

ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



O BRASIL CONTINUA O MESMO

OUTUBRO 2014

Outubro abrigou, entre os dias 5 e 26, o primeiro e segundo turno das eleições, deixando pouco espaço para outros assuntos. Os mercados flutuaram quase que exclusivamente ao sabor das emoções do pleito, e pouco ou nada se passou com os indicadores econômicos em discrepância com as tendências anteriores. Prevaleceu a postura defensiva até o final dos trabalhos eleitorais, pois, contrariamente ao que muitos imaginavam, e conforme cogitado na edição anterior deste informativo, a candidatura governista não firmou

compromissos explícitos sobre a política econômica para o futuro. Esta opção deixou a presidente reeleita, ao menos em tese, mais livre para suas escolhas no terreno da política econômica. Na prática, todavia, as opções presidenciais não se exercem num vácuo, e são muitas as conveniências e também alguns imperativos a atender. Não é como a eleição para Papa: o chefe do Poder Executivo é personagem central nos enredos da política, mas não único, o elenco é vasto, e todos querem se fazer ouvir. →



O BRASIL CONTINUA O MESMO

→ Na segunda feira, dia 27 de outubro, abriram-se os mercados tal como se fosse um novo certame, no qual a presidente reeleita enfrentaria o desafio de submeter seus planos para a economia e vê-los aprovados, ou não, nesse foro. O veredicto dos mercados, como já extensamente discutido, não oferece desafio à decisão das urnas, mas se apresenta como um desafio crucial, por vezes incômodo, aos governantes; todavia, é ali que se define a credibilidade da política econômica, matéria básica para qualquer governo.

Tem-se aí uma contradição apenas na aparência, pois, conforme observado naquele mesmo informativo, “a experiência parece mostrar que no momento em que governos e mercados estão prestes a se enfrentar ... os contendores invariavelmente acabam se entendendo. Diante do impasse, em nove de dez casos, os governantes preferem o romance ao embate, como se o carinho e o aplauso do mercado fosse irresistível, como se a contradição entre Mercado e Democracia fosse, de fato, apenas uma falácia, e um mau acordo fosse melhor que uma boa confrontação ideológica”¹.

Na primeira semana, seguindo-se às eleições, foram acumularam algumas surpresas, mas

prevaleceram as indefinições sobre a novo ministério e a respeito da postura da presidente no tocante à política econômica. Muitas mensagens tranquilizadoras foram emitidas notadamente pelo ex-presidente Lula, o mais importante dos eleitores de Dilma e já candidato declarado ao pleito de 2018. É de se esperar que as decisões sobre o ministério amadureçam nas próximas semanas em sintonia com o quadro de aliados e com as novas bases de sustentação do governo.



O veredicto dos mercados não oferece desafio à decisão das urnas, mas se apresenta como um desafio crucial aos governantes; é ali que se define a credibilidade da política econômica, matéria básica para qualquer governo.

Enquanto isso, o Congresso, ainda em sua velha configuração, enviou sinais claros sobre seu papel tanto ao derrubar, na Câmara, o Decreto n. 8243 (contendo a Política Nacional de Participação Social) quanto nas manifestações de seus líderes sobre a reforma

¹ Gustavo H. B. Franco “As Leis Secretas da Economia: revisitando Roberto Campos e as Leis do Kafka”, Rio de Janeiro, Editora Jorge Zahar, p. 25. Reproduzido na edição de julho de 2014 deste informativo.



O BRASIL CONTINUA O MESMO

política. O Banco Central surpreendeu pelo aumento da taxa SELIC, menos pelo conteúdo da medida do que pela contradição com seus comunicados anteriores e pela incômoda sensação de que a Autoridade Monetária pautou seu comportamento pelo calendário eleitoral. Se alguns dirigentes do BCB estão de saída, como se especula, a decisão é um importante testamento, talvez inesperado.



É difícil concordar com o ministro da Fazenda em exercício em sua observação sobre a “aprovação da política econômica revelada pelas urnas”.

A primeira semana transcorreu bem comparativamente às expectativas de pessimistas de alguns observadores, e boa parte desse bom humor decorre da expectativa de um ministério que reflita um relativo equilíbrio de forças políticas e mesmo inclinação gentil e cuidados para políticas econômicas mais convencionais. Tudo isso se deve aos sinais emanados dos vitoriosos e também, talvez mais importante, de uma leitura fria dos números das eleições.

É sempre subjetivo e difícil o julgamento dos

analistas políticos sobre uma vitória carregada de condicionantes, bem como de uma derrota repleta de significados, ainda mais com suas ramificações regionais e partidárias. A presidente Dilma Rousseff foi eleita com 38,2% dos votos totais em segundo turno, com 54,5 milhões de votos, ao passo que 88,2 milhões de eleitores não compareceram, votaram em branco, nulo ou no candidato de oposição. A vitória apertada, em muitos casos, traz maiores responsabilidades do que uma derrota acompanhada de desempenho inesperadamente bom, que traz leveza para o derrotado. É difícil concordar com o ministro da Fazenda em exercício em sua observação sobre a “aprovação da política econômica revelada pelas urnas”. É mais sensato imaginar que a população confiou à presidente eleita a missão de concretizar os desejos de recuperação da economia, mas cujos termos terão de estar subordinados aos contornos políticos resultantes da eleição.

O principal dado objetivo a considerar, para se aferir a complexidade da tarefa que terá de ser cumprida nas próximas semanas, é o resultado das urnas para o Legislativo, resumidos na tabela a seguir, com a nova composição das duas casas do Congresso:



O BRASIL CONTINUA O MESMO

	Câmara		Senado	
	#	%	#	%
PT + PC do B	80	15,6	13	16,0
PSDB + DEM	76	14,8	15	18,5
Centrão (PMDB+4)	198	38,6	34	42,0
Restante	159	31,0	19	23,5
Total	513		81	

A tabela considera cada um dos partidos que disputou o segundo turno e seu mais fiel aliado natural. Registra, assim, a pequena dimensão dessas duas bancadas, nas duas casas, e a semelhança no tamanho. No Senado, a bancada de oposição chega a ser maior. A linha denominada “Centrão” traz o PMDB e outros quatro partidos assemelhados em sua caracterização político-ideológica (PSD, PP, PR e PTB), revelando a importância desse “bloco” nas duas casas. É comum que se contabilize esse bloco como integrante da “base governista”, pois foi esta a coalizão eleitoral, mas não deve haver ilusões sobre as diferenças entre os integrantes dessas agremiações e o núcleo duro da esquerda.

