

EXCLUSIVAMENTE PARA  
USO INSTITUCIONAL

*ESTRATÉGIAS*  
RIO BRAVO



**RESOLVENDO O  
NOSSO BREXIT**

*JUNHO 2016*

O mês de junho transcorreu sem maiores novidades e iniciativas na economia doméstica até a notícia sobre o BREXIT, uma imensa

surpresa e uma indicação preocupante, ainda que sem maiores impactos para o Brasil no primeiro momento. →



## RESOLVENDO O NOSSO BREXIT

→ A política segue o ritmo compassado da comissão do Impeachment, um drama arrastado, ralo em episódios de emoção e de final cada vez mais previsível. De tempos em tempos, adicionalmente, a árvore se vê sacudida pelos eventos associados à Operação Lava Jato, com a queda de alguns frutos maduros. O destaque do mês coube à delação do ex-presidente da Transpetro, Sérgio Machado, que chegou a trazer relatos até mesmo sobre o presidente em exercício, mas sem material realmente comprometedor. Machado talvez venha a representar um desafio para o instituto da delação premiada, uma vez verificada sua efetiva capacidade de sustentar as acusações que fez.

Parece cada vez mais claro que o mês de agosto, e a votação final do afastamento definitivo de Dilma Rousseff em particular, representa um marco importante para as iniciativas governamentais de maior peso na economia. Junho trouxe pouquíssima novidade, e não se espera que as ideias econômicas mais ousadas se apresentem agora, trazendo fatos novos onde se quer apenas os velhos.

Não houve novidade na lei que regula as nomeações para as estatais, que teve sua redação original restaurada no Senado e foi aprovada, como já se esperava.

Também não foi novidade que o governo entrasse em entendimentos com os governadores em torno da crise nas finanças de alguns estados. Houve um acordo, e a boa notícia foi a inclusão da privatização como um tema importante do cardápio de soluções, já com manifestações favoráveis de diversos estados. A nota menos lisonjeira do episódio ficou por conta do governador Paulo Hartung, do Espírito Santo, um dos estados mais bem administrados da federação, e que, inclusive, forneceu sua secretária da Fazenda para ocupar a secretaria do Tesouro Federal, mas que mostrou reservas quanto ao acordo em razão de um problema clássico: moral hazard. Quem se comportou mal precisa ser salvo e acaba tendo um tratamento favorável, e ficando devedor do governo federal no plano político. Quem se comporta bem, e não precisa de ajuda, termina ganhando pouco e com a sensação de que se esforçou à toa.

Na verdade, há uma questão difícil nesse terreno referente à irresponsabilidade fiscal de alguns governadores, cuja conduta talvez merecesse o mesmo tipo de avaliação recebido pela presidente afastada. É provável que essas condutas apenas fiquem documentadas mais adiante, sendo de todo modo recomendável que o rito de não aprovação de contas seja rigorosamente seguido, e que, mais uma vez, a Lei de



## RESOLVENDO O NOSSO BREXIT

Responsabilidade Fiscal saia vencedora e que a impressão de que houve moral hazard se desfaça. O tempo dirá.



*O assunto mais interessante do mês foi o referendo inglês sobre a participação na União Europeia*

De longe, o assunto mais interessante do mês foi o referendo inglês sobre a participação na União Europeia. Há tempos a economia internacional não produzia uma peripécia desse calibre.

Não se pode negar que o primeiro ministro David Cameron cometeu um erro de dimensões históricas ao se comprometer com o plebiscito nesse formato e nesse momento. A aritmética foi cruel, pois com algo inferior a 38% do total de votantes do país uma decisão seríssima foi tomada, sendo mais razoável que estivesse sujeita a algum quórum superior, ou ratificação. Ex ante, foi um risco desnecessário, que parecia remoto, e que se mostrou desastroso.

As circunstâncias foram especialmente ruins face à elevada temperatura do polêmico

assunto da imigração, que se viu misturado com todos os outros temas da integração, dominando, assim, os debates. Os principais partidos estavam desunidos no tema, queixosos da União Europeia e sua burocracia, mas totalmente despreparados para o que se passou.

Ambos os líderes saíram perdedores, e a vitória acabou meio sem dono, e sem comemoração, festejada apenas pelo inexpressivo líder do Partido Independente com uma mistura exótica de argumentos liberais e de nacionalismo populista quase de matiz latino-americana. Um vexame sem tamanho e com prejuízos financeiros nada desprezíveis em todos os mercados.

Concretamente, os preparativos para a negociação da saída não são nada simples, pois muito da União Europeia está presente nos acordos que unem o Reino Unido, o que cria tensões com a Escócia difíceis de resolver face ao voto maciço pró-UE na região, e ao plebiscito anterior definindo a sua permanência no Reino Unido. Os escoceses já indicaram que gostariam de permanecer na Europa como nação, um incômodo enorme para os ingleses e também para os espanhóis, que querem evitar o mesmo roteiro para a Catalunha.



## RESOLVENDO O NOSSO BREXIT

A chanceler alemã Angela Merkel foi muito clara ao afirmar que não há chance de a Inglaterra manter o acesso irrestrito ao mercado comum sem aceitar também a livre circulação de pessoas, como se observa na Noruega, um exemplo frequentemente citado nos últimos dias de um país que não pertence à União Europeia, mas que aceita algumas de suas principais diretrizes, ainda que sem direito a voto.

