

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



## TESTANDO AS NOVAS CONVICÇÕES

MAIO 2015

O grande personagem do mês de maio, o centro das atenções, a principal voz na política econômica foi o ministro Joaquim Levy. Em boa medida, maio assinalou um momento importante para a definição da orientação da política econômica do governo. O ministro Levy não foi

ambicioso na definição de suas medidas iniciais e depois de um trimestre, verificadas as resistências e dificuldades, já se tem um quadro menos incerto para o restante do ano, embora o estado das coisas para o final do mandato ainda pertença ao domínio do imponderável. →



## TESTANDO AS NOVAS CONVICÇÕES

→ Quase todas as medidas provisórias e iniciativas de ajuste fiscal propostas com grande desembaraço no começo da gestão do ministro Levy tiveram o seu ciclo de votação encerrado em maio, quando foram aprovadas as MPs 664, 665 e 668, com exceção das desonerações nas folhas de pagamento das empresas. Juntando-se a isso, em maio, saiu o decreto de programação financeira do Tesouro, estabelecendo os valores para o contingenciamento de despesas orçadas.

Quase tudo foi cumprido, mas a sensação não é de vitória, tampouco de recuperação da confiança. Muita energia foi despendida por todos os envolvidos, como se esta primeira contenda fosse importante para imprimir o ritmo dos trabalhos para o futuro.

É forçoso reconhecer que houve bastante mais discussão e tensão na tramitação das medidas provisórias aprovadas do que se imaginava, havendo, inclusive, inserções muito polêmicas como a derrubada do chamado 'fator previdenciário', além da curiosa construção de um shopping center contíguo e em terreno do Congresso Nacional. No primeiro caso em especial, de longe o mais importante, trata-se de iniciativas típica do Parlamento com o fito de provocar o veto presidencial e constranger a Presidência a reafirmar teses

ditas impopulares. Sobre o fator, destaque-se o papel da oposição, cujos votos foram decisivos para a sua derrubada. Resta saber, evidentemente, se o veto efetivamente se dará.



*Grande personagem do mês de maio, a principal voz na política econômica foi o ministro Joaquim Levy*

Mesmo sem conhecer o resultado da votação das medidas de desoneração, o que se observou no mês de maio foi uma amostra representativa da capacidade de negociação e execução da nova equipe, que exibiu inequívoca habilidade em fazer passar suas teses em meio a um Executivo com flagrantes deficiências de popularidade e liderança e um Congresso cioso por estabelecer sua independência.

Em janeiro, tinha-se a impressão de que as medidas de ajuste fiscal estavam dentro da zona de conforto das possibilidades políticas. Agora em maio, as percepções mudaram talvez não tanto por conta do Congresso, mas em razão da recessão e de seus efeitos sobre a arrecadação. A meta inicial de superávit – 1,2% do PIB – parece hoje um pouco mais distante do que se imaginava; no entanto, é verdade que o governo passou por um duro teste em



## TESTANDO AS NOVAS CONVICÇÕES

tomo da sua convicção em seguir os caminhos propostos pelo ministro da Fazenda.

O único sinal de tensão no relacionamento entre o ministro e o Palácio se deu em torno do anúncio do número para o contingenciamento, evento que Joaquim Levy não compareceu devido a uma gripe. Pode ser pouco, diante do que se passa nos bastidores. Ou pode não haver muita coisa nos bastidores, como saber?



*A meta inicial de superávit (1,2% do PIB) parece hoje um pouco mais distante do que se imaginava*

O Banco Central prosseguiu com a sequência de elevações nos juros, sem maiores sinais de arrefecimento e prometendo a convergência da inflação para a meta no ano que vem. Em vista dos movimentos do câmbio e das tarifas públicas, a inflação se mostra ainda bastante distante mesmo do limite superior de tolerância, não permitindo maiores liberalidades da Autoridade Monetária mesmo em vista de um enfraquecimento da atividade econômica mais profundo e mais rápido do que se esperava. É verdade que, no passado recente, o



*O caminho na direção da recessão não parece surpreender os analistas*

O anúncio do PIB para o primeiro trimestre trouxe números muito ruins - queda de 0,2% em relação ao último trimestre de 2014 -, mas não surpreendeu substancialmente. Em relação ao primeiro trimestre de 2014, a atividade caiu 1,6%. Pelo lado da oferta, a agropecuária foi o único setor que cresceu e muito, 4,7% relativamente ao trimestre anterior, o que apenas deixa clara a recessão no restante da economia. Pelo lado da demanda, o consumo despencou 1,53%, uma das maiores quedas da série, e o investimento teve a sétima queda consecutiva, caindo 1,31%, sempre na comparação trimestral. As exportações líquidas ajudaram e contri-



## TESTANDO AS NOVAS CONVICÇÕES

buíram com 0,45pp enquanto os estoques ajudaram com 0,86pp. Sem essas “ajudas”, o PIB teria caído mais de 1%. A expectativa para o segundo trimestre é de queda de 1%, a julgar pela forte queda do IBC-br (-1,07% em março), e para o ano é de queda de 1,5%.

O caminho na direção da recessão não parece surpreender os analistas, que soam unânimes,

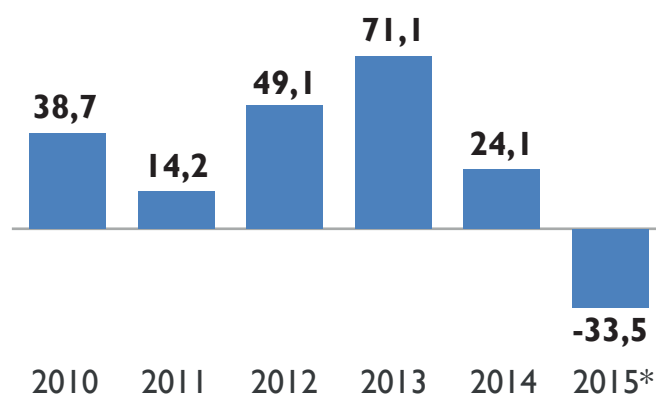
ressalvados os suspeitos de sempre, em afirmar que a culpa não cabe ao ministro Levy, mas seu antecessor, o pai dos excessos que hoje se procura reduzir. Pode ser injusto com o ministro Mantega, cuja característica mais proeminente sempre foi a disciplina. Mas é uma maneira de não responsabilizar a presidente e implicitamente apoiar a sua mudança de convicção.