A linha correspondente ao restante compreende partidos de certa identidade ideológica, como PSB, PDT, SD, PSC, PPS, PV e PSOL, por exemplo, e outros dez partidos, alguns governistas, outros de oposição, e muitos de “centro”. Seria fácil estabelecer diferentes combinações na tabela acima, agregando, por exemplo, um terceiro partido aos blocos do segundo turno (o

PSOL junto ao PT e ao PC do B e o PPS ao PSDB e DEM), mas as conclusões não se modificariam: o “Centrão” continua firmemente onde esteve desde a Constituinte.



O viés conservador de qualquer sistema político serve justamente ao propósito de preservá-lo de maiores sobressaltos

A fragmentação partidária é evidente. Muitos a veem como indesejável, mas seria ingênuo imaginar que reflete apenas distorções no sistema partidário: a heterogeneidade do Congresso Nacional espelha o País e suas múltiplas realidades e geografias. Esta característica dificilmente seria alterada por uma reforma política, ao menos nos termos em que vem sendo cogitada. Curiosamente, vem sendo discretamente festejada por muitos, eis que representa a mais eficaz das defesas, para o bem ou para o mal, contra reformas radicais de qualquer espécie. Não é acidental que esse aspecto tão essencial do sistema político brasileiro apareça em momentos onde o sistema político se vê sob pressão, como nas Jornadas de Junho, ou em ocasiões de efervescência cívica em geral. O viés conservador de qualquer sistema político serve justamente ao propósito de preservá-lo de maiores sobressaltos.



Ao longo do período pré-eleitoral, as conversas com nossos clientes investidores sobre o mercado de renda fixa invariavelmente passavam pela pergunta de um milhão de dólares: Para onde vão os juros com a eleição?

O fato é que essa pergunta era praticamente impossível de ser respondida assertivamente: os cenários vislumbrados eram diametralmente opostos, dependendo do resultado das eleições.

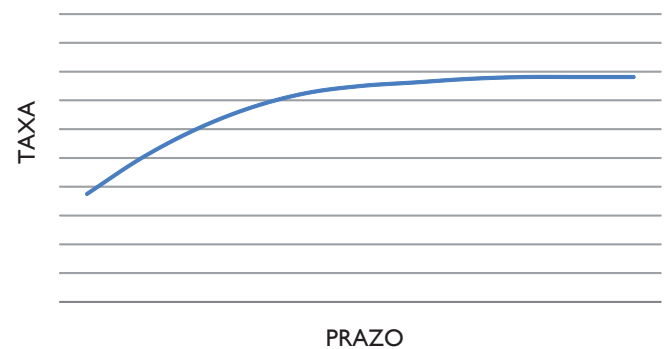
O ponto é que a resposta a essa pergunta acaba por adentrar um assunto de caráter mais técnico do que supõe o investidor médio. Por isso, resolvemos neste mês discutir brevemente o tema.

Apesar de assistirmos à taxa SELIC ser alterada para cima e para baixo periodicamente pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM), os tais “juros” não são um número absoluto como as manchetes dos jornais fazem parecer.

Na verdade, o comportamento dos juros é melhor percebido a partir de um gráfico que reflita as diversas taxas para títulos de prazos de vencimento diferentes (na mesma moeda

e indexador ou pré-fixados). A interpolação dos pontos desse gráfico, que tenha, no eixo Y, a taxa do título e, no eixo X, o seu prazo de vencimento, é a famigerada Estrutura a Termo da Taxa de Juros ou, mais coloquialmente, a “Curva de Juros”.

Em condições normais de temperatura e pressão, essa curva deveria ser levemente inclinada, com taxas maiores na medida em que os prazos de aplicação são maiores. Parece intuitivo e refletiria uma situação “normal”.



No entanto, as expectativas dos agentes econômicos são capazes de influenciar essa curva, de forma que há situações em que essa mesma curva possa aplainar ou até mesmo inverter em relação ao eixo X. Por exemplo, a elevação da taxa no presente ou a imple-

¹ Também é possível construir uma versão dessa estrutura a termo da taxa de juros a partir de instrumentos do mercado de futuros, tais como contratos futuros de DI, forwards e contratos de swap DI x Pré.



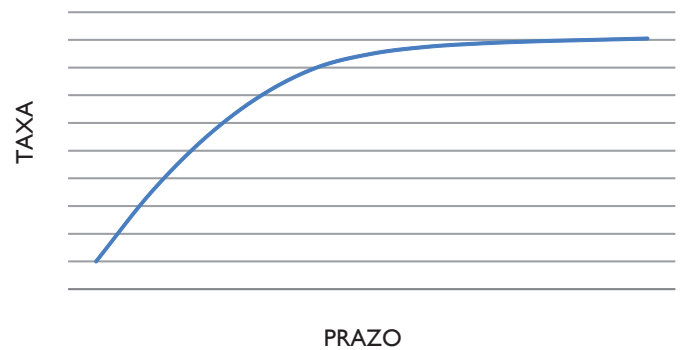
CRÉDITO

mentação de medidas de política fiscal hoje, com o objetivo de conter a inflação no futuro, se interpretadas de forma positiva pelos agentes de mercado, podem fazer reduzir a expectativas de juros no futuro, levando ao aplainamento (flattening) ou mesmo inversão da curva.

