

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



## MAL COMEÇOU

MAIO 2016

A quinta-feira, dia 12 de maio, amanheceu com o afastamento da presidente Dilma Rousseff, conforme votação do plenário do Senado Federal, terminada às 6h34, depois de uma noite inteira de discursos limitados a 15 minutos para cada um dos senadores que quisessem se manifestar. O placar mostrou 55 votos a favor e 22 contra a abertura do

processo de impeachment, uma maioria folgada para esta etapa, mas apertada para os 2/3 requeridos para a condenação. Desde então, a política afigura-se bastante mais confusa do que se esperava com Michel Temer ocupando a presidência da República, ao passo que a economia parece tomada por um misto de alívio com ansiedade. →



## MAL COMEÇOU

→ O noticiário político parece cada vez mais caudaloso, com duas trocas no ministério (com as renúncias de Fabiano Silveira, da Transparência, e de Romero Jucá, do Planejamento), além do ressurgimento de outra pasta, com a promoção de Marcelo Calero de secretário a ministro da Cultura, em espaço de tempo muito curto. É natural que houvesse alguma dificuldade de acomodação das forças políticas após o afastamento da presidente, inclusive com os aliados do PT voltando à sua posição histórica de protagonizar protestos e atos pirotécnicos. Algumas ocupações e outras tantas aparições da ideia de golpe se espalharam pelo cotidiano do noticiário enquanto descansaram as multidões mobilizadas pela batalha do impeachment. O imaginário da “resistência” se manteve vivo, com a inestimável ajuda dos tropeços administrativos e políticos dessas primeiras duas semanas, o que ajudou a acentuar a percepção de provisoriedade do novo governo e a reduzir o entusiasmo daqueles que acreditavam que a nova administração pudesse começar de forma retumbante, enfundado pelas novidades na economia.

É verdade que as escolhas presidenciais para os principais postos da área econômica foram imensamente bem recebidas pelos mercados. Com efeito, as indicações para a

Petrobras (Pedro Parente) e BNDES (Maria Silvia Marques) ultrapassaram as melhores expectativas, sem desdouro para os escolhidos para a Fazenda e o Banco Central, pois já se esperava que viessem nomes como os de Henrique Meirelles e Ilan Goldfajn, respectivamente. Os indicados para o segundo escalão também vêm mantendo um padrão muito bom, caracterizando um upgrade muito grande e muito bem-vindo relativamente aos ocupantes anteriores dessas mesmas posições.



*Os mercados entenderam e receberam muito bem o objetivo de conter o crescimento real do gasto público primário*

Houve muito pouco tempo para as ações, e alguns desses personagens sequer assumiram seus postos antes do mês se encerrar. Os sinais foram bons, mas apenas um anúncio relevante de medidas teve lugar, uma combinação meio heterogênea de iniciativas não pode ser tomada senão como um aperitivo do que virá a seguir.

Em primeiro lugar, a nova equipe mostrou certo descortino em terminar com erros do passado sem maiores inibições. Nessa categoria, cabe a extinção do Fundo Soberano do



## MAL COMEÇOU

Brasil (FSB), uma péssima ideia, talvez o único do mundo em que os recursos eram de origem fiscal e em moeda nacional. O resgate das cotas do FSB constituirá uma receita primária de cerca de R\$ 2 bilhões, uma vez vendidas as ações do Banco do Brasil em que foram investidos tais recursos.

Outra providência óbvia e imediata era iniciar a devolução das transferências que o Tesouro fez ao BNDES em valores acumulados que ultrapassaram R\$ 500 bilhões. O anúncio foi que R\$ 100 bilhões seriam devolvidos em três tranches, sendo que alguma parcela já havia sido retornada durante a gestão de Joaquim Levy. A economia de juros decorrente do cancelamento dos títulos do Tesouro envolvidos nessa operação é proporcional ao diferencial entre as taxas Selic e TJLP e estimado em cerca de R\$ 7 bilhões anuais. São muito relevantes as economias fiscais decorrentes de cancelamento de dívida, ainda que não afetem o resultado primário.

Note-se que, para essa devolução, dúvidas foram levantadas quanto a obediência da Lei de Responsabilidade Fiscal, eis que esta traz alguns dispositivos tendentes a restringir o financiamento do Tesouro por parte de bancos públicos, e por isso uma antecipação de pagamento como esta poderia encontrar

obstáculos burocráticos. É curioso que uma operação que foi questionável na ida seja questionável na volta.