A atual conjuntura de juros elevados, crédito mais restrito e inflação alta prejudicou o consumo das famílias no trimestre (queda de 1,5% contra o primeiro trimestre de 2014, contração mais acentuada desde de 2008). Esse fato, associado à desaceleração de 3% da produção industrial no período, contribuiu para a queda de 1,6% do PIB (contra o primeiro trimestre de 2014, ou 0,2% contra o quarto trimestre de 2014). Apesar da contração, o desempenho da economia brasileira superou a expectativa do mercado, cujo consenso apontava para queda de 0,5% vis-à-vis 4T14.

Ao longo do mês de maio, os juros futuros de curto prazo subiram, refletindo a expectativa de continuidade da política monetária contractionista no curto prazo. Desde o início desse último ciclo de alta de juros, em outubro de 2014, a Selic já foi elevada em 2,25 pontos percentuais.

A conjuntura econômica atual reúne elementos de uma tempestade perfeita, em especial para o mercado imobiliário. A alta dos juros tornou pouco competitivo o rendimento da poupança, principal fonte de recursos para financiamento do setor. Com isso, em 2015, (até 18/05/2015) os saques da poupança (líquidos de depósitos) já atingiram R\$ 33,5 bilhões. Isso é mais do que a captação líquida

### Captação Líquida de Poupança (R\$ Bilhões)



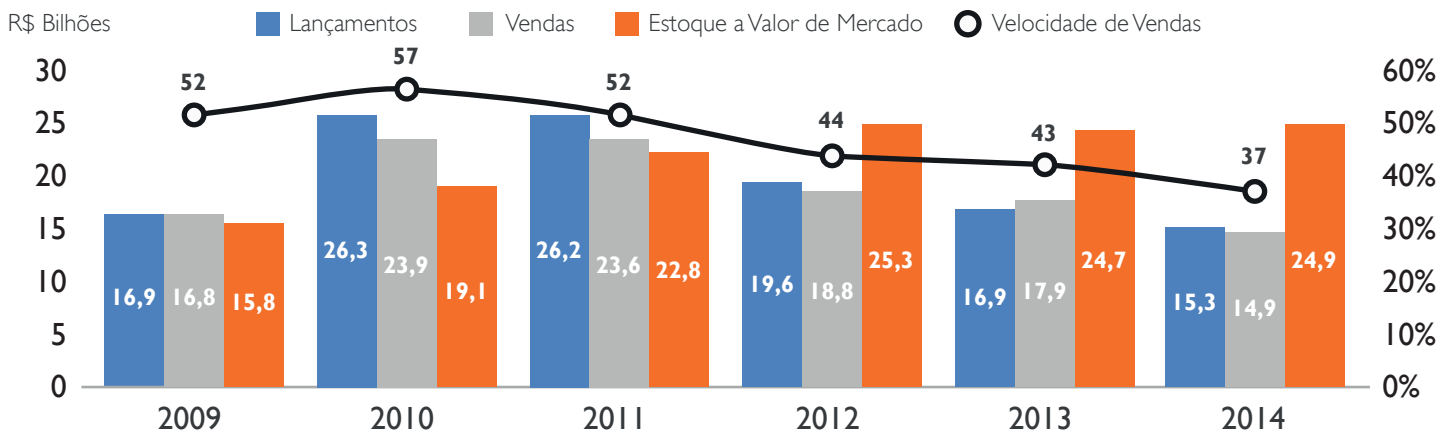
\*saldo até 18/05/2015

Fonte: Banco Central

verificada em todo o ano de 2014. Concomitantemente, a menor confiança do consumidor, a elevação da inflação e o aumento do desemprego afetam diretamente a demanda por imóveis e a capacidade de pagamento dos mutuários. A menor velocidade de vendas favorece o aumento dos estoques, o que tende a desvalorizá-los. E a redução da capacidade de pagamento dos mutuários associada à redução do valor dos imóveis leva ao maior número de distratos. No distrato, a incorporadora ainda tem que devolver ao mutuário o valor já pago pelo imóvel. Isso tudo num ambiente já mais hostil para financiamento de suas carteiras de obras e de vendas mais lentas. E a unidade distratada volta ao estoque, ajudando a deteriorar a equação oferta x demanda, num perverso ciclo vicioso que se retroalimenta.

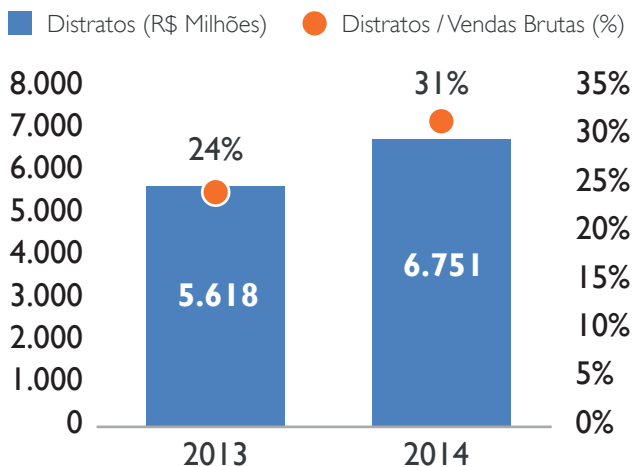
CRÉDITO

**Lançamento & Venda de Projetos**



Velocidade de Vendas:  $Vendas / (Lançamentos + Estoque \text{ no Início do Período})$

**Distratos**



Fonte: Fitch, Brookfield, Cyrela, Gafisa, João Fortes, Moura Dubeux, MRV, QGDI, RNI, Rossi, Trisul, Viver

Recentemente, o Conselho Monetário Nacional (CMN) implementou medidas para estimular a concessão de crédito imobiliário e que podem ajudar a conter esse ciclo vicioso. A alteração na forma de aplicação pelos bancos dos recursos captados em poupança deve liberar R\$ 22,5

bilhões para o financiamento habitacional. Também acreditamos que tais medidas devam levar um maior número de operações a mercado de capitais, notadamente operações de securitização (CRIs), que, com as novas regras, deixaram de ser enquadráveis com recursos de poupança.