As perspectivas de um bom acordo de saída, um sonho que andou circulando durante a campanha, parecem muito sombrias.



*A contabilidade dos prejuízos parece comparável apenas à reeleição de Dilma Rousseff*

Já a perspectiva de uma negociação comercial setor a setor é muito ruim, pois seria um longo e detalhado exercício cujo melhor cenário seria o de as coisas ficarem exatamente como estão, sem tarifas e barreiras comerciais. Pode não parecer um obstáculo para as contrapartes na negociação comercial, mas o problema é que não há um trato no comércio sem outro na circulação de pessoas, onde, de

fato, existem resistências domésticas de certo peso dentro de casa.

Os prejuízos no setor de serviços financeiros, sobretudo em Londres, parecem assustadores, diante de restrições de várias ordens que afetariam pessoas, atividades e localização de certas funções e mesmo de empresas e mercados.



*Aqui no Brasil, também temos que esperar o tempo certo das soluções políticas*

A contabilidade dos prejuízos parece comparável apenas à reeleição de Dilma Rousseff, e nesse terreno são interessantes as analogias, a começar pelo fato de que o eleitorado não discutiu os assuntos que efetivamente estavam em jogo, votou iludido com assuntos laterais, produziu uma pequena catástrofe econômica que não se vislumbra como reverter a curto prazo e se arrependeu no dia seguinte.

No regime inglês, o primeiro ministro já caiu, e já começaram os entendimentos para um novo ministério, quem sabe mesmo uma nova eleição geral, que poderia, inclusive, retirar



## RESOLVENDO O NOSSO BREXIT

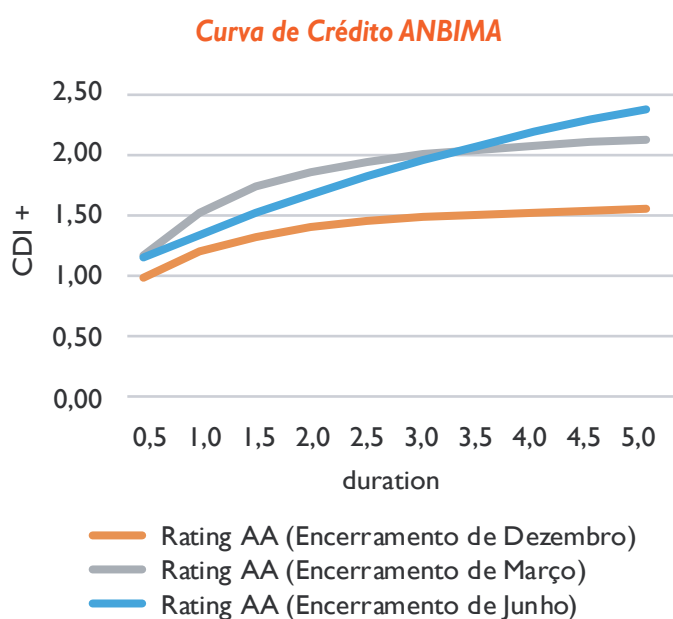
muito da importância desse voto, pois os mesmos temas seriam trazidos num formato bem mais organizado e politizado. Esta montagem requererá muita engenharia política, e um esforço considerável para exibir ao mundo, e particularmente aos colegas europeus, a confissão e a catarse de um erro. É uma construção muito complexa, difícil de se vislumbrar por ora, mas a medida da força do país estará em repensar sua disposição acerca da presença estrangeira e reforçar sua veia multicultural.

Não há solução à vista, e a única coisa clara é que os ingleses não vão invocar a cláusula de saída da União Europeia antes de ter uma

estratégia definida para os passos a seguir. Aqui no Brasil, também temos que esperar o tempo certo das soluções políticas e necessário para que a faxina em andamento na vida política possa prosseguir até onde a vista alcança. Agosto está chegando, desta vez com muito gosto.

Uma nota de preocupação vem da associação que facilmente se faz entre o resultado das urnas e questões como a da imigração, cuja importância também é muito grande na eleição americana, onde o voto anti-imigração é em Donald Trump, um personagem que, por boas razões, assusta muita gente.

Conforme mencionamos em cartas anteriores, no primeiro trimestre de 2016 verificou-se abertura dos spreads de crédito de forma generalizada para a maioria dos ativos e prazos. No segundo trimestre do ano, os spreads continuaram a abrir para prazos mais longos (duration superior a três anos). Já para ativos de prazos mais curtos verificou-se algum estreitamento de spreads de crédito, o que pode ser percebido quando observada a curva ANBIMA para o nível de rating AA<sup>1</sup> abaixo. A maior inclinação da curva ANBIMA reflete a maior aversão ao risco do mercado para prazos longos.



Há quem defenda que o fechamento de spreads para os prazos mais curtos seja simplesmente reflexo de um mercado secundário pouco líquido e de um mercado primário que continua fraco (as ofertas corporativas no mercado local somaram R\$ 22,7 bilhões de janeiro a maio deste ano, contra R\$ 55,5 bilhões em 2015) e que não seja, portanto, um movimento sustentável mesmo em curto prazo.