Uma terceira providência imediata e óbvia, e o primeiro teste para a nova base parlamentar, foi a aprovação de projeto de lei modificando parâmetros importantes da LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias), especialmente a “meta” para o déficit primário, fixado em R\$ 170 bilhões. Na verdade, não se deve entender este número como uma “meta”, mas como uma estimativa realista do que ocorrerá uma vez mantidas as coisas como estão, ou o legado fiscal recebido por Michel Temer de Dilma Rousseff.



*Muita coisa aconteceu na esfera política, sem que o julgamento da presidente tenha sequer começado*

Não se deve subestimar a importância política de bem estabelecer a herança recebida, seja nas contas fiscais, na Petrobras ou no BNDES. Ao divulgar a inteira extensão dos problemas recebidos, os novos ocupantes dos postos chave da economia livram-se da paternidade de problemas criados pela administração anterior. E a responsabilidade pelos desmandos na



## MAL COMEÇOU

economia é central para o julgamento que está correndo no Senado Federal.

No mesmo fôlego, o ministro Meirelles anunciou o apoio do governo a dois projetos já maduros e que nasceram no Congresso: o primeiro do senador José Serra, que retira da Petrobras a obrigação de participar com 30% de cada campo a ser explorado no pré-sal; o segundo é o que tem sido chamado de lei de responsabilidade fiscal das estatais, pelo qual são definidos critérios de profissionalização para a escolha dos dirigentes dessas empresas.



*O tempo parece curto, mas, a julgar pelos últimos 15 dias, temos uma eternidade até as próximas eleições presidenciais em 2018*

Em ambos os casos, o patrocínio do governo significará que os projetos poderão ganhar novas direções na fase final de sua tramitação, fenômeno que se espera que ocorra também com o já longo e tortuoso processo de renovação da DRU (Desvinculação de Receitas Orçamentárias). Neste tópico, todavia, há uma relação com o principal tema deste primeiro pacote de medidas, a tentativa de represar o crescimento do gasto primário e recompor o superávit primário.

No anúncio do dia 24 de maio, quando todas essas medidas foram divulgadas, a principal novidade foi a ideia de uma Proposta de Emenda Constitucional (PEC) com intuito de limitar o crescimento da despesa primária total. O assunto já vinha sendo ventilado há tempos em análises do hoje secretário de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda, Mansueto Almeida, um conhecido especialista em assuntos fiscais, um talento apenas à espera de uma oportunidade.

Os mercados entenderam e receberam muito bem o objetivo de conter o crescimento real do gasto público primário, que aumentou de 14% para 19% do PIB entre 1997 e 2015, refletindo um crescimento anual médio da ordem de 5,8% ao ano acima da inflação. Mas o mecanismo ainda precisa ser desenhado e se mostrar operacional diante da complexa dinâmica orçamentária brasileira.

Emendas constitucionais de orçamento equilibrado foram desenhadas em muitos países e oferecem um belo acervo de possibilidades, que o país cogitou brevemente utilizar em 1993, antes da decisão de seguir com a emenda constitucional de revisão n. 1/94 que criou o então denominado Fundo Social de Emergência, até hoje em vigor com a designação de DRU. Pois bem, nada mais natural que



## MAL COMEÇOU

o novo mecanismo, cujo formato ainda não é claro, venha a dialogar com a nova DRU que se desenha e que se imagina possa ser mais ambiciosa.

A atmosfera parece favorável para o encaminhamento de temas fiscais difíceis, inclusive os associados à previdência, sugerindo, com isso, refletir uma ampliação de horizontes que acha expressão na melhora significativa nos índices de confiança referentes ao mês de maio relativamente a abril. Esses índices, calculados pela FGV, possuem dois componentes, um que mede a situação atual e outro que avalia a expectativa dos entrevistados. Assim, a confiança dos empresários do consumidor subiu 5,4% no mês, enquanto as expectativas cresceram para 8,0%. A confiança da construção subiu 3,1% e a expectativa, 7,9%. Já o índice de confiança do comércio subiu 6,5% e o sub-índice de expectativas foi para 7,4%. A confiança da indústria subiu 2,2% no mês e a expectativa, 3,4%.