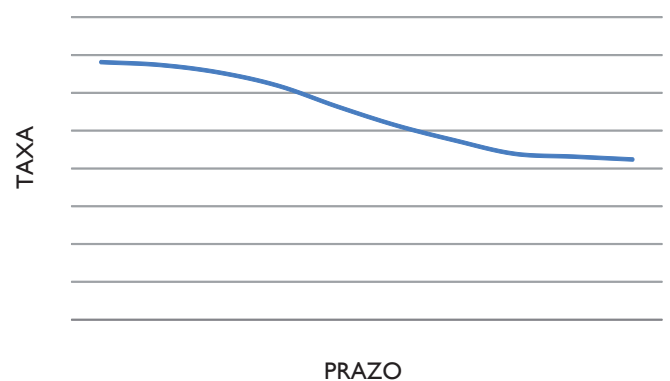


O que nos leva à pergunta original, que ouvimos repetidas vezes dos investidores nesses últimos meses: para onde iria a curva de juros após as eleições?

Em nosso cenário, a opacidade da proposta do partido da situação para a política econômica levava o mercado a crer em mais do mesmo, com manutenção das políticas fiscais frouxas e inflação acima da meta. Esse quadro deveria refletir-se numa curva de juros bem inclinada.



Por outro lado, a sinalização mais clara do candidato da oposição, no que diz respeito à política econômica, gerava a expectativa de medidas de ajuste mais rígidas no curto prazo. Esse cenário era bem recebido pelo mercado. Portanto, deveria refletir-se em aplainamento da curva de juros (ou sua inversão).



Um teste interessante sobre essa teoria poderia ser construído a partir da evolução da curva de juros na medida em que se alteravam as expectativas em relação à eleição

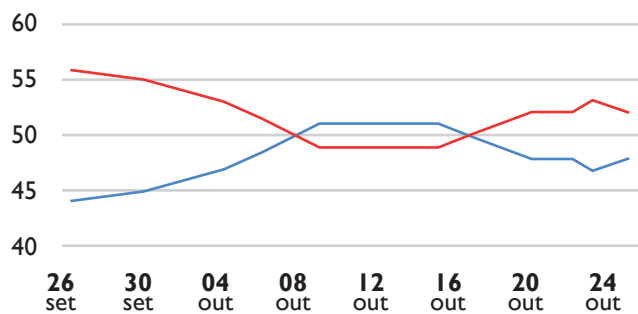


CRÉDITO

presidencial ao longo dos meses de setembro e outubro. Obviamente que esse não é o único fator a influenciar a questão. Mas é possível inferir que tratava-se, talvez, da variável mais representativa a influenciar os agentes, ainda mais nessa curta janela de observação.

Pois bem, o gráfico abaixo demonstra a evolução dos candidatos Aécio Neves e Dilma Rousseff nas pesquisas eleitorais:

PESQUISA ELEITORAL PRESIDENCIAL 2014
VOTOS VÁLIDOS (%)



	26 set	30 set	02 out	04 out	09 out	15 out	20 out	22 out	23 out	25 out
Dilma	56	55	54	53	49	49	52	52	53	52
Aécio	44	45	46	47	51	51	48	48	47	48

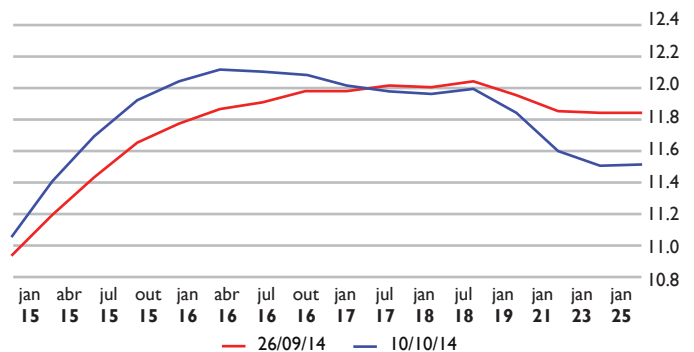
Fonte: Pesquisa Datafolha / TV Globo e Folha de S.Paulo.

Nota-se que, nas pesquisas realizadas entre o dia 26 de setembro e 9 de outubro, Dilma vinha numa trajetória de queda, culminando com a inversão da preferência nacional na pesquisa do dia 09 de outubro. Tendência essa que se manteve no dia 15, até que

voltou a inverter-se, com Dilma liderando, a partir de 20 de outubro.

Agora vejamos o que acontecia com a curva de juros entre algumas dessas datas-chave. Primeiramente, entre 26 de setembro (em vermelho) e 10 de outubro (em azul), período no qual Dilma perdeu a liderança nas pesquisas (dia 10 é o primeiro imediatamente após a pesquisa que coloca Aécio na liderança). Com a ascensão de Aécio Neves, nota-se uma clara inversão na curva de juros, refletindo o consenso de que ajustes econômicos de curto prazo serão efetuados (resgate do tripé macroeconômico com ajuste fiscal, bem como independência ao BC para defesa da moeda e busca da real meta de inflação). Os agentes também parecem crer que as medidas que um governo Aécio implementaria teriam o efeito de debelar a inflação no futuro, o que permitiria juros menores a longo prazo.