Adicionalmente, O CMN alterou o prazo mínimo de vencimento e resgate das LCIs e LCAs para 90 dias. Antes da alteração, as LCIs tinham prazo mínimo de 60 dias e as LCAs não apresentavam restrição de prazo. Persistem ainda rumores de que será revista a tributação desses instrumentos, algo a ser regulado não pelo CMN, mas pela Fazenda, que assim o faria mais para o final do ano. Recomenda-se atenção a essa questão por parte de investidores que estejam renovando aplicações nesses instrumentos.





Em maio, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -4,8%. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 415,2%, ou 176,9% do benchmark, IGP-M + 6%. O Rio Bravo **Fundamental Institucional FIA** teve uma performance de -4,2%. Desde seu início, em abril de 2010, o fundo acumula uma rentabilidade de 7,2%, contra -25,8% do benchmark, Ibovespa.

## LOCALIZA

Nos últimos meses, iniciamos um investimento na Localiza, uma empresa que nos impressiona por suas vantagens competitivas e qualidade de gestão. Com o atual ambiente econômico, nos sentimos propensos a procurar empresas que possuam resiliência e capacidade de adaptação, e a Localiza, com seus mais de 40 anos de história, nos parece apresentar estas qualidades.

O negócio da companhia se divide em três unidades distintas: a locação de veículos, a gestão de frotas e a venda de veículos seminovos. Dos R\$ 3,9 bilhões de reais que a empresa obteve de receita em 2014, pouco mais da metade foi realizada com a venda de veículos seminovos, mas é preciso entender que esse negócio não é central para a companhia. Tanto o aluguel de carros quanto a gestão de frotas (estes últimos, sim, negócios centrais) dependem de otimizar a relação

entre o preço de compra e o preço de venda dos veículos da frota, e a diferença entre esses valores é um custo para os outros negócios. Com uma frota de 118 mil veículos, a Localiza é a principal compradora de carros do país e, com essa escala, consegue boas condições em relação ao preço de compra. A divisão de Seminovos, por sua vez, é essencial na melhoria do preço de venda; com 76 unidades próprias distribuídas pelo Brasil (outra distinção em relação à concorrência), há uma melhora significativa em relação ao preço que obteriam vendendo para empresas de revenda.

Atualmente, são bastante frequentes as notícias que tratam do mau desempenho da indústria automobilística. Portanto, ao comentarmos sobre a importância da venda de veículos no negócio da empresa, isso poderia ser um ponto de atenção, mas é necessário entender que há uma diferença entre o mer-



## RENDA VARIÁVEL

cado de automóveis novos (a que se referem as notícias) e o mercado de seminovos. Em 2014, por exemplo, o mercado de automóveis novos movimentou cerca de 3,3 milhões de unidades (uma queda de 7% em relação a 2013), enquanto os usados representaram 10 milhões de unidades, crescendo 6,5%. Pelas indicações que temos, o segmento de seminovos continua bem em 2015, crescendo 6,5% no primeiro trimestre, para a Localiza. Com o descompasso na demanda desses dois segmentos, cria-se um ambiente favorável para as empresas locadoras, que conseguem se aproveitar do momento ruim para as montadoras e realizar compras de veículos em condições favoráveis.

O bom momento para realizar investimentos em frota provocou um aumento na disponibilidade de veículos para o segmento de aluguel de carros, e as consequências disso têm sido percebidas na forma de um ligeiro aumento da concorrência. A Localiza mostrou uma leve queda nos preços médios no IT15, com queda também na taxa de utilização dos veículos. Isso ocorre porque o aumento da oferta não foi acompanhado pela demanda; a divisão tem três públicos principais: o aluguel mensal, o aluguel para utilização como veículo de reposição das seguradoras e o aluguel tradicional. Com o atual ambiente, nenhum

dos públicos tem mostrado expressivo crescimento, dificultando a absorção da frota adicional do setor. Além disso, observamos que recentemente uma concorrente da Localiza, a Movida, tomou a decisão de aumentar sua relevância e vem buscando crescer agressivamente, muitas vezes em detrimento do preço praticado. Há um certo consenso quando conversamos com players do setor indicando que a prática da Movida não deve ser nem rentável nem sustentável, então, acreditamos que essa agressividade é passageira. A Localiza, com uma marca muito bem percebida pelos clientes e uma capilaridade incomparável (em 2014, tinha mais lojas do que os quatro principais concorrentes somados), deve defender seu mercado enquanto necessário, e, quando o mercado se racionalizar, muito provavelmente deve conseguir uma posição fortalecida (já que players de menor tamanho não resistem tão bem a momentos ruins).

É importante lembrarmos, ainda, da divisão de gestão de frotas. Aqui a Localiza também tem posição de liderança. Historicamente, a divisão sofre um pouco mais com a concorrência, pois existem menores barreiras de entrada. Por outro lado, seu perfil de resiliência em relação à economia é interessante, uma vez que os contratos são tipicamente





## RENDA VARIÁVEL

mais longos (por volta de 3 anos) e, em um cenário de escassez, muitas empresas podem optar por alugar veículos em vez de investir em frota própria.

Acreditamos que as vantagens da Localiza são muito claras: ela possui a maior escala de compra, a maior rede de vendas, a maior capilaridade de agências para locação, um custo de capital mais baixo do que de todas as concorrentes (importante, já que muitas das compras são financiadas), além de ter um histórico exemplar em relação a seus contro-

les e disciplina de custos. É inegável que o ambiente de demanda e concorrencial é desfavorável no momento, mas isso nos parece ser uma oportunidade para se posicionar em uma empresa de qualidade, que acreditamos que sairá fortalecida quando o país se normalizar. Em uma entrevista concedida ao Podcast Rio Bravo há alguns anos<sup>1</sup>, Salim Mattar, fundador da Localiza, falou bastante sobre a quantidade de crises que a empresa já havia enfrentado. Nesse sentido, nos parece que o momento ruim de hoje não é nada que a empresa não saiba lidar.

---

<sup>1</sup> A entrevista com Salim Mattar, da Localiza, está disponível no link a seguir: [www.soundcloud.com/riobravoinvestimentos/podcast-191-salim-mattar-a](http://www.soundcloud.com/riobravoinvestimentos/podcast-191-salim-mattar-a)



## A indústria dos REITs americanos

Neste mês, abordaremos o assunto dos REITs (Real Estate Investment Trusts), que nada mais são do que companhias que investem no mercado imobiliário através da posse ou construção de propriedades, auferindo, assim, receitas imobiliárias e distribuindo aos seus acionistas, no mínimo, 90% do resultado anual. Dessa forma, pode-se dizer que os REITs são veículos legais estruturados com o mesmo propósito que os Fundos de Investimentos Imobiliários aqui no Brasil, atuando, portanto, de forma muito semelhante.