Muita coisa aconteceu na esfera política, sem que o julgamento da presidente tenha sequer

começado. As revelações na economia e os novos andamentos propostos pela nova equipe dificilmente darão muito alento à presidente afastada. Seus apoiadores continuarão barulhentos e intrusivos, papel que sempre souberam desempenhar, e serão instrumentais para lembrar ao presidente interino que ele não vai trabalhar com consensos, mas com escolhas que sempre terão adversários e minorias desagradadas.

O governo precisa recuperar a turbina da economia, que vinha bastante danificada, e é provável que esteja caminhando na direção certa, a julgar pelos seus primeiros movimentos. Subitamente, há um enorme horizonte de possibilidades, como há muito não se via. Uma vez interrompida a escalada recessiva, o presidente ganha muitos graus de liberdade na esfera política e pode compor seu apoio no parlamento com menos recurso à lógica de loteamento do ministério. O tempo parece curto, mas, a julgar pelos últimos 15 dias, temos uma eternidade até as próximas eleições presidenciais em 2018, onde tudo pode acontecer, inclusive, e com boa chance, uma recuperação na economia.



Com a confirmação do impeachment da presidente Dilma Rousseff, o mês de maio iniciou-se diante da expectativa de melhora no cenário político-econômico e possível reabertura do mercado internacional de dívidas para emissões corporativas brasileiras. As empresas brasileiras não realizavam novas emissões desde jun/15, quando BRF, JBS, Petrobras, Globo Comunicações, Embraer e Oi emitiram.

O movimento, entretanto, começou tímido com uma rolagem de bond da Petrobras (BB Fitch e B3 Moody's | US\$ 5 bilhões com vencimento em cinco anos e yield de 8,625% e US\$ 1,75 bilhão com vencimento de 10 anos e yield de 9%) e uma emissão da Marfrig (B+ Fitch / S&P e B2 Moody's | US\$ 750 milhões com vencimento em sete anos e yield de 8,25%).

Para efeito de comparação, em jun/15, a própria Petrobras havia emitido US\$ 2,5 bilhões, com vencimento em 100 anos e yield de 8,45%. Apesar de mais cara para a companhia, a emissão contou com demanda de US\$ 20,5 bilhões (US\$ 15 bilhões na série mais curta).

O mercado de dívida corporativa doméstico segue árido: até o encerramento de abril, as emissões corporativas locais somavam R\$ 14 bilhões, queda de 71% em volume vis-à-vis, o mesmo período do ano anterior (R\$ 48,2 bilhões), de acordo com dados da ANBIMA<sup>1</sup>.

Os CRAs, por sua vez, têm sido uma alternativa de funding mais barato para algumas empresas. O estoque (volume financeiro na carteira de investidores) do ativo na Cetip apresentou, em abril, um significativo crescimento de R\$ 2,6 bilhões, ultrapassando a marca de R\$ 9 bilhões em estoque, com destaque para a operações da BRF (R\$ 1 bilhão), Suzano (R\$ 675 milhões) e Duratex (R\$ 600 milhões).

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) também são opções mais interessantes para empresas como a BR Malls e Iguatemi. A BR Malls, que em janeiro deste ano cancelou uma emissão de debêntures (R\$ 200 Milhões / 3 anos / Bullet / 114% do CDI), decidiu pela emissão de R\$ 225 milhões em CRIs com três tranches, com vencimentos em 2031, 2028 e 2021 e com remuneração correspondente a DI + 1,75%, DI + 1,67% e DI + 0,65%,

<sup>1</sup> A estatística não inclui emissões de debêntures na modalidade leasing e os Certificados de Recebíveis Agrários (CRAs).







Em maio, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de 3,4% contra -10,1% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 416,6%, ou 361,9% do benchmark, Ibovespa.

## SÃO MARTINHO

Na primeira carta sobre nosso investimento em São Martinho, descrevemos as mudanças que o setor de açúcar e etanol passou ao longo da última safra e como isso trouxe e deve continuar trazendo bons resultados para a companhia. Nesta carta, apresentaremos uma atualização dos últimos seis meses, em especial para o mercado de etanol, e os motivos que nos levam a continuar acreditando neste investimento, mesmo depois da forte performance da ação.