PRÉ

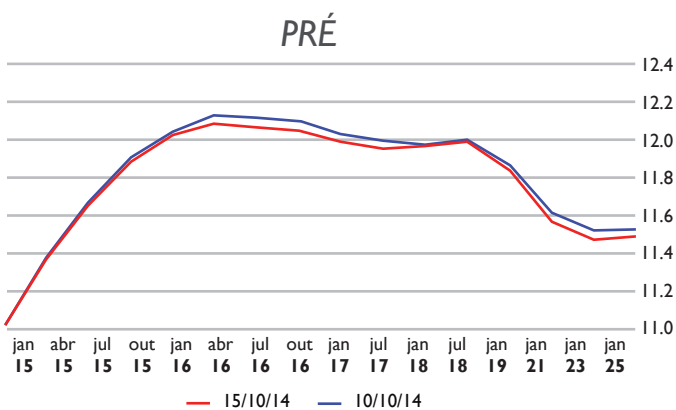


Fonte: Dotstock.com.br

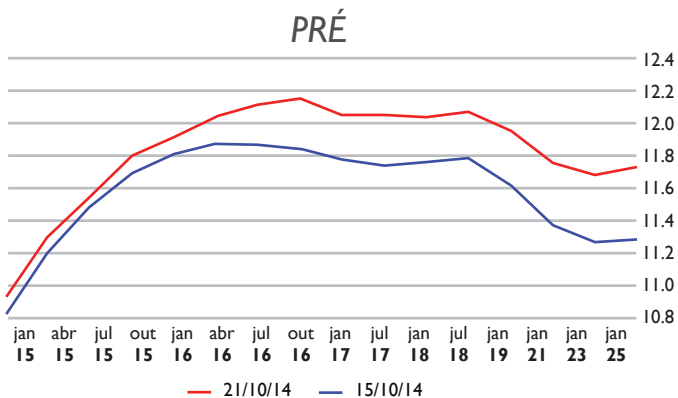


CRÉDITO

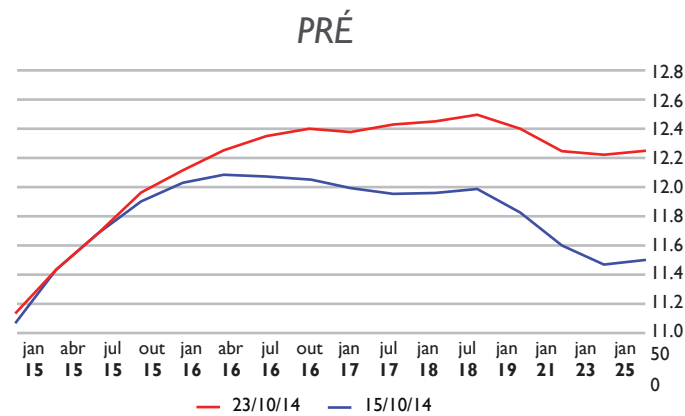
Enquanto Aécio se consolidava na liderança das pesquisas, a curva de juros ficava cada vez mais aplainada, como podemos perceber entre os dias 10 e 15 de outubro, sendo essa a última vez em que Aécio apareceu na liderança na pesquisa Datafolha



Em 20 de outubro, sai nova pesquisa apresentando a reversão da tendência com Dilma na dianteira. Imediatamente, a curva de juros reage como podemos verificar no dia subsequente (21) quando os juros sobem ao longo de todos os prazos e a mesma volta a “empinar” para refletir a deterioração das expectativas.



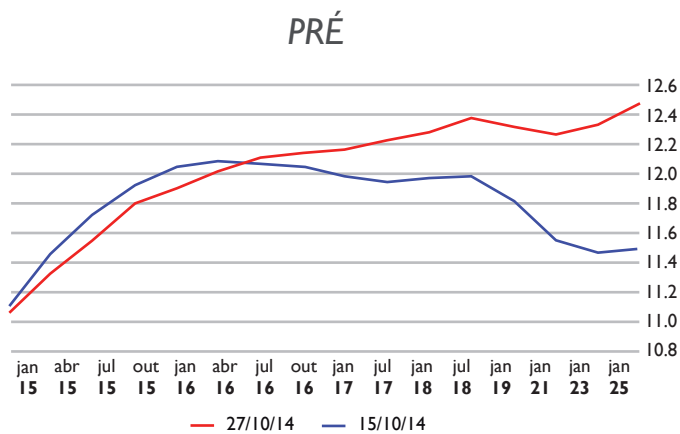
A tendência se consolida na medida em que Dilma se firma na liderança. O dia 23 é particularmente emblemático, uma vez que, desde cedo, e ao longo do pregão, circulam no mercado fortes boatos de que a pesquisa IBOPE traria Dilma à frente e fora da margem de erro. O que se confirma a tarde, quando também sai a pesquisa Datafolha apontando ampliação da vantagem da candidata da situação. A inclinação da curva se acentua, com as taxas subindo em especial na ponta de longo prazo.



Finalmente, no dia seguinte à eleição, o movimento se consolida, e a ponta de curto prazo da curva de juros parece indicar uma descrença dos agentes de que o governo subiria a taxa SELIC no mesmo ritmo que um possível governo Aécio o faria, com a consequente penalidade no longo prazo.



CRÉDITO



Fonte: Dotstock.com.br

Esse último gráfico, comparando o derradeiro momento em que Aécio liderava pela pesquisa Datafolha (versus a data subsequente ao resultado das eleições), reflete bem o que pensávamos que ocorreria no mercado de juros com um ou outro eleito.

Nota-se que são expectativas um tanto antagônicas, que apresentam as claras diferenças nos programas de cada candidato.

Pensamos, todavia, que a “curva Dilma” reflete em grande medida uma desconfiança do mercado não só por conta do histórico dos últimos anos, mas também por conta da falta de clareza em relação ao que virá pela frente. A divulgação dos nomes que compõem a equipe econômica no segundo mandato e os sinais claros sobre qual será a postura fiscal e de combate à inflação podem rapidamente alterar todo o quadro retratado nesses gráficos. Só nos resta esperar para ver.



Em outubro, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -1,5%. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 455,5%, ou 219,4% do benchmark, IGP-M + 6%. O Rio Bravo Fundamental Institucional FIA teve uma performance de -1,5%. Desde seu início, em abril de 2010, o fundo acumula uma rentabilidade de 14,5%, contra -23,2% do benchmark, Ibovespa.

IGUATEMI

Em 2014, o Rio Bravo Fundamental FIA acumula performance de -4,36%, enquanto o Ibovespa registra 6,06%. No ano, as ações do Iguatemi sobem 14,31%.

Iniciamos nosso investimento em Iguatemi há pouco menos de um ano. Trata-se de um grupo empresarial amplamente reconhecido pelo padrão dos seus shopping centers. São treze empreendimentos concentrados especialmente no estado de São Paulo e na Região Sul, cada um adaptado às peculiaridades de suas regiões, mas compartilhando o foco em um nível de qualidade diferenciado, mix de lojas, experiência para o cliente e inovação.

Entendemos que esta estratégia, somada à força de sua marca, confere ao Iguatemi uma posição competitivamente muito vantajosa. Isso se manifesta na atração de tráfego, na conquista de lojistas inovadores (players inter-

nacionais e de alto luxo aí incluídos), na diferenciação em relação à concorrência etc. Tais atributos devem permitir ao Iguatemi navegar melhor nos tempos mais difíceis à frente, com provável estagnação econômica e inflação.