Assim como no Brasil, os REITs podem ser listados, ou não, para negociação em Bolsas de Valores e existem, basicamente, dois tipos de REITs: “Equity REITs” e “Mortgage REITs”. O primeiro (a respeito do qual nos aprofundaremos mais adiante), assim como a maioria dos FIs, investe através da aquisição de propriedades, tais como edifícios corporativos, shoppings centers e edifícios residenciais, recebendo de volta a receita imobiliária da locação destes espaços, ou, eventualmente, através do ganho de capital da venda destes ativos. Já no segundo tipo, tem-se uma estrutura mais similar aos CRIs (Certificado de Recebíveis Imobiliários) no Brasil, e que são

utilizados como crédito estruturado no mercado imobiliário.

Diferentemente dos Fundos Imobiliários, os REITs podem se alavancar e devem distribuir anualmente pelo menos 90% do resultado. No aspecto tributário, os REITs são taxados em suas receitas oriundas de locação e/ou venda de ativos, assim como seus investidores quando da distribuição de rendimentos. Entretanto, existe o benefício do REIT compensar o imposto devido por ele com o retido dos seus investidores.

No Brasil os FIs não podem se alavancar e devem distribuir semestralmente, no mínimo, 95% do resultado. Sendo que existe, ainda, a isenção do imposto de renda das suas receitas imobiliárias, assim como os seus cotistas, desde que atendidos os requisitos legais.

Em abril, apenas os Equity REITs listados em Bolsa possuíam um valor total de mercado de US\$ 855 bilhões, equivalente a R\$ 2.667,6 bilhões. A título de comparação, o mercado nacional de FIs, também listado, fechou o mesmo mês com um valor total de R\$ 25,8 bilhões. É notável, portanto, a diferença de



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

tamanho existente entre as duas indústrias. Se analisarmos os índices de liquidez dos dois mercados, percebemos que o volume negociado dos REITs, somente em abril de 2015, foi quase 50 vezes superior ao volume negociado no mercado brasileiro de FIs (R\$ 19,4 bilhões contra R\$ 411 milhões dos fundos imobiliários brasileiros).

É sabido que os REITs possuem um histórico mais longo (desde 1972). Entretanto, se analisarmos o mesmo período para o qual possuímos um histórico dos FIs (de 2005 a 2015, sendo que, até 2010, mensuramos o índice através do Índice de FIs elaborado pela Rio Bravo, e de 2011 em diante através do IFIX, elaborado pela BM&FBovespa), notamos que os FIs apresentam uma rentabilidade média anual de 19,4%, enquanto os REITs tiveram um retorno de 7,9%. O Dividend Yield no Brasil em abril, era de 10,78% a.a. (atualmente, 443 bps acima da NTN-B 2035) contra 3,57% a.a. dos REITs (108 bps acima do título público americano equivalente).

Ainda sobre os REITs americanos, um estudo feito em 2014 pela Cohen & Steers, gestora americana de investimentos com foco no mercado imobiliário, demonstra que, historicamente, os REITs geram retornos atrativos em momentos de aumento de taxas de juros, e

que o valuation desses ativos é mais impactado pelo crescimento da economia, do que pela política monetária e/ou aumento da rentabilidade dos títulos públicos americanos. Esse estudo nos mostra um comportamento do mercado americano inverso ao experimentado do mercado de fundos imobiliários brasileiros, que, como explicado em edições anteriores da nossa carta de estratégias, são fortemente impactados pelo ciclo de aperto monetário (taxas crescentes de juros) e pelo aumento da rentabilidade dos títulos públicos brasileiros.

A Cohen & Steers explica, também, que os ativos imobiliários tendem a possuir um poder de precificação maior, ao longo do tempo, para repassar o aumento de seus custos, isto é, elevando seus aluguéis em períodos em que as taxas de juros, e inflação, se encontram em ascensão. Ou seja, o valor dos empreendimentos tende a subir ao longo do tempo, devido ao impacto da inflação nos custos de reposição dos ativos e aluguéis. Na visão deles, esses fatores explicam o potencial de performance que os REITs possuem em ciclos de crescimento econômico acelerado, e que são usualmente acompanhados por um crescimento do consumo, e conseqüentemente, da inflação.

Nesse sentido, e de acordo com a gestora, se observarmos o último ciclo de aperto monetá-