A safra da cana de açúcar normalmente se inicia em abril e dura até novembro ou dezembro. Nesse período, as usinas recebem ou retiram a cana nas fazendas, a moem e produzem etanol ou açúcar. Entre os meses de dezembro a março, elas ficam usualmente paradas, passando por manutenções e, portanto, não há colheita. Desde a última vez que falamos sobre a São Marti-

nho, tivemos a entressafra e o início desta safra, ambos marcados por características bem interessantes e pouco usuais.

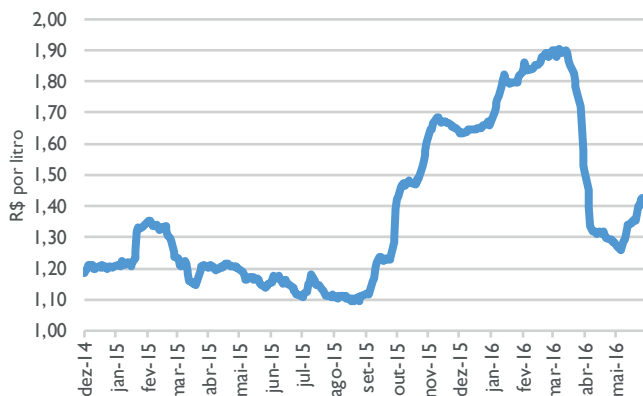
Com a recuperação do preço do etanol no último trimestre de 2015, vimos nos principais estados consumidores a relação com o preço da gasolina saltar de 60%/65% em meados de setembro/15 para um patamar próximo a 75%. Mais interessante ainda foi o contínuo aumento nos meses finais da entressafra, quando o preço do etanol no posto chegou a quase 80% do preço da gasolina.

No gráfico a seguir, é possível ver a magnitude da recuperação. A linha indica o preço que as usinas vendem o etanol hidratado (combustível) aos compradores, especialmente distribuidoras de combustíveis.



## RENDA VARIÁVEL

**Etanol Hidratado ESALQ/BM&FBovespa -  
Indicador Diário Posto Paulínia (SP)**



Vale ressaltar que, antes da recuperação do terceiro trimestre, o preço do etanol se encontrava em um patamar não sustentável para as usinas. Esses meses que vemos no gráfico foram talvez os mais difíceis para o setor.

Quase tão grande quanto a recuperação de setembro a março foi a queda de abril. Durante a safra passada, houve muita chuva, o que atrapalhou a colheita e levou muitas fazendas a ficarem com a cana ainda plantada no final da safra. Somando o alto preço do etanol com a alta disponibilidade de cana, diversas usinas iniciaram a moagem ainda em março, um mês antes do habitual. A forte oferta de etanol pelas usinas e a baixa competitividade desse combustível em relação à gasolina neste momento explicam parcialmente essa queda mais acentuada de abril.

Porém, mais uma vez entendemos que o patamar que o preço do etanol havia atingido não era sustentável. Nesse nível de preços, muitas usinas não conseguem sequer cobrir seus custos. A queda do preço do etanol vendido pelas usinas também não é repassada imediatamente ao consumidor. Do preço mais alto aos mais baixos, o etanol vendido pela usina chegou a cair mais de 30%, enquanto o preço no posto não havia caído sequer 15%. Ou seja, em um primeiro momento, tanto a distribuidora quanto o posto ganham com a queda do etanol, até que esse impacto chega ao consumidor via preços menores.

É nesse momento que a relação com o preço da gasolina volta a ficar favorável ao etanol e a demanda retorna ao produto, trazendo nova sustentação de preços – abaixo do pico da entressafra, mas acima do observado até então. Dentro desse contexto, entendemos que a São Martinho deva adotar uma estocagem maior de etanol, aguardando preços melhores de venda.

Apesar de distintos em cada período, todos esses aspectos são inerentes ao setor, principalmente em janelas mais curtas de tempo.

No lado do açúcar, o impacto da volatilidade



## RENDA VARIÁVEL

do preço do açúcar e do câmbio são reduzidos pela dinâmica de hedges que explicamos na última carta. Neste mercado, vemos mais explicitamente a forte recuperação do setor: levando em consideração o preço do açúcar já em reais, temos o preço próximo aos patamares históricos mais altos. Acreditamos que a São Martinho continue se aproveitando dessa recuperação para já travar rentabilidades bastante interessantes nas vendas dos próximos trimestres.