Essas ações eram usualmente caras, mas em 2013 foram punidas por alguns fatores. Um deles, a desaceleração do consumo. Outro, a cautela do mercado diante dos greenfields, particularmente o Iguatemi Ribeirão Preto, inaugurado em novembro de 2013. Apesar do porte e da força econômica desta cidade, já existe por lá um shopping bem estabelecido há 30 anos, o Ribeirão Shopping, do respeitável grupo Multiplan. Vale dizer que compartilhamos desta preocupação, entendendo que o Iguatemi-RP demorará bastante a rentabilizar seu capital investido, porém isso sozinho não compromete de forma alguma a solidez desta tese de investimento.



RENDA VARIÁVEL

Todos os outros shoppings recém-inaugurados mostram ótima performance. O caso mais notável é o JK Iguatemi. Foram investidos menos de R\$ 400 milhões neste empreendimento inaugurado em 2012. Há oito meses, em uma transação entre sócios, a avaliação já superou R\$ 1,27 bilhão.

O Iguatemi vem entregando sólido desempenho ano após ano. Suas receitas e EBITDA têm crescido consistentemente a taxas de dois dígitos, superando os guidances fornecidos. De 2006, quando a empresa abriu seu capital, até hoje, o lucro por ação cresceu de R\$ 0,35 para R\$ 1,13. Entretanto, a ação subiu apenas 70% no período. Portanto, o múltiplo de lucro se comprimiu significativamente.

É um negócio de elevada geração de caixa. Com margem EBITDA acima de 70% e pouca

necessidade de investimento em manutenção e/ou giro, trata-se de um balanço sólido e que se desalavanca muito rapidamente. Gostamos da capacidade do time executivo em empregar bem este capital gerado. Para os próximos anos, esperamos investimentos focados nas expansões de área e na compra de participações de sócios nos shoppings existentes. Em ambos os casos, há altíssima segurança e conhecimento dos números e perspectivas.

O Iguatemi negocia hoje a cerca de 18x e 15x os lucros que estimamos para 2014 e 2015, respectivamente. Não contamos com crescimento econômico, apenas com a maturação dos shoppings da base e na resiliência de seus aluguéis/ocupação. Entendemos que este é um preço atrativo diante da solidez da tese e, naturalmente, se as condições econômicas nos surpreenderem positivamente, veríamos múltiplos de lucro bastante baixos.



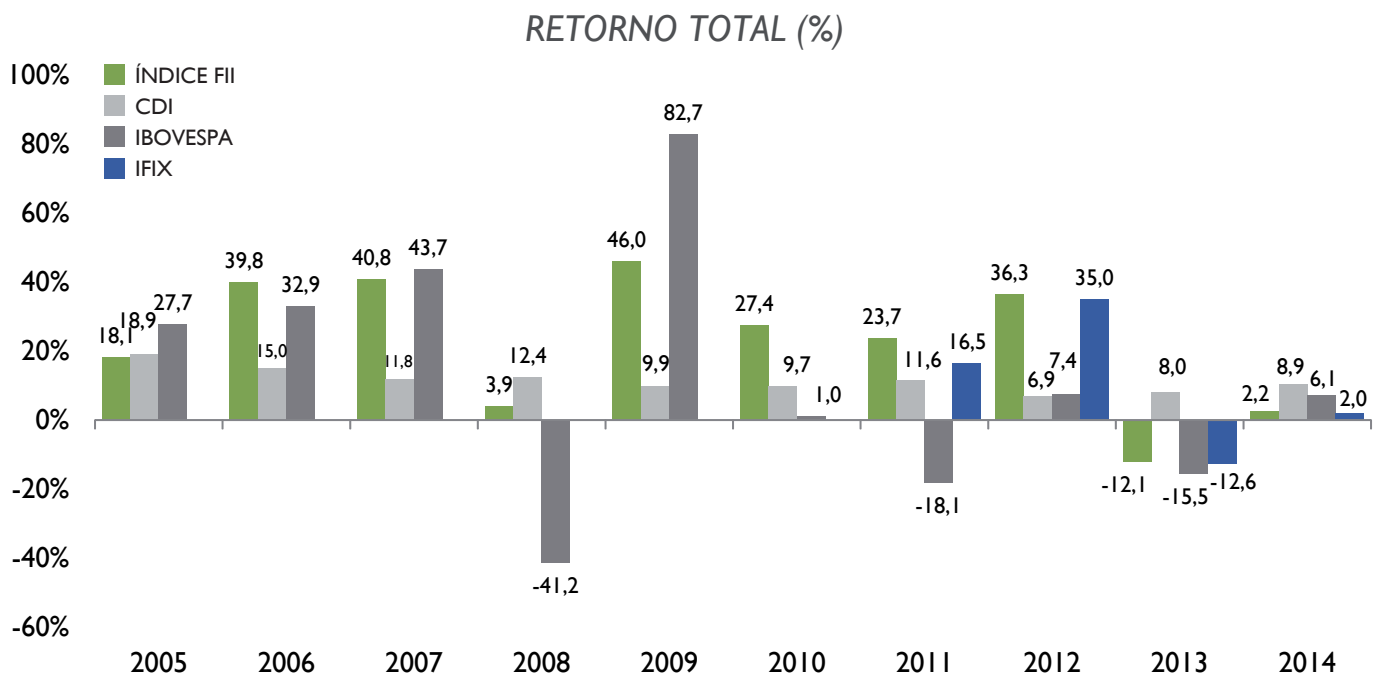
Índice FII

O índice de FII, elaborado pela Rio Bravo, apresenta em 2014 um retorno acumulado de 2,2% enquanto o IFIX, elaborado pela BM&FBovespa, de 2%. Esse retorno compreende tanto os rendimentos pagos aos cotistas quanto a variação de preço da cota.

Para aquele investidor que iniciou suas aplicações em FIs em 2005, o ganho em relação ao Ibovespa e CDI ainda é evidente. Em termos anuais, o índice Rio Bravo dos FIs acumula 21,5% a.a. contra 7,8% a.a. do Ibovespa e 11,5% a.a. do CDI.