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

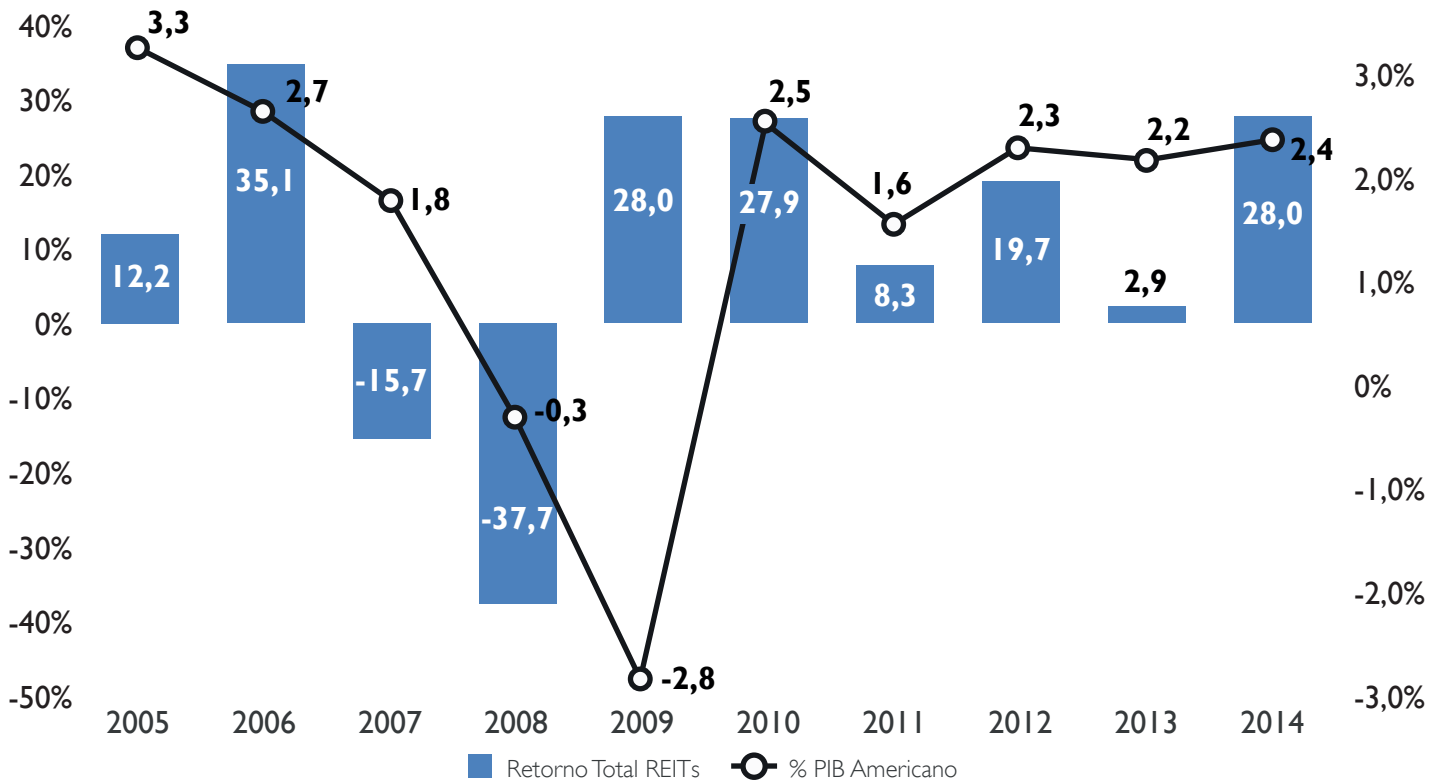
rio americano (2004 a 2006), quando os REITs apresentaram uma valorização de 57,9% no período, perceberemos que os fundamentos imobiliários e a força da economia tem um impacto muito maior no retorno total desses ativos, do que a trajetória da curva de juros que se desenhava à época.

No gráfico abaixo, podemos notar a antecipação do mercado, através da performance dos REITs, frente aceleração ou desaceleração da economia.

Nota-se, por exemplo, o ano de 2009. O mercado se antecipou frente à expectativa de crescimento da economia em 2010, de forma que os REITs entregaram boa performance naquele ano.

No segundo gráfico, plotamos a curva do Dividend Yield dos REITs e do título público americano de longo prazo, notando a baixíssima correlação entre os ativos representada pelas inúmeras inversões de tendências ao longo do tempo.