No mercado de crédito local, o mês de junho foi marcado pela emissão da Valid (AA- bra Fitch / Aa3.br Moody's). A emissão – de R\$ 200 MM e prazo de três anos – foi uma das primeiras a ser realizada com amplos esforços de distribuição pelos bancos coordenadores em 2016. A emissão encontrou boa aceitação, com demanda para 2,7x o valor total ofertado e taxa final de 114,8% do CDI (a taxa teto era de 119% do CDI). É preciso destacar, entretanto, que as grandes gestoras de bancos não entraram nessa emissão, reforçando a postura conservadora que tem adotado, aumentando posições em caixa e títulos públicos.

Há cerca de R\$ 34 bilhões em vencimentos

<sup>1</sup> A Anbima divulga diariamente referências de curvas de crédito para debêntures indexadas a Percentual do CDI, CDI + Spread e indexadas a IPCA + Spread. Tais curvas são construídas a partir dos valores de marcação das debêntures monitoradas pela associação, que refletem o prêmio de risco destes ativos sobre a curva soberana para diferentes níveis de risco (Rating AAA / Rating AA / Rating A).

## RENDA FIXA

de debêntures até o encerramento de jun/17. Os bancos seguem restritos na concessão de crédito para carteira própria, acomodando aumento da inadimplência e crescimento de provisão para devedores duvidosos. No mercado de capitais, haja visto o flight to quality dos investidores institucionais (para títulos do tesouro), a capacidade de refinanciamento desse estoque de dívidas dependerá muito da demanda das grandes gestoras de recursos: BB DTVM, Itaú, Brades-

co, Caixa e Santander possuem, em conjunto, R\$ 1,2 trilhão de um patrimônio total de R\$ 1,5 trilhão na indústria de fundos de renda fixa (abr/16).

Isso posto, entendemos que o foco em crédito corporativo deve se manter em empresas com pouca necessidade de refinanciamento, boa liquidez e geração de caixa – ainda que, após dois anos de dura recessão, essas sejam cada vez mais escassas.



Em junho, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de 2,1% contra 6,3% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 427,4%, ou 332,2% do benchmark, Ibovespa.

## WEG

A WEG é um investimento novo no Rio Bravo Fundamental, iniciado neste ano de 2016.

Esta é certamente uma das mais destacadas empresas industriais brasileiras, seja por seu porte e liderança, seja por sua presença global, ou por sua excelência técnica. Com numerosos atributos favoráveis e vantagens competitivas, sempre marcou presença em nossa lista de empresas desejadas (wish-list) e recentemente julgamos que as condições para entrada se tomaram propícias para ter estas ações pela primeira vez na carteira do Fundo.

A WEG fabrica uma ampla gama de produtos: motores elétricos industriais de diversas aplicações, equipamentos de geração de energia eólica e termo/hidroelétrica, transformadores e subestações, equipamentos de automação industrial, motores de uso doméstico etc.

Os itens são produzidos dentro e fora do Brasil e vendidos nos cinco continentes. Em 2008, 65% das receitas provinham de clientes no Brasil, porém, nos anos seguintes, a situação se inverteu. Pela crescente presença no exterior e, nos últimos anos, pela forte retração econômica brasileira, hoje são as vendas externas que representam quase 60% do faturamento da Cia. Aqui um importante atributo da tese: não fosse sua diversificação geográfica, a WEG provavelmente estaria hoje na mesma delicada situação que boa parte da indústria brasileira. No entanto, mesmo nestes anos difíceis, a empresa fez suas receitas e lucros crescerem a patamares recordes – em 2015, foram R\$ 1,15 bi de lucro líquido, mais do que o dobro do registrado apenas quatro anos antes.

Naturalmente, nos agrada o fato de a Cia. ser gerida com foco em retornos e não em





## RENDA VARIÁVEL

números absolutos de EBITDA, por exemplo. Retornos sobre o capital investido (ROIC, na sigla em inglês) se sustentam com consistência acima do custo de capital da Cia., sinalizando que a WEG de fato aloca capital com disciplina. Consideramos isso indispensável em um negócio como este, tão dependente de investimentos e aquisições.

Em cartas futuras, comentaremos mais a respeito das vantagens competitivas da WEG. Por ora, explicaremos a oportunidade que visualizamos. Com tantas qualidades, este nunca foi um ativo barato – nos últimos cinco anos negociado a cerca de 23x lucro. De cerca de um ano para cá, iniciou-se um movimento de de-rating deste múltiplo, explicado principalmente pela fraqueza do mercado doméstico e pela queda de margens da Cia. Ainda que sustente o faturamento da empresa, o aumento das vendas externas acarreta alguma redução de margens. Além disso, neste ano de 2016, o câmbio recua para um patamar que reflete um certo otimismo para com a nova fase político-econômica do Brasil que ainda não se refletiu em incremento de vendas domésticas. Enquanto isso não acontece, naturalmente as exportações estão menos atrativas ao câmbio de BRL 3,40/USD vis-à-vis o patamar acima dos 4,00 de meses atrás.

Porém, acreditamos que esse contexto é conjuntural. Há definitivamente sinais de que o Brasil poderá ver anos um pouco melhores. O PIB provavelmente voltará ao azul dentro de poucos trimestres, taxas de juros reais e nominais têm concreta chance de queda e, principalmente, a confiança do empresário começa a reagir. Este é um driver importante para a WEG. A indústria precisa “olhar à frente”; se começa a vislumbrar um cenário mais benigno, precisa com antecedência retomar seus níveis de Capex (tão baixo ultimamente) para ser capaz de atender potenciais incrementos de demanda. Para a WEG, isso representa não apenas a capacidade de expandir receitas, mas também margens. A combinação disso deve trazer impulso aos lucros da Cia.