No primeiro gráfico abaixo, é possível verificar desde o início de 2005 até outubro de 2014, o comparativo do retorno total entre CDI, Ibovespa, índice FII – conforme elaborado pela Rio Bravo e IFIX. Já no segundo gráfico, nota-se a variação mensal do IFIX em 2014.

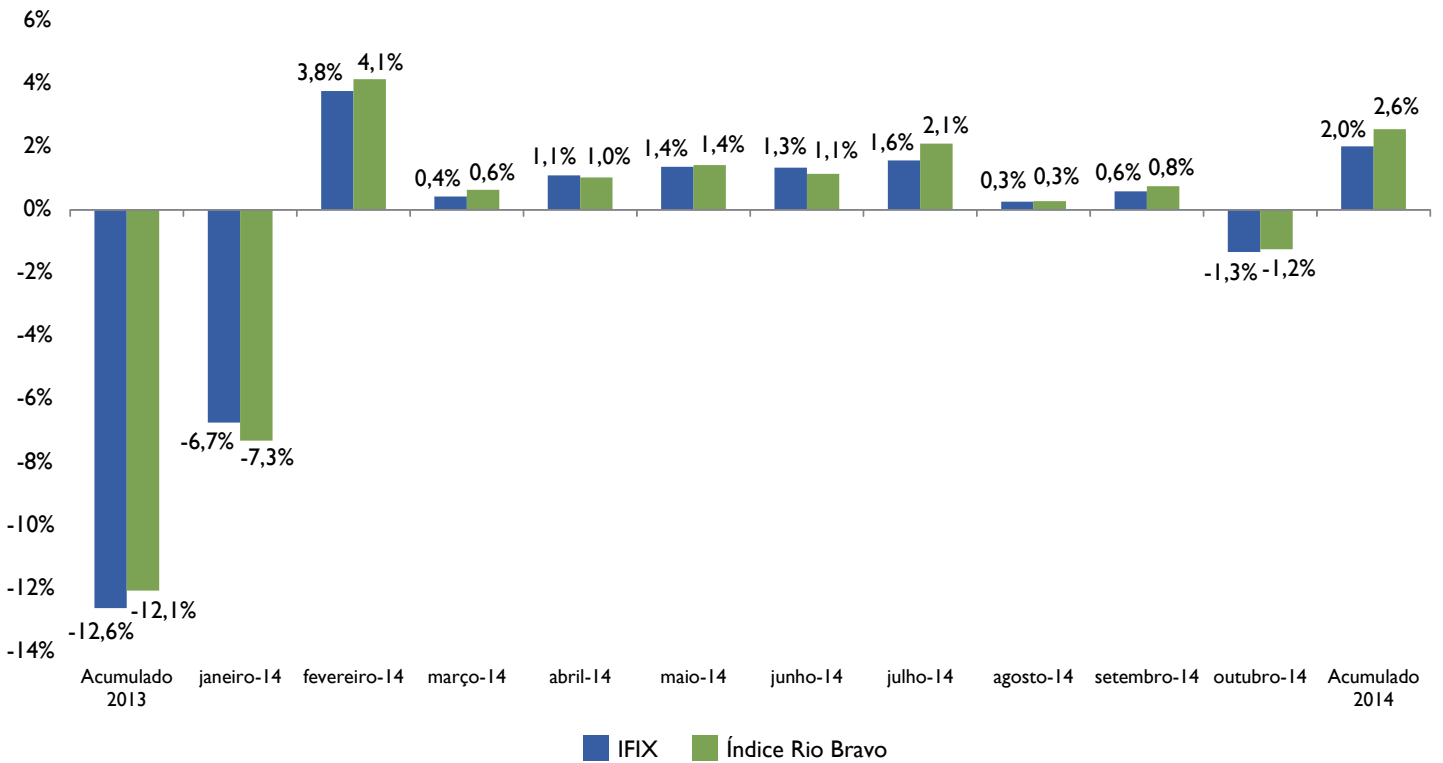
As cotas dos fundos do IFIX voltaram a ter maior volatilidade durante o mês de outubro, possivelmente devido às eleições e à economia cada vez mais estagnada. Conseqüentemente, as cotas dos Fundos sofreram uma pequena queda após oito meses consecutivos de recuperação.





INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

IFIX (%)



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

As tabelas a seguir demonstram o Retorno Total em 2014, considerando variação da cota e rendimentos distribuídos, e o Dividend Yield,

calculado através do último rendimento distribuído anualizado em função do preço da cota de encerramento do período dos Fundos