Passando para o âmbito político, a troca de governo expôs ainda mais a magnitude do problema fiscal que o Brasil atravessa. Em algumas declarações de membros do atual governo, não é descartado um novo aumento para CIDE na gasolina como forma de gerar novas receitas no curto prazo. Esse quadro seria favorável ao setor de açúcar e etanol, porém, seguimos atentos a eventuais

aumentos de impostos que possam impactar negativamente o setor.

Nas últimas semanas, também foi anunciada a troca do presidente da Petrobras. Há indícios para acreditar que essa nova gestão seja menos política e atue pensando mais nos interesses da empresa. Vale destacar, ainda, que a recuperação de cerca de 80% do preço do petróleo reduziu consideravelmente o prêmio da gasolina vendida aqui em relação à gasolina vendida no exterior. Por esses motivos, entendemos que, ao menos no curto prazo, o risco de uma redução do preço da gasolina tenha diminuído.

Por esses motivos, seguimos confiantes nos mercados de açúcar e etanol e otimistas com os resultados da São Martinho e com o nosso investimento.



## Reais por metro quadrado

Após o recente ciclo de valorização expressiva dos Fundos de Investimentos Imobiliários, resolvemos analisar mais profundamente o valor pelo qual o objeto de investimento (o ativo imobiliário da carteira) desses Fundos estava realmente sendo cotado, mesmo que indiretamente através de seu valor de mercado negociado na bolsa de valores, a fim de verificar eventuais distorções e se realmente faz sentido o recente ajuste de preço das cotas desses FIs.

Para começar nosso estudo, selecionamos alguns Fundos Imobiliários que possuíam ativos de escritórios comerciais comparáveis em questão de qualidade, que esses ativos estivessem em regiões nobres e próximas, e que seus proprietários (os FIs) tivessem certa liquidez no mercado secundário (bolsa de valores), para refletir menor distorção em seu valor de mercado.

Dessa forma, foram selecionados os seguintes Fundos: VBI FL 4440 (FVBI I B), CSHG JHSF Prime Offices (HGJHI I), The One (ONEFI I), Vila Olimpia Corporate (VLOLI I), Torre Norte (TRNTI I B), TB Office (TBOFI I), Thera (THRAI I B) e JHSF Cid. Jardim (BBVJI I).

A análise realizada não entra no mérito individual de cada Fundo, isto é, se, ao preço cotado atra-

vés do mercado secundário, o FI está “caro” ou “barato” em relação ao valor do seu ativo (R\$/m<sup>2</sup>) em carteira. Procuramos apenas analisar comparativamente um Fundo em relação ao outro. Para isso, dado que os Fundos não possuem ativos iguais e na mesma localização, o primeiro passo foi adotar como premissa que os ativos de cada Fundo já contam com certo desvio histórico em relação à média dos mesmos.

Ou seja, historicamente, percebemos que, por exemplo, o VBI FL 4440 – proprietário de 50% do empreendimento Ed. Faria Lima 4.440, que possui a melhor localização entre os ativos imobiliários dessa carteira selecionada, além de o prédio possuir excelente qualidade – mantém usualmente seu preço em R\$/m<sup>2</sup> (valor de mercado do Fundo dividido pela ABL dele próprio) cotado 35% acima da média dessa cesta de FIs selecionados, enquanto o JHSF Cidade Jardim – proprietário do Ed. Torre Continental, do outro lado da marginal do rio Pinheiros, no complexo Cidade Jardim e, portanto, com a localização menos nobre – é cotado historicamente 47% inferior a essa média.

Observando, novamente, que o estudo apresentado não levou em consideração se os ativos estão ou estiveram “caros” ou “baratos”, mas, se



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

comparativamente entre si, possuíram momentos em que houve distorção de preço (R\$/m<sup>2</sup>) quando comparado à média que usualmente são cotados em relação aos demais, apresentamos a tabela abaixo, que demonstra que, em alguns momentos, essa distorção de preço foi mais acentuada.

prietário do Ed. Torre Norte, notaremos que estava sendo cotado, no momento do estudo, a R\$ 9,5 mil/m<sup>2</sup>. Enquanto isso, o Fundo proprietário do Ed. TB Office estava cotado a R\$ 11 mil/m<sup>2</sup>, ou seja, com mais de 15% de ágio sobre o Torre Norte. Apesar de o Ed. TB Office possuir qualidade superior ao Ed. Torre Norte,