Confiamos que essa tese se provará, mas nosso investimento não está baseado na crença de que isso aconteça rápido. Uma punição forte nas ações de uma empresa tão vencedora por conta de fatores de curto prazo é nitidamente uma oportunidade para investidores, como nós, que buscam realizar investimentos de longo prazo não necessariamente alinhados ao senso comum.



## Resumo do semestre

Encerrado o primeiro semestre de 2016, achamos que seria interessante repassar ao leitor um resumo dos principais acontecimentos do ano até aqui, bem como analisar com maior detalhamento o desempenho e movimentação dos fundos e do mercado nessa primeira metade de ano.

Antes de iniciarmos a análise, é preciso lembrar que a indústria de fundos imobiliários passou por momentos dos mais diferentes nos últimos anos, incluindo o “boom” de novos fundos em 2012/2013, assim como a tímida movimentação do mercado nos últimos dois anos, ao mesmo tempo em que a economia brasileira deixava de apresentar o vigor de outros tempos, refletindo em inflação alta e seguidos aumentos da taxa básica de juros, fator este primordial quando analisamos a performance dos fundos imobiliários, dada a alta correlação do produto com o desempenho dos títulos públicos sensíveis às mudanças de taxas. Dessa forma, quando falamos sobre a tal “recuperação” dos fundos, há de se deixar claro que trataremos aqui dos resultados alcançados no semestre frente à situação em que se encontravam no final do ano passado, e não em relação a janelas maiores.

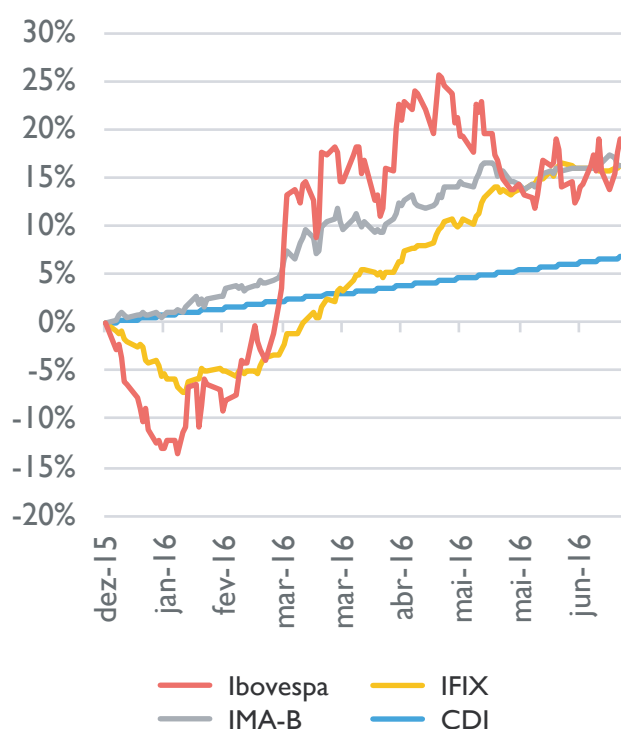
Como abordamos em nossa primeira carta do

ano, e exploramos de maneira mais aprofundada na carta do mês de março, o ponto de partida do valor das cotas de fundos listados na bolsa de valores foi negativamente, e de forma relevante, impactado ao final de 2015 com a discussão sobre a MP 694, que visava a tributação dos rendimentos hoje isentos. A possibilidade de derrubada desse benefício levou o IFIX à maior queda diária de toda sua história, em dezembro daquele ano, o que fez com que o resultado final acabasse refletindo esse impacto, em meio às discussões que ainda se alongariam no início de 2016.

Passada a turbulência, principalmente pelo fato de a MP não ter avançado da forma como estava proposta, deixando a tributação dos rendimentos de fora do texto, iniciou-se um movimento forte de retomada dos valores, sendo que, até março, o IFIX acumulava uma alta no ano de 5,4%, bem acima do CDI do período (3,3%). No entanto, se alongamos um pouco esta janela de observação, veremos que, considerando a grande queda dos fundos ao final do ano passado, boa parte do desempenho dos fundos até então apenas refletia a perda que sofreram anteriormente, efeito não explícito ao analisar a valorização acumulada do IFIX no ano.

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

A partir daí, e superado a parte mais crítica dos desdobramentos políticos do país, cujos efeitos impactaram diretamente o cenário econômico (presente e futuro) como um todo, observamos um avanço ainda maior das cotas dos fundos imobiliários, sendo que alguns dos fundos recuperaram (ou até mesmo ultrapassaram) os valores das cotas quando das emissões, em 2012 e 2013. O retorno total do IFIX no ano, desta forma, considerando inclusive os rendimentos pagos durante o semestre, atingiu ao final de junho o valor de 16,3%. O gráfico abaixo demonstra as performances de algumas classes de ativos no semestre junto ao IFIX.



Se segmentarmos essa valorização por indústria, veremos que os setores que mais se destacaram foram os de Saúde, Hospedagem (Hotéis) e Educacional. No entanto, se olharmos no detalhe, veremos que esses segmentos estão concentrados em alguns poucos fundos, ou seja, ficam vulneráveis a distorções. Em termos de fundos, separamos em seguida, também, aqueles que tiveram os maiores retornos acumulados até agora.