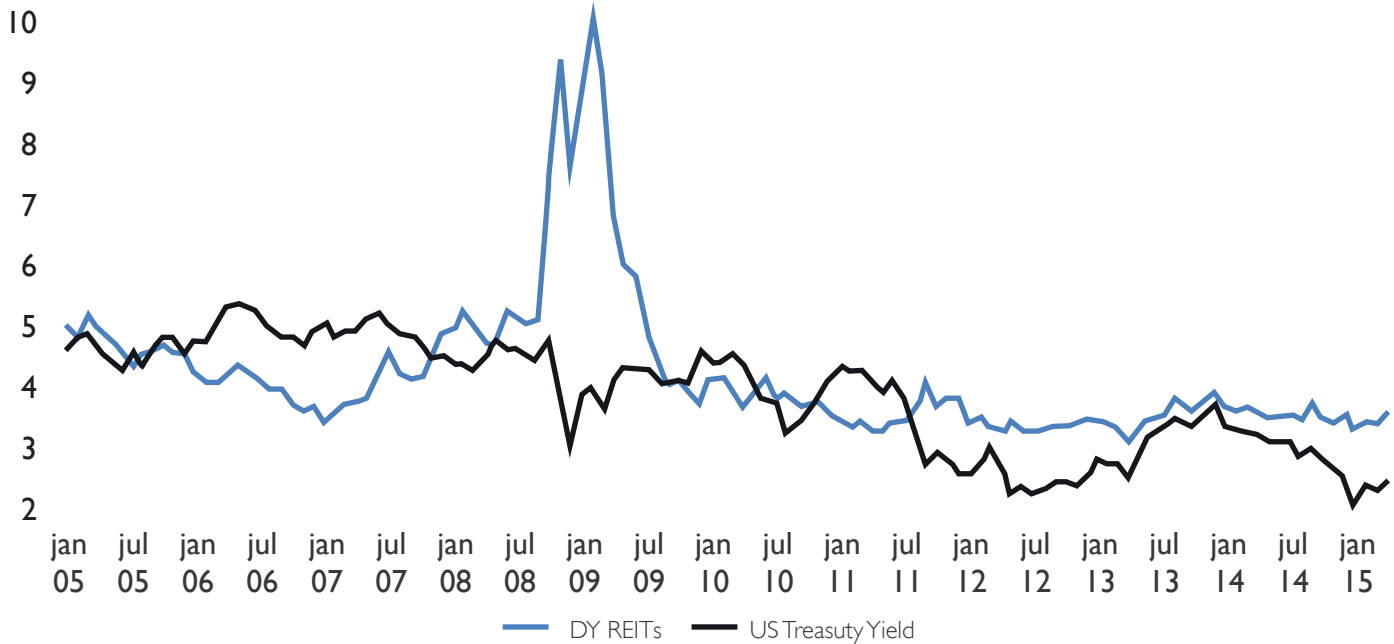
**% PIB EUA e Retorno Equity REITs**





INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

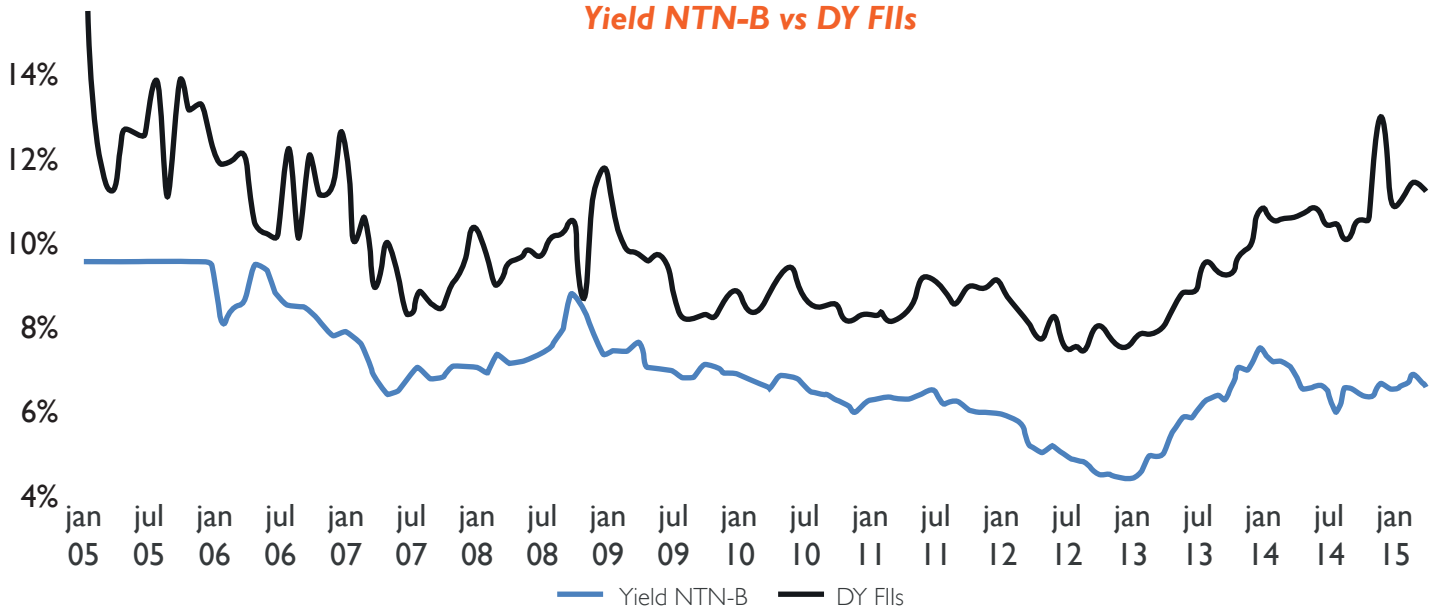
**Equity REITs DY vs Treasury Yield**



Já no Brasil o Yield da NTN-B contra o Dividend Yield dos Fundos Imobiliários segue a

mesma tendência, não apresentando inversões.

**Yield NTN-B vs DY FIIs**





## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Assim, a conclusão é de que, no mercado brasileiro, o movimento observado é o oposto do mercado americano, de forma que existe aqui uma forte correlação dos FIs com a curva de juros e a rentabilidade dos títulos públicos, que acaba por guiar o retorno das cotas ao longo do tempo. Em ciclos de aperto monetário, a performance dos Fundos Imobiliários é impactada negativamente e isso ocorre em função da troca de ativos ocasionada pela comparação de rentabilidade entre os mesmos. Com a remuneração da renda fixa em patamares altos, como estamos vivenciando atualmente, na percepção do investidor a substituição é justificada pela menor percepção de risco.

Entendemos assim que, além do enorme potencial de crescimento da indústria de FIs