	VBI FL 4400	JHSF Prime Offices	The One	TB Office	Vila Olimpia Corporate	Torre Norte	Thera	JHSF Cid. Jardim
Market Cap	167,6	191,4	72,6	615,0	121,3	582,3	94,8	122,2
jun - 2013	-6,6	<b>-12,7</b>	<b>-22,5</b>	7,3	6,5	3,6	<b>11,7</b>	<b>12,7</b>
dez - 2013	<b>-12,7</b>	<b>-9,2</b>	-7,3	3,6	-5,2	<b>14,7</b>	<b>9,3</b>	6,8
jun - 2014	<b>-19,2</b>	1,9	2,6	7,0	<b>-10,3</b>	<b>15,2</b>	-0,2	3,0
dez - 2014	<b>-18,5</b>	2,4	5,7	3,9	<b>-12,7</b>	<b>14,6</b>	-3,1	<b>7,7</b>
jun - 2015	-0,6	1,0	2,6	-4,4	-0,7	<b>9,2</b>	<b>-11,0</b>	3,9
dez - 2015	3,5	-5,7	0,1	1,6	-4,3	-1,0	3,5	2,4
abr - 2016	2,6	4,3	-2,5	2,6	4,7	<b>-7,7</b>	7,1	-5,8

Destacamos em vermelho os ativos nos períodos mais descontados em relação à média e em verde os mais apreciados, levando em consideração quando a diferença é superior (positivamente ou negativamente) que a média dos desvios padrões dos mesmos (7,3%).

Como podemos perceber, já houve momentos de maior distorção. No entanto, atualmente, o FII que está com seu preço mais distorcido, pelo lado negativo, é o Torre Norte. Se verificarmos mais profundamente este Fundo, pro-

sabemos que a localização de ambos é praticamente a mesma, e o direcionador de preço mais relevante para essa classe de ativo imobiliário é sua localização.

Assumindo como premissa que o preço em R\$/m<sup>2</sup> em que o TB Office está sendo negociado esteja correto, podemos concluir, então, que o Torre Norte está “mais barato” que o praticado historicamente.

Sabendo, ainda, que o desvio padrão dessa



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

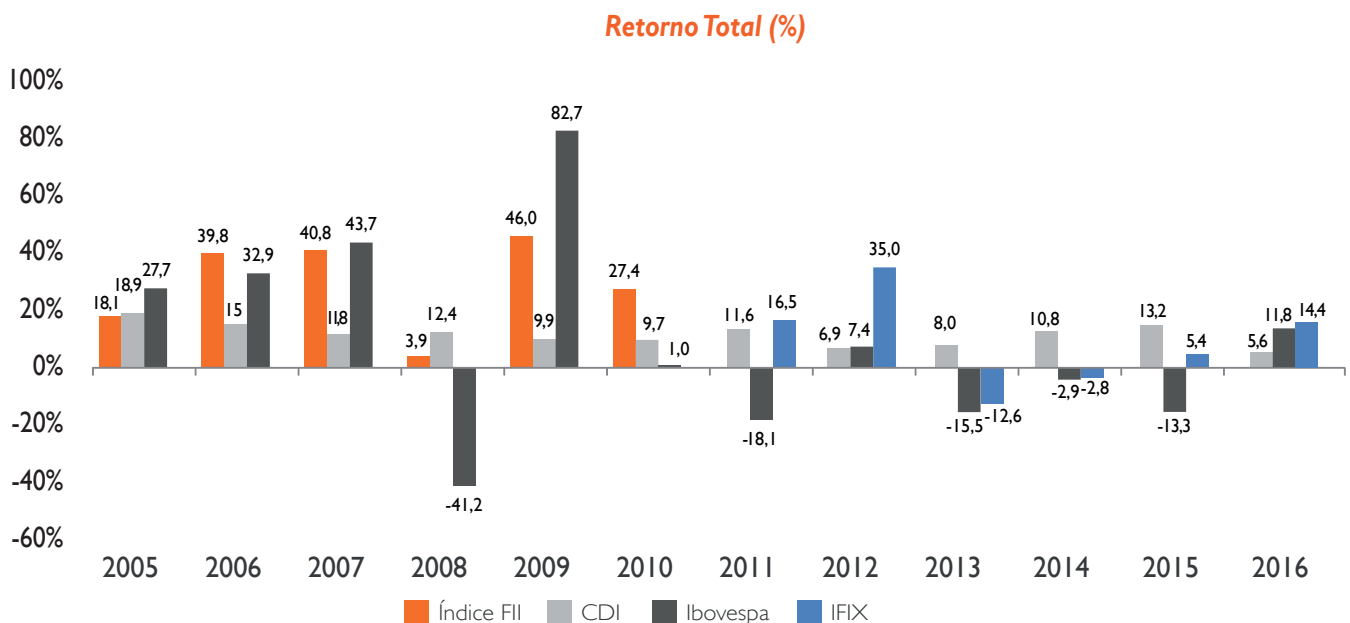
comparação de preços foi de 7,3%, podemos afirmar que essa diferença é marginal. Ou seja, nos leva a concluir que, atualmente, após essa recente valorização generalizada dos Fundos de Investimentos Imobiliários, os preços já estão ajustados comparativamente.