Retorno Total em 2014

Ranking	FII	Retorno total
1	MAIS SHOPPING LARGO 13 FII - MSHPI I	53,3%
2	BB RENDA CORPORATIVA FII - BBRCI I	21,0%
3	MAX RETAIL FII - MAXRI I B	20,5%
4	EDIFICIO GALERIA FII - EDGAI I B	20,3%
5	RB CAPITAL PRIME REALTY I FII - RBPRI I	17,3%
6	FLORIPA SHOPPING FII - FLRPI I B	16,3%
7	HOSPITAL NOSSA SENHORA DE LOURDES FII - NSLUI I E	15,7%
8	RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA FII - FCCI I	14,6%
9	EUROPAR FII - EURO I I	14,0%
10	ANHANGUERA EDUCACIONAL FII - FAEDI I B	13,9%
11	CSHG BRASIL SHOPPING FII - HGBSI I	13,7%
12	RIO NEGRO FII - RNGOI I	13,6%
13	AGENCIAS CAIXA FII - AGCXI I	12,9%
14	RB CAPITAL RENDA II FII - RBRDI I	12,6%
15	BB PROGRESSIVO II FII - BBPOI I	10,2%
16	CSHG LOGISTICA FII - HGLGI I	10,1%
17	THE ONE FII - ONEFI I	8,9%
18	SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS FII - SHPHI I	8,6%
19	JS REAL ESTATE MULTIGESTAO FII - JSREI I	8,6%
20	CAMPUS FARIA LIMA FII - FCFLI I B	8,2%
21	KINEA RENDIMENTOS IMOBILIARIOS FII - KNCRI I	6,0%
22	TORRE NORTE FII - TRNTI I B	5,6%
23	CSHG JHSF PRIME OFFICES FII - HGJHI I	5,1%
24	FATOR VERITA FII - VRTAI I	4,7%
25	CSHG REAL ESTATE FII - HGREI I	4,6%
26	EDIFICIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB I B	4,5%
27	AESAPAR FII - AEFII I	4,5%
28	MERCANTIL DO BRASIL FII - MBRFI I	4,5%
29	SANTANDER AGENCIAS FII - SAAGI I	4,4%
30	MAXI RENDA FII - MXRFI I	4,3%
31	TB OFFICE FII - TBOFI I	4,1%
32	SDI LOGISTICA RIO FII - SDILI I	3,2%
33	RIO BRAVO CREDITO IMOBILIARIO II FII - RBVOI I	3,0%
34	RB CAPITAL RENDA I FII - FIPI I B	2,6%
35	HOSPITAL DA CRIANÇA FII - HCRII I B	2,2%
36	INDUSTRIAL DO BRASIL FII - FIIBI I	2,1%
37	XP CORPORATE MACAE FII - XPCM I I	1,9%
38	BRASIL PLURAL ABSOLUTO FUNDO DE FUNDOS FII - BP	1,8%
39	CENESP FII - CNESI I B	1,5%
40	TRX EDIFICIOS CORPORATIVOS FII - XTEDI I	1,0%
41	PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER FII - PQDPI I	0,9%
42	KINEA RENDA IMOBILIARIA FII - KNRII I	0,5%
43	CSHG RECEBIVEIS IMOBILIARIOS FII - HGCR I I	0,3%
44	TRX REALTY LOGISTICA RENDA I FII - TRXLI I	-0,2%
45	VILA OLIMPIA CORPORATE FII - VLOLI I	-1,6%
46	SHOPPING WEST PLAZA FII - WPLZI I B	-1,8%
47	SP DOWNTOWN FII - SPTWI I	-2,3%
48	BB VOTORANTIM JHSF CIDADE JARDIM CONTINENTAL	-2,5%
49	CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA FII - FLMAI I	-3,2%
50	PROJETO AGUA BRANCA FII - FPABI I	-3,6%
51	TORRE ALMIRANTE FII - ALMI I B	-4,3%
52	VBI FL 4440 FII - FVBI I B	-5,2%
53	RENDA DE ESCRITORIOS FII - RDESI I	-5,3%
54	CYRELA THERA CORPORATE FII - THRAI I B	-7,9%
55	BM BRASCAN LAJES CORPORATIVAS FII - BMLCI I B	-8,3%
56	SHOPPING JARDIM SUL FII - JRDMI I B	-8,3%
57	BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND FII - BRCRI I	-8,4%
58	XP GAIA LOTE I FII - XPGA I I	-9,1%
59	PRESIDENTE VARGAS FII - PRSVI I	-9,1%
60	GENERAL SHOPPING ATIVO E RENDA FII - FIGSI I	-9,6%
61	BTG PACTUAL FUNDO DE CRI FII - FECCI I B	-10,3%
62	RB CAPITAL GENERAL SHOPPING SULACAP FII - RBGSI I	-11,9%
63	BB PROGRESSIVO FII - BBFI I B	-12,6%
64	BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS FII - BCFFI I B	-20,1%
65	HOTEL MAXINVEST FII - HTMXI I B	-20,1%
66	CEO CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES FII - CEOCI I B	-21,2%