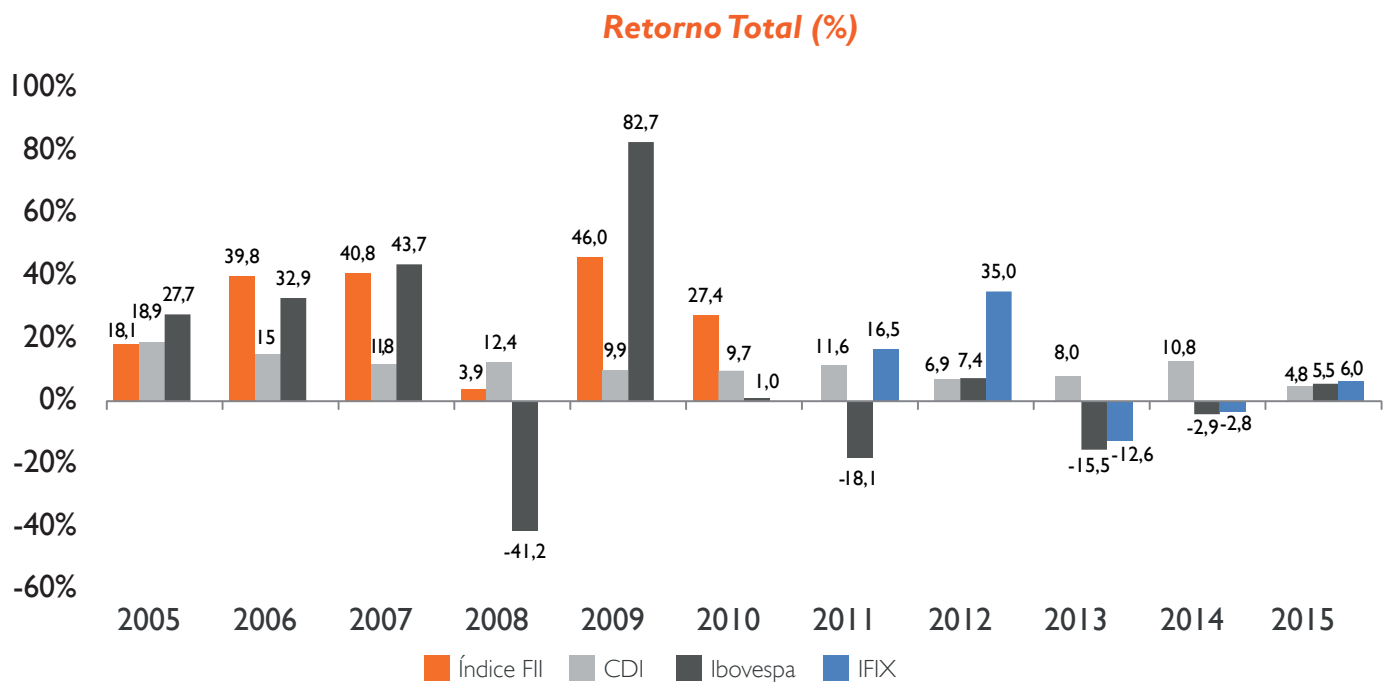
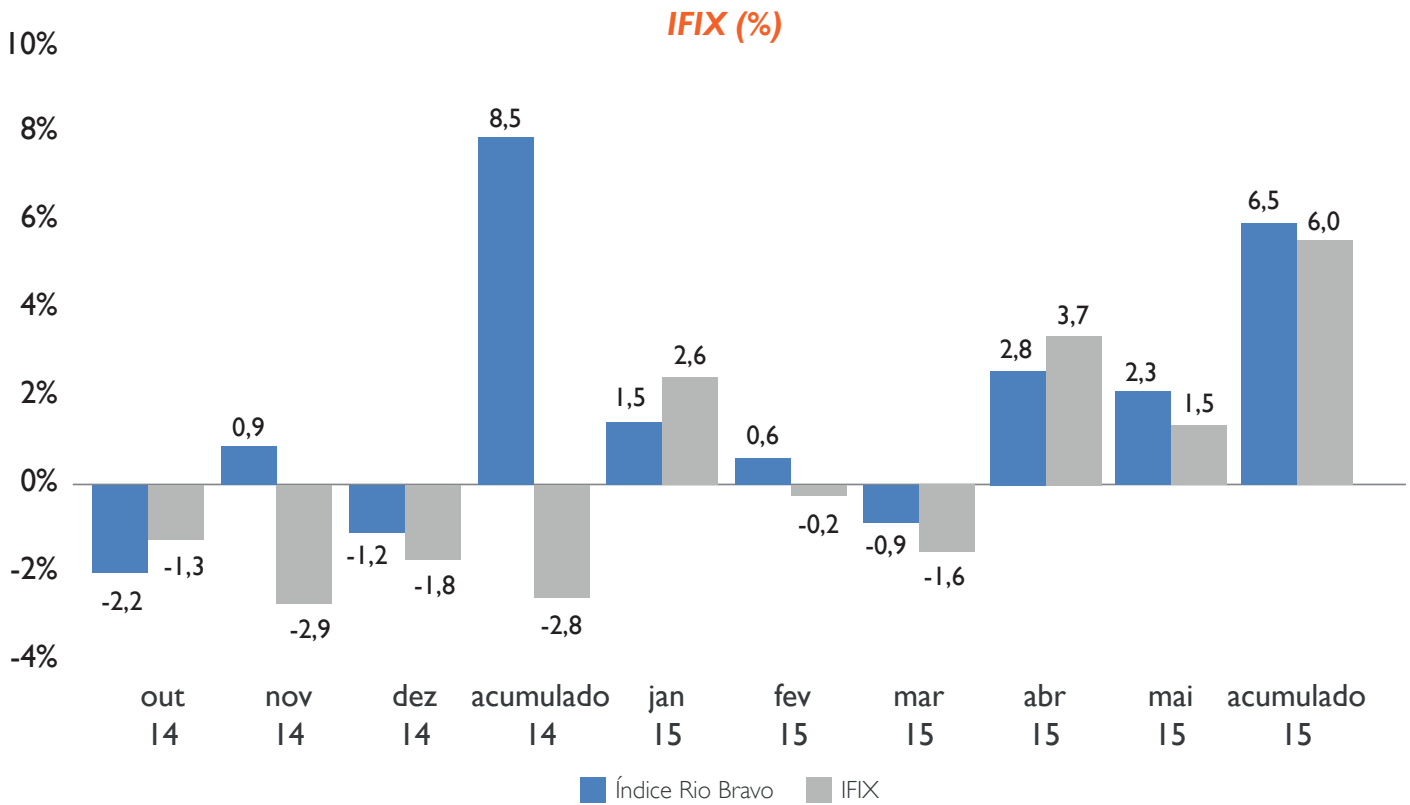
no Brasil, se comparada ao caso americano, com o amadurecimento do mercado brasileiro, a performance dos fundos deverá passar a ser impactada mais pelos fundamentos econômicos do mercado imobiliário, do que pela atratividade de outros ativos financeiros.

### 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 abaixo, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até maio de 2015, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FI – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries antigas à criação do IFIX.



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS





Continuamos repetindo o mantra dos meses anteriores: muitos ainda acreditam nas taxas de juros (CDI) como única solução viável para a proteção de um portfólio, mas a verdadeira proteção somente é atingida com uma carteira diversificada e adequada ao perfil de risco de cada investidor.

Em um mercado financeiro de variações tremendas, é na correta alocação que encontramos a mitigação de risco. E quando há uma melhora de cenário ou em classes de ativos específicas, a carteira diversificada oferece probabilidade de capturar ao menos parte destes ganhos.

O mês de maio se provou período importante para essa tese e, conseqüentemente, para os portfólios administrados. Observamos deterioração relativa dos fundamentos e expectativas com ruídos políticos que continuam trazendo volatilidade aos mercados.

Apesar do forte fluxo de estrangeiros para ações em bolsa, o Ibovespa não poderia ter reagido de outra maneira e acabou cedendo 6,17% no mês. Esse mesmo fluxo de entrada diminui a pressão no real, mas a moeda desvaloriza no mês frente ao dólar, também efeito de um fechamento valorizado no mês de abril e fortalecimento da moeda americana contra cesta de moedas, entre elas o Euro e Yen.

Os ruídos também parecem afetar resultados do ajuste fiscal para o ano, mas a contínua deterioração dos indicadores econômicos, a mão firme do Banco Central na condução da política monetária e o volume expressivo de vencimentos de títulos públicos no período ajudaram no recuo expressivo dos níveis das taxas de juros de médio e longo prazo.

A queda de taxas também afeta positivamente os fundos imobiliários, que apresentam alta correlação com títulos do Tesouro (para deixar o raciocínio claro, há correlação positiva das taxas dos diversos títulos). O IFIX, índice de referência para a classe, seguiu o movimento de alta nos títulos públicos, valorizando 1,50%. Os ganhos na grande maioria das carteiras imobiliárias devem ser mencionados com ressalva: é sempre importante lembrar que fundos imobiliários não são feitos ou geridos igualmente, e a escolha correta do investimento faz toda a diferença no que diz respeito ao risco corrido e sua rentabilidade.

Como, então, saber em que classes de ativos



## MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

investir quando se olha para o longo prazo? As carteiras de perfis conservadores e moderados, que não permitem posicionamento alavancado ou em ativos de grande risco, continuam a apresentar performance atrativa nesse ambiente de incertezas. Mesmo compradas em renda variável, como deveriam sempre estar em maior ou menor concentração, as posições cambiais e em títulos públicos pré-fixados e indexados à inflação acabaram trazendo rentabilidade ao Rio Bravo Portfólio Diversificado I em linha com o

CDI, de 0,98% no mês. A lição importante aqui é a de que a carteira diversificada ofereceu, em mais um período, rentabilidade acima do CDI e consistente com as observadas mês a mês em 2015.