Inicialmente, essa nossa análise tinha também como objetivo concluir qual seria a melhor alocação entre esses Fundos, levando apenas em consideração o valor dos ativos. No entanto, pudemos concluir que a melhor alternativa de alocação neste cenário segue sendo a busca por uma carteira diversificada de Fundos, reduzindo as eventuais perdas de receita ocasiona-

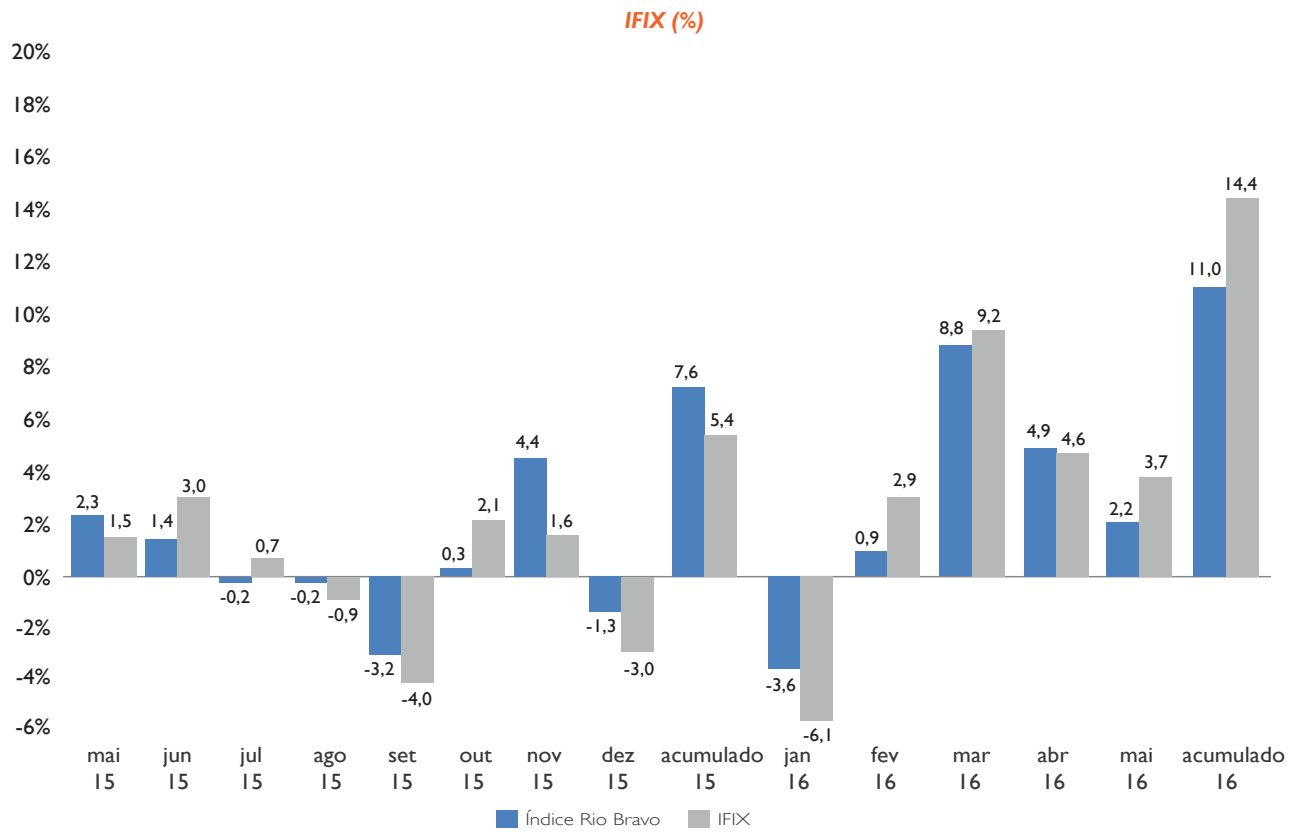
das pelos eventuais riscos de vacância e renegociação de preços de locação que poderão ocorrer no curto prazo.