#	Segmento	Retorno Total (%)
1	Saúde	32,38
2	Hospedagem	27,59
3	Educacional	24,70
4	Diversificado	23,45
5	Shopping / Varejo	22,63
6	Agência Bancária	20,14
7	Escritório Comercial	14,11
8	Papéis	12,10
9	Rural	8,73
10	Logística / Industrial	8,06

#	Fundo	Retorno Acumulado (%)
1	Hosp. N. Sr. <sup>a</sup> de Lourdes - NSLUIIB	33,40
2	BTG Pactual Fundo de Fundos - BCFIIB	31,90
3	Max Retail - MAXRIIB	30,79
4	Aesapar - AEFII I	30,48
5	CSHG Brasil Shopping - HGBSI I	29,64
6	CEO Cyrela Commercial Prop. - CEOCIIB	27,63
7	Hotel Maxinvest - HTMXIIB	27,59
8	Hospital da Criança - HCRIIIB	27,50
9	Ananguera Educacional - FAEDIIIB	26,99
10	Pq. D. Pedro Shopping Center - PQDPI I	26,85



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Vale ressaltar que, dos fundos apresentados, a grande parte dos retornos explica-se unicamente pela valorização das cotas frente aos valores das mesmas no fechamento do ano passado, e não pelos rendimentos pagos dentro do semestre.

Por fim, seria até possível estender a discussão sobre a precificação atual dos fundos se as cotas, que por muito tempo apresentaram um desconto significativo frente aos seus valores patrimoniais, já se valorizaram além do que deveriam (ou não), mas não o faremos neste momento. O fato é que, independentemente do preço, continuamos a acreditar nos fundos imobiliários, de maneira geral, como alternativa interessante de investimento e diversificação de carteira visando o longo prazo, assim como deveria ser com qualquer investimento focado no mercado imobiliário. Oscilações como as que vimos são normais e criam oportunidades

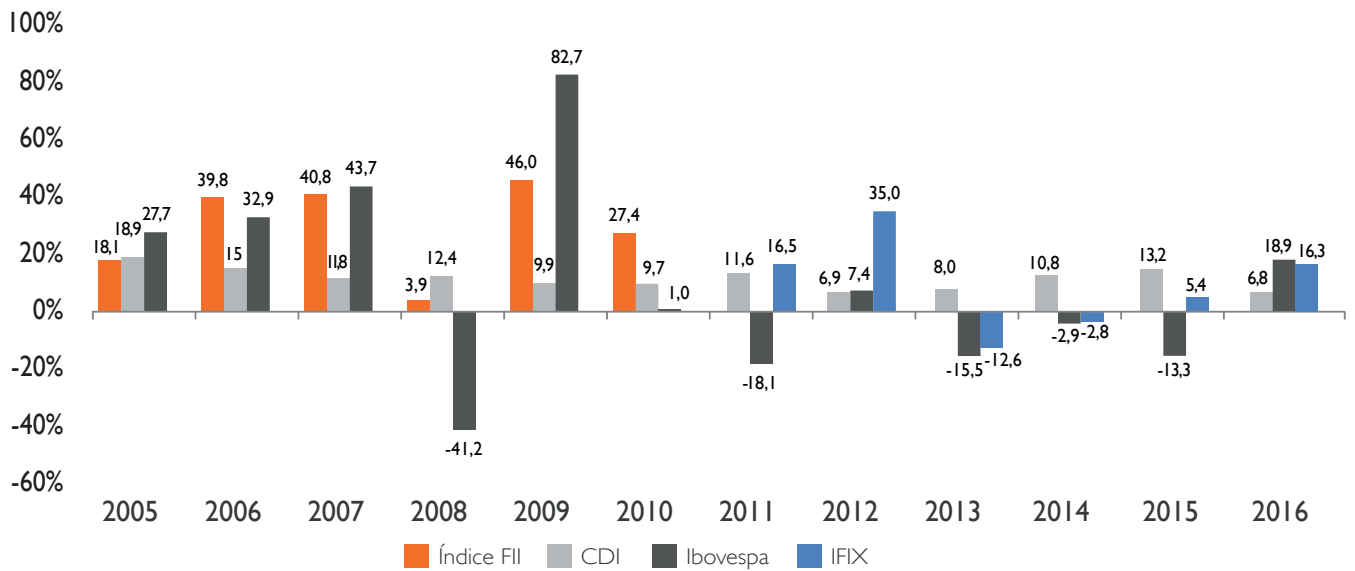
interessantes, motivo este pelo qual o investidor consciente deve sempre acompanhar seus fundos de maneira próxima, entendendo a dinâmica de cada um deles, a qualidade de seus ativos, e como seus administradores e gestores tomam as decisões importantes, para que no futuro venham a obter o retorno desejado, sem se limitar pelos altos e baixos que acontecem no meio do caminho.