Finalmente, é importante destacar os retornos do fundo Rio Bravo Mercados Emergentes, valorização de 5,71%, e Rio Bravo Juros, 1,62%, atrelados ao movimento positivo do dólar e dos títulos públicos, respectivamente.

	Crédito			Renda Variável			MultiAssets						Índices					
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Crédito Privado Inflação FLIP	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Fundamental Institucional FIA	Rio Bravo Fundamental SMC FIA	Rio Bravo Multi Estratégia FIC FIM	Rio Bravo Juros FIC FIRF Crédito Privado	Rio Bravo Valor Institucional FIC FIA	Rio Bravo Mercados Emergentes FIM CP	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Absolute Yield FIC DE FIM CRED PRIV IE	CDI	Ibovespa	IGP-M + 6%	SMLL	IMA - B	Dólar
maio 15	0,99	0,95	1,18	-4,76	-4,20	-2,18	1,13	1,62	-3,33	5,71	-0,35	0,86	0,98	-6,17	1,02	-2,38	2,57	6,19
abril 15	0,96	0,91	1,06	5,67	5,69	3,94	0,11	1,27	4,77	-3,29	2,98	1,21	0,95	9,93	1,46	3,04	2,44	-6,68
março 15	1,03	0,99	0,82	-2,16	-1,85	-1,54	1,82	0,28	1,94	9,84	-0,66	1,22	1,03	-0,84	1,47	0,89	-0,28	11,67
fevereiro 15	0,79	0,79	0,81	4,27	4,22	1,54	1,44	0,69	4,96	7,89	1,01	0,75	0,82	9,97	0,73	5,65	0,54	7,91
janeiro 15	0,97	0,88	1,45	-4,77	-5,11	-4,24	-0,23	1,71	-9,62	0,43	-0,58	1,13	0,93	-6,20	1,25	-12,05	3,12	0,23
dezembro 14	0,91	0,91	0,17	-4,98	-5,13	-3,00	0,22	0,03	-4,57	-0,92	-2,30	1,02	0,95	-8,62	1,15	-7,33	-1,91	3,75
novembro 14	0,87	0,80	1,04	-0,17	0,35	-0,47	1,32	1,20	0,60	2,40	1,46	1,07	0,84	0,17	1,41	-0,51	2,14	4,74
outubro 14	0,97	0,90	1,24	-1,52	-1,49	-0,68	1,03	1,22	0,73	2,21	-1,15	1,14	0,94	0,95	0,82	-1,59	2,08	-0,28
setembro 14	0,85	0,86	0,08	-6,51	-6,38	-4,99	-0,08	-0,53	-9,12	6,48	-2,13	N/A	0,90	-11,70	0,69	-9,38	-3,53	9,44
agosto 14	0,96	0,82	1,93	5,91	5,91	4,89	1,22	1,88	7,82	-0,70	6,77	N/A	0,86	9,78	0,21	7,57	4,82	-1,23
julho 14	0,98	0,90	1,37	1,61	1,59	0,04	0,98	0,99	-0,85	1,71	1,67	N/A	0,94	5,01	-0,09	-3,38	1,13	2,95
junho 14	0,83	0,78	0,95	1,76	1,88	-1,74	1,05	0,74	3,43	0,10	1,07	N/A	0,82	3,76	-0,25	2,75	0,06	-1,63
Ano	4,84	4,60	5,44	-2,23	-1,72	-2,66	4,34	5,69	-2,06	21,67	2,37	5,29	4,80	5,50	6,06	-5,70	8,63	19,67
12 meses	11,75	11,06	12,91	-7,47	-6,27	-6,01	10,57	11,80	-5,18	35,90	3,52	13,01	11,58	1,00	10,31	-17,93	14,03	42,86
24 meses	22,20	20,94	N/A	-11,69	-8,21	-9,41	15,92	16,90	-9,53	N/A	N/A	N/A	22,04	-1,39	26,08	-29,70	N/A	49,11
36 meses	31,22	28,85	N/A	12,09	9,55	N/A	25,18	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30,88	-3,17	41,92	N/A	N/A	57,19
48 meses	46,57	42,63	N/A	1,65	N/A	N/A	42,20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	45,24	-18,35	56,86	N/A	N/A	101,20
60 meses	62,71	57,40	N/A	13,48	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	61,02	-16,32	82,67	N/A	N/A	74,98
Desde o início	95,43	99,21	16,92	415,18	7,15	3,59	83,89	16,90	-2,08	35,81	3,54	16,23						
PL médio* (R\$Mil)	155.235,49	37.080,40	10.509,51	175.884,67	79.786,36	50.069,93	18.650,95	25.876,73	9.033,86	14.324,48	7.170,28	8.992,74						
PL Atual (R\$Mil)	169.265,79	62.068,69	17.767,61	41.784,89	66.201,02	66.151,11	10.616,00	19.198,81	6.261,62	12.640,38	14.554,70	24.071,69						
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	6-abr-10	17-mai-12	3-nov-08	10-jun-13	16-abr-12	11-dez-13	12-mar-13	18-mar-14						
Taxa de administração (a.a)	0,45%	0,35%	0,65%	2,00%	2,00%	1,50%	0,20%	0,10%	0,50%	1,75%	1,10%	0,50%						
Taxa de performance (a.a)	-	-	20% do que exceder 100% do IMA-B	20% do que exceder IGP+6%	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder SMLL	10% do que exceder CDI	10% do que exceder IMA-Geral	10% do que exceder IBOVESPA	10% do que exceder JPMorgan EMBI Global	-	10% do que exceder CDI						

\* Patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses

## RIO BRAVO INVESTIMENTOS

### Mario Fleck

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

### Gustavo Franco

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

### Paulo Bilyk

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

### Rafael Alves Rodrigues, CFA

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

### Alexandre Fernandes e Souza

Diretor  
Crédito  
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

### Luiz Borges de Medeiros Neto

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

### Anita Spichler Scal

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

### 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

### Fabio Cardoso

Editor de Conteúdo

## INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

### Scheila Lofrano

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

### Rafael Conrado

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

## PERSONAL ADVISORY

### Felipe Vaz Guimarães

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

### Julio Ortiz Neto

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

## RELAÇÕES INTERNACIONAIS

### Paulo Camargo

Diretor  
11-3509-6512  
paulo.camargo@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.