### IFIX

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



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS





O que esperar dos mercados quando se confirma o afastamento da presidente? Expectativas positivas dos três meses anteriores se confirmaram em maio. O resultado, porém, não foi de aumento do fluxo e contínua apreciação nos ativos financeiros.

Não se trata apenas de realização de lucros. Ruídos no lado político envolvendo novos ministros fizeram com que investidores perdessem o apetite por risco no curto prazo. Com isso, o Ibovespa cedeu no período expressivos 10,09%. O risco Brasil, que bateu mínima recente de 325bps, voltou a subir 40bps.

O movimento de queda nas taxas de juros futuras também foi interrompido com a divulgação de índices de inflação mais altos do que o esperado. Assim, enquanto o CDI acumulava 1,11% no mês, o IRF-M valorizava apenas 0,26% e o IMA-B retraía 0,10%.

Em cenário de ligeira piora, a surpresa foi o comportamento dos fundos imobiliários. O IFIX subiu impressionantes 3,74%. Os investidores dessa classe de ativos em geral reagem de forma mais demorada aos movimentos de mercado. Se em janeiro os FIs cederam muito mais do que os demais ativos financeiros, em maio parecem alvo de alocação contínua.

Aproveitando os novos níveis das diversas classes, reduzimos sensivelmente o percentual alocado em FIs, e apostando em um cenário mais favorável nos próximos 12 a 24 meses começamos a aumentar posições em renda variável e títulos públicos pré-fixados e indexados à inflação, sempre ajustando pelo risco de cada ativo e ao perfil de cada investidor.

### Exposição no Exterior

Com a piora do cenário local, dólar e euro valorizaram em relação ao real. Assim, nossos fundos que investem em renda variável e crédito de mercados emergentes apresentaram boas performances. A alocação em renda variável na Europa ex-Reino Unido, especificamente, observou valorização adicional em linha com os maiores índices. Apesar de renovada preocupação com a economia chinesa e a proximidade do referendo no Reino Unido ("Brexit"), o fluxo para a classe de ativos foi forte e positivo por conta da expectativa de melhor comportamento das economias dos EUA e Alemanha até o fim do ano.



	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 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	Rio Bravo Portfólio Diversificado I	CDI	Ibovespa	SMLL	IMA - B
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	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	1,05	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	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	1,00	5,91	4,66	2,26
janeiro 16	1,06	1,01	1,34	-5,42	-2,88	1,79	1,63	2,06	-2,54	0,48	-0,51	1,25	1,04	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	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	1,06	-1,63	-1,98	1,03
outubro 15	1,09	1,06	1,67	4,05	3,89	0,88	0,96	1,33	1,56	-0,22	3,20	1,71	1,29	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
maio 15	0,99	0,95	1,18	-4,76	-2,18	-	1,13	1,62	-3,33	5,71	-0,35	0,86	0,98	0,98	-6,17	-2,38	2,57
Ano	5,76	5,24	10,53	7,81	14,75	1,49	5,57	10,22	12,64	-2,79	10,93	6,00	5,02	5,50	11,82	7,82	13,95
12 meses	14,15	13,38	17,66	-0,46	2,32	-	13,01	12,14	1,07	13,67	8,28	13,44	10,64	13,98	-8,13	-11,22	14,21
Desde o início	123,09	125,87	37,57	416,57	6,57	5,18	128,32	66,45	-1,04	54,38	12,11	31,85	17,76				
PL Atual (R\$Mil)	135.846	32.184	12.263	29.886	55.099	7.323	3.725	15.642	2.838	10.525	14.997	27.518	34.181				
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				
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>				
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

## 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.