### IFIX

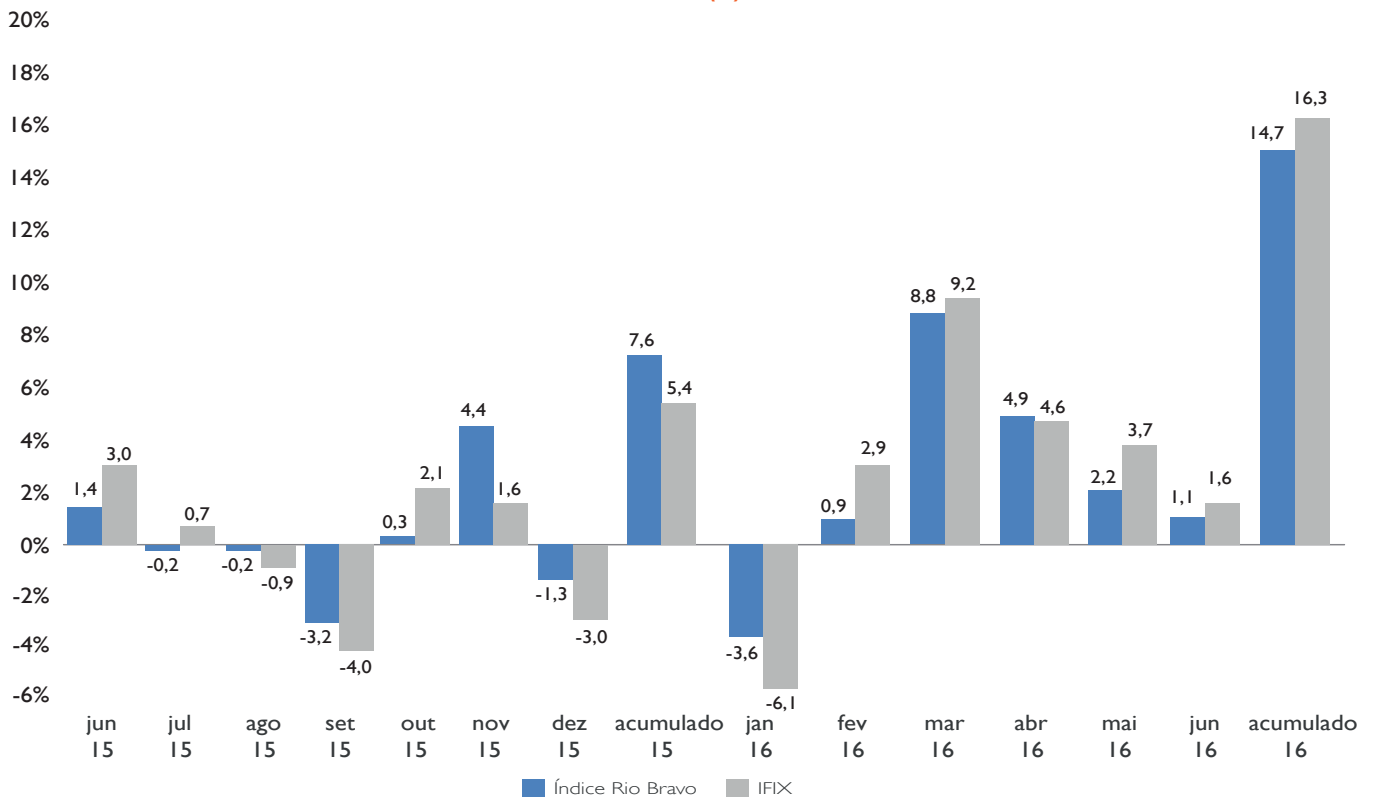
No primeiro gráfico a seguir, é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como uma carteira teórica elaborada com os FIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBovespa. No segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até junho de 2016, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FII – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries anteriores à criação do IFIX.

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Retorno Total (%)



IFIX (%)





## Com a incerteza do 'brexit', como ficam os investimentos no Brasil?

Não é exagero afirmar que no dia 23 de junho o mundo foi pego de surpresa pelo resultado do referendo no Reino Unido que, ao contrário do consenso dos analistas e expectativa de pessoas sensatas, mostrou que a maioria dos eleitores (aqueles que apareceram para votar, é importante notar) deseja sair da União Europeia, o chamado "Brexit".

Para entender e discutir as primeiras impressões e consequências da possível saída da UE, realizamos um call com nossos parceiros da Columbia Threadneedle em Londres. Há mais perguntas do que respostas em uma situação em que o resultado não é automaticamente implementado, que depende do parlamento britânico para ser confirmado, e em um momento de vácuo na liderança política sem precedentes: a renúncia do primeiro-ministro, David Cameron, desencadeou um processo que viu o líder do partido trabalhista ser colocado contra a parede pelo próprio partido, e termina, no momento, com outra situação inusitada, pois o ex-prefeito de Londres, Boris Johnson, que apostou sua carreira política no 'Brexit' e era cotado para ser o próximo primeiro-ministro, simplesmente abandonou a corrida.

