações de até 30 km das capitais.



Residencial

RBR11 – Rio Bravo Renda Residencial

Investimentos para renda em ativos residenciais de excelente localização.

Rio Bravo Desenvolvimento Residencial

Fundo com prazo determinado para ganho de capital com a participação no ciclo de incorporação, construção e venda de residências verticalizados em São Paulo.

renda variável

Com histórico de quase 17 anos, a área de renda variável da Rio Bravo é pautada na análise fundamentalista voltada para o longo prazo. Temos histórico comprovado de retorno no longo-prazo, em linha com nossa filosofia de investimento.

Rio Bravo Fundamental FIA

Fundo de ações long-only iniciado em 2004, possui um dos melhores históricos de fundos de ações do mercado brasileiro.

multimercados

A Rio Bravo tem um dos fundos quantitativos mais longevos do mercado brasileiro, com início em 2015, e atua com modelos estatísticos e tecnologia para decidir os melhores instrumentos e para gerenciar o risco.

Rio Bravo Sistemático FIC FIM

Um dos primeiros fundos quantitativos do país, usa inteligência artificial para basear as decisões de investimento.

Rio Bravo Valor Imobiliário FIM

Fundo que busca oportunidades de alocação no mercado imobiliário, aproveitando o momento de baixa de mercado para comprar fundos a preços baixos e gerar ganho de capital com reinvestimento automático de dividendos.

renda fixa e crédito

A área de Renda Fixa da Rio Bravo atua desde 2007 e é formada por profissionais com experiência em gestão de fundos de renda fixa e atuação no mercado de capitais.

Rio Bravo Crédito Privado FI RF

Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco de crédito.

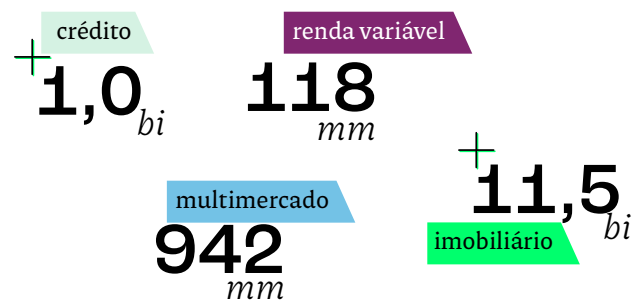
Fundos imobiliários de crédito

4 FIIs com estratégias e maturações diferentes. Portfólio amplo com operações high grade e high yield .

Infraestrutura

RBIF11 - Rio Bravo ESG IS Fi-Infra

Fundo de renda fixa listado que investe em uma carteira diversificada de debêntures incentivadas indexadas à inflação, selecionadas a partir de um processo ESG, com distribuição de rendimentos isentos aos cotistas.



R\$13,3_{bi}

Total Sob Gestão e Administração

RIO BRAVO

Rio Bravo Investimentos

Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar - Conj. 32

04551-065 São Paulo SP Brasil

Tel. +55 11 3509-6500



Seu investimento tem poder.

riobravo.com.br