A saída da União Europeia é regida pelo Artigo 50 do Tratado de Lisboa, de 2009. O prazo, a partir da comunicação do país membro, é de dois anos para a conclusão das negociações, das novas bases da futura relação entre o Reino Unido e o bloco, processo mais importante para avaliarmos os verdadeiros impactos do Brexit. As hipóteses prováveis são:

- O Reino Unido fica na União Europeia. O resultado do referendo não é mandatório, podendo haver espaço para negociação apesar de ser politicamente difícil ir contra a opinião popular;
- O Reino Unido vira membro do Espaço Econômico Europeu em acordo nos moldes do feito com a Noruega. Não há prejuízos econômicos, pois continua havendo acordo comercial e de trânsito de pessoas, mas o Reino Unido ao menos deixa de pagar contribuições à Bruxelas, que hoje onera um valor de cerca de €13 bilhões por ano;
- O Reino Unido deixa a União Europeia e negocia apenas um novo acordo comercial. O processo seria longo e com resultado imprevisível;



## MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

- No pior cenário, o Reino Unido deixa a UE sem qualquer tipo de acordo posterior. O efeito econômico é enorme, já que a Europa é a maior parceira comercial do Reino Unido, com 53% das importações de bens e serviços e 44% das exportações para os países do bloco.

Em qualquer caminho que dependa de negociações bilaterais, a União Europeia deverá ser rígida, pois não pode incentivar outros países que queiram se livrar dos ônus da associação, mas manter os benefícios. O Reino Unido deve garantir acesso comercial aos países continentais, pois também corre o risco de fragmentação se Escócia e Irlanda do Norte resolverem declarar independência para permanecer na União Européia.

A reação dos mercados lá fora foi a esperada no primeiro momento. Houve forte desvalorização da libra e das bolsas de Londres e do continente europeu. Apesar da pequena melhora observada em seguida, as incertezas continuam pesando na decisão dos investidores.

Já no Brasil, nossa ilha de estabilidade e prosperidade, o impacto direto foi desprezível. As atuações da equipe econômica continuam

guiando a precificação dos ativos financeiros. A mão firme do Banco Central nos juros, apontando para manutenção nos níveis atuais, inclusive, ajudou na forte valorização do real nos últimos dias. A gestão de expectativas aponta para uma contínua melhora da inflação futura e pequeno crescimento a partir de 2017, o que levou à melhora do Ibovespa enquanto a curva de juros (12% a.a. contra 16% na virada do ano) e o dólar norte-americano (3,20 em 30/06 contra 4,00 na virada) batem nos níveis mais baixos dos últimos 12 meses. A autonomia da equipe econômica e sua atuação rápida e profissional surpreendem.

O que a reação dos mercados nos diz? Caso a saída do Reino Unido dê início a novo período de aversão a risco, poderemos sofrer efeitos indiretos, mas a melhora dos fundamentos domésticos continua com peso maior no movimento. E realmente há motivos para esse entusiasmo. Os preços do mercado financeiro oferecem, de forma indireta, as expectativas para o futuro e tiveram bom desempenho recentemente. Já os indicadores econômicos medem o comportamento da economia com defasagens. Por isso, os índices de confiança são as únicas fontes que temos até agora e também apresentam resultados animadores. O índice de confiança do consumidor (FGV)



## MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

subiu 10,7% desde maio, puxado principalmente pelo componente de expectativa, com alta de 17,2%. Os empresários da indústria, por sua vez, ficaram 7,6% mais confiantes no mesmo período, também com forte elevação da expectativa.

Mas não ofereceríamos uma fotografia correta se não lembrássemos que o consenso dos economistas e mesmo dos gestores de recursos já esteve errado, muito errado, no passado. Já vimos expectativas dando de cara com a realidade de um Estado engessado, com uma classe política sem a vontade de implementar mudanças radicais necessárias para a saúde dos cofres públicos. Acabamos, assim,

voltando ao tema central de nossos artigos - diversificação. O conceito não é importante apenas em momentos de desfazimento. Continua sendo relevante, talvez ainda mais por conta de pontos de entrada - 'timing' -, como é o caso de quem volta a alocar em moedas depois do dólar ter desvalorizado cerca de 20% nos primeiros seis meses do ano. A aposta em Brasil pode e deve ser feita, mas sempre aproveitando o que chamamos de valores relativos entre as diversas classes de ativos. Quando o investidor ganha dinheiro, raramente questiona o risco que correu para atingir o resultado. O exercício é sempre importante, talvez ainda mais no momento atual.





	Renda Fixa			Renda Variável			MultiAssets							Índices				
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Inflação FIRF	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Fundamental SMC FIA	Rio Bravo Pandas FIC FIM	Rio Bravo Portfolio Diversificado II FIC	Rio Bravo Juros FIC FIRF Crédito Privado	Rio Bravo Valor Institucional FIC FIA	Rio Bravo Portfolio Diversificado Internacional	Rio Bravo Previdencia FIM	Rio Bravo Absolute Yield FIC DE FIM CRED PRIV IE	Rio Bravo Portfolio Diversificado I	Rio Bravo Columbia Threadneedle FIM IE	CDI	Ibovespa	SMLL	IMA - B
junho 16	1,23	1,10	1,46	2,09	2,55	1,37	0,55	1,26	4,32	-8,60	1,41	0,91	1,28	-14,11	1,16	6,30	9,12	1,93
maio 16	1,18	1,07	0,51	3,43	1,34	2,38	0,66	0,99	-1,52	4,62	0,81	1,31	0,28	3,31	1,11	-10,09	-4,21	-0,10
abril 16	1,13	1,01	2,45	6,04	8,29	0,02	2,18	2,35	5,26	-2,15	2,76	0,77	1,47	-1,84	1,05	7,70	5,56	3,93
março 16	1,23	1,09	3,99	10,07	7,62	-3,54	0,55	2,83	7,78	-6,23	6,60	1,67	0,70	-3,24	1,16	16,97	11,39	5,31
fevereiro 16	1,04	0,95	1,86	-5,59	0,04	0,94	0,44	1,61	3,45	0,79	0,97	0,86	1,43	-4,57	1,00	5,91	4,66	2,26
janeiro 16	1,06	1,01	1,34	-5,42	-2,70	1,79	1,63	2,06	-2,54	0,48	-0,51	1,25	1,04	-3,56	1,05	-6,79	-8,53	1,91
dezembro 15	1,12	1,11	1,53	3,58	0,66	1,23	0,72	1,05	-1,50	-0,08	0,07	0,82	1,02	0,72	1,16	-3,93	-5,27	1,52
novembro 15	1,11	1,01	0,89	0,10	0,70	1,78	1,38	0,91	-0,64	0,50	1,35	0,95	1,06	-1,34	1,06	-1,63	-1,98	1,03
outubro 15	1,09	1,06	1,67	4,05	3,88	0,88	0,96	1,33	1,56	-0,22	3,20	1,71	1,29	3,92	1,11	1,80	5,45	2,58
setembro 15	1,06	1,07	0,46	-1,91	-1,25	0,52	0,76	-1,09	-1,92	7,36	-2,96	0,34	0,28	-	1,11	-3,36	-2,71	-0,68
agosto 15	1,08	1,07	-0,08	-8,00	-8,91	-0,80	0,28	-1,43	-6,65	3,77	-2,23	0,56	-0,55	-	1,11	-8,34	-9,13	-3,11
julho 15	1,19	1,13	1,03	-2,17	-1,92	-	2,29	0,68	-2,29	9,68	-0,53	1,27	1,43	-	1,18	-4,17	-3,75	-0,73
junho 15	1,04	1,03	0,80	-2,35	-3,50	-	0,46	0,30	0,90	-4,49	-1,18	1,19	0,72	-	1,06	0,61	-1,17	-0,27
Ano	7,06	6,40	12,14	10,06	17,90	2,88	6,15	11,60	17,51	-11,15	12,49	6,96	6,36	-22,44	6,72	18,86	17,65	16,15
12 meses	14,31	13,41	18,43	3,52	8,25	-	12,86	13,35	3,99	7,47	10,93	13,13	11,17	-	14,03	-2,34	-2,36	17,13
Desde o início	125,83	128,35	39,58	427,37	9,48	6,62	129,58	68,55	3,23	41,11	13,68	33,05	19,26	-20,25				
PL Atual (R\$Mil)	219.845	26.978	13.963	27.860	56.506	7.418	3.949	15.556	3.569	11.353	15.242	28.271	39.234	39.773				
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	17-mai-12	17-Ago-15	3-nov-08	10-jun-13	16-abr-12	11-dez-13	12-mar-13	18-mar-14	09-out-14	27-set-15				
Taxa de administração (aa)	0,45%	0,35% <sup>1</sup>	0,65%	2,00%	1,50%	0,90% <sup>2</sup>	0,20%	0,10% <sup>3</sup>	0,50% <sup>4</sup>	1,75%	1,10%	0,50%	0,04% <sup>5</sup>	0,08%				
Taxa de performance (aa)	-	-	20% do que exceder 100% do IMA-B	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder SMLL	25% do que exceder CDI	10% do que exceder CDI	10% do que exceder IMA-Geral	10% do que exceder IBOVESPA	10% do que exceder JPMorgan EMBI Global	-	10% do que exceder CDI	-	-				

\* Patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses

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

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

<sup>3</sup> Taxa de administração máxima, compreendendo a taxa de administração dos fundos investidos: 1,10% a.a

<sup>4</sup> Taxa de administração máxima, compreendendo a taxa de administração dos fundos investidos: 3,50% a.a

<sup>5</sup> Taxa de administração máxima, compreendendo a taxa de administração dos fundos investidos: 2,04% a.a



## RIO BRAVO INVESTIMENTOS

### **Mario Fleck**

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

### **Gustavo Franco**

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

### **Paulo Bilyk**

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

### **Rafael Alves Rodrigues, CFA**

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

### **Alexandre Fernandes e Souza**

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

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

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

### **Anita Spichler Scal**

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

### **Augusto Martins**

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

### **Sílvio Junqueira Filho**

Responsável  
Infraestrutura  
silvio.junqueira@riobravo.com.br

### **Eduardo Levy**

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

### **Eros Dalhe**

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

### **Rodrigo Gatti**

Diretor  
Compliance  
rodrigo.gatti@riobravo.com.br

### **Fabio Cardoso**

Editor de Conteúdo

## INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

### **Scheila Lofrano**

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

### **Rafael Conrado**

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

### **Sarah Reis**

11-3509-6646  
sarah.reis@riobravo.com.br

### **Henrique Rios**

11-3509-6688  
henrique.rios@riobravo.com.br

## PERSONAL ADVISORY

### **Felipe Vaz Guimarães**

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

## INVESTIDORES INDIVIDUAIS

### **Julio Ortiz Neto**

Diretor  
11-3509-6618  
julio.ortiz@riobravo.com.br

Rio Bravo Investimentos S.A.  
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3.º andar  
04551-065 São Paulo SP Brasil  
Tel. (55 11) 3509-6600 / 2107-6600  
Fax (55 11) 3509-6699 / 2107-6699  
www.riobravo.com.br

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