Dividend Yield

Ranking	FII	Retorno total
1	RB CAPITAL RENDA II FII - RBRDI I	47,2%
2	HOTEL MAXINVEST FII - HTMXI I B	22,1%
3	CEO CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES FII - CEOCI I B	16,5%
4	RB CAPITAL GENERAL SHOPPING SULACAP FII - RBGSI I	14,6%
5	CYRELA THERA CORPORATE FII - THRAI I B	14,2%
6	BM BRASCAN LAJES CORPORATIVAS FII - BMLCI I B	13,7%
7	PRESIDENTE VARGAS FII - PRSVI I	13,7%
8	JS REAL ESTATE MULTIGESTAO FII - JSREI I	13,1%
9	SP DOWNTOWN FII - SPTWI I	12,8%
10	BB PROGRESSIVO FII - BBFI I B	12,5%
11	GENERAL SHOPPING ATIVO E RENDA FII - FIGSI I	12,2%
12	SHOPPING JARDIM SUL FII - JRDMI I B	11,7%
13	MERCANTIL DO BRASIL FII - MBRFI I	11,3%
14	TRX EDIFICIOS CORPORATIVOS FII - XTEDI I	11,3%
15	KINEA RENDIMENTOS IMOBILIARIOS FII - KNCRI I	11,3%
16	FATOR VERITA FII - VRTAI I	11,3%
17	RIO NEGRO FII - RNGOI I	11,3%
18	HOSPITAL DA CRIANÇA FII - HCRII I B	11,2%
19	BRASIL PLURAL ABSOLUTO FUNDO DE FUNDOS FII - BPFFI I	11,1%
20	HOSPITAL NOSSA SENHORA DE LOURDES FII - NSLUI I B	11,0%
21	XP CORPORATE MACAE FII - XPCM I I	10,9%
22	CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA FII - FLMAI I	10,8%
23	EDIFICIO GALERIA FII - EDGAI I B	10,7%
24	BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND FII - BRCRI I	10,7%
25	ANHANGUERA EDUCACIONAL FII - FAEDI I B	10,6%
26	SDI LOGISTICA RIO FII - SDILI I	10,5%
27	TORRE ALMIRANTE FII - ALMI I B	10,5%
28	TRX REALTY LOGISTICA RENDA I FII - TRXLI I	10,5%
29	MAXI RENDA FII - MXRFI I	10,3%
30	CSHG JHSF PRIME OFFICES FII - HGJHI I	10,3%
31	CSHG RECEBIVEIS IMOBILIARIOS FII - HGCR I I	10,2%
32	CSHG REAL ESTATE FII - HGREI I	10,2%
33	AESAPAR FII - AEFII I	10,1%
34	PROJETO AGUA BRANCA FII - FPABI I	10,0%
35	CSHG BRASIL SHOPPING FII - HGBSI I	9,8%
36	CSHG LOGISTICA FII - HGLGI I	9,7%
37	SANTANDER AGENCIAS FII - SAAGI I	9,7%
38	RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA FII - FCCI I	9,6%
39	CAMPUS FARIA LIMA FII - FCFLI I B	9,5%
40	CENESP FII - CNESI I B	9,5%
41	KINEA RENDA IMOBILIARIA FII - KNRII I	9,4%
42	THE ONE FII - ONEFI I	9,2%
43	RB CAPITAL RENDA I FII - FIPI I B	9,2%
44	XP GAIA LOTE I FII - XPGA I I	9,2%
45	VBI FL 4440 FII - FVBI I B	9,1%
46	BB PROGRESSIVO II FII - BBPOI I	8,9%
47	AGENCIAS CAIXA FII - AGCXI I	8,8%
48	INDUSTRIAL DO BRASIL FII - FIIBI I	8,7%
49	EUROPAR FII - EURO I I	8,6%
50	RENDA DE ESCRITORIOS FII - RDESI I	8,6%
51	EDIFICIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB I B	8,6%
52	PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER FII - PQDPI I	8,5%
53	TORRE NORTE FII - TRNTI I B	8,1%
54	MAIS SHOPPING LARGO 13 FII - MSHPI I	7,7%
55	BTG PACTUAL FUNDO DE CRI FII - FECCI I B	7,0%
56	RIO BRAVO CREDITO IMOBILIARIO II FII - RBVOI I	7,0%
57	BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS FII - BCFFI I B	6,8%
58	TB OFFICE FII - TBOFI I	6,8%
59	SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS FII - SHPHI I	6,4%
60	BB VOTORANTIM JHSF CIDADE JARDIM CONTINENTAL TOWER FII - BBVJI I	6,1%
61	FLORIPA SHOPPING FII - FLRPI I B	5,8%
62	MAX RETAIL FII - MAXRI I B	4,9%
63	BB RENDA CORPORATIVA FII - BBRCI I	2,6%
64	VILA OLIMPIA CORPORATE FII - VLOLI I	1,6%
65	RB CAPITAL PRIME REALTY I FII - RBPRI I	0,0%
66	SHOPPING WEST PLAZA FII - WPLZI I B	0,0%

FII's Administrados/Gestão **RIO BRAVO**

FII's Administrados/Gestão **RIO BRAVO**



E assim terminamos o texto do mês anterior: “No Brasil, navegamos com as eleições. Simples assim. Outubro promete alta volatilidade e posições defensivas de diversos fundos e investidores estrangeiros. Nociva é a indefinição de que mundo teremos pelos próximos quatro anos. Seja ele qual for, que venha rapidamente.”

O cenário internacional permitiu que focássemos nessa definição política, e consequentemente econômica, para o futuro próximo do País. Depois de uma campanha de fortes acusações, em que os mercados oscilavam com os números pouco confiáveis das pesquisas eleitorais, a vitória da atual presidente parece ter sido corretamente, se não momentaneamente, precificada nas diversas classes de ativos.

Depois do mais forte movimento de apreciação desde o começo dos anos 1970, o dólar norte-americano passou de duas semanas de realizações para, nos últimos dias do mês de outubro, voltar a subir em relação às diversas moedas. O baixo desemprego e o forte crescimento observado no terceiro trimestre do ano ajudam moeda e bolsas nos EUA. Sob controle, a inflação não assusta e assim os diversos agentes precificam o início do movimento de alta de taxas de juros de curto prazo para o terceiro trimestre de 2015.

O fim do quantitative easing, programa de compra de ativos que injetou liquidez sistema,

já era esperado. Os bancos centrais da Europa, Reino Unido e Japão continuam seus próprios programas de estímulos, mantendo a tendência e dando suporte aos diversos mercados internacionais.

Preocupação ainda existe na Rússia, onde a moeda fora de controle e a recessão exigem das autoridades medidas emergenciais, como foi a decisão de aumento das taxas de juros no fim do mês de 8,00% para respeitáveis 9,50%. Resultado de negociações que permitam exportadores a escoar suas produções em meio às sanções internacionais e o baixo preço do petróleo continuam a preocupar em uma economia combalida.

Como indicado inicialmente, os mercados domésticos se comportaram com imensa volatilidade até o segundo turno das eleições, mas, enquanto se esperava mais do mesmo após o resultado final, a última semana de outubro nos entregou surpreendente civilidade. Como se a indefinição fosse realmente mais nociva do que o próprio resultado. O Ibovespa



MULTI-ASSETS & PORTFÓLIOS

encerra o mês em níveis muito próximos ao fechamento de setembro. O Real valoriza ligeiramente no período, fato importante pelo fortalecimento do dólar. A surpresa veio de onde não se esperava. A curva de juros subiu, o que indicaria riscos e incertezas maiores em um segundo mandato, mas teve mão do Banco Central ao elevar os juros 25bps durante a reunião do COPOM, mostrando uma preocupação com os níveis de inflação e atuação pouco característica.

A curva termina 40bps acima de onde iniciou o

mês, mas os diversos agentes de mercado respiram mais aliviados, esperando as definições para ministério da fazenda e banco central que certamente indicarão os rumos da economia neste segundo mandato.

Neste cenário de volatilidade, em que o Ibovespa encerra o mês com rentabilidade próxima ao CDI (+0,94%), o destaque fica para o Rio Bravo Juros, que retomou aos investidores 1,22% e o Rio Bravo Mercados Emergentes, que conta com componente cambial de proteção, e assim no período rendeu 2,21%.

PERFORMANCE (%)

ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

	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 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
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	1,01	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	2,21	0,83	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	1,10	0,94	5,01	-0,09	-3,38	1,13	2,95
junho-14	0,83	0,78	0,95	1,76	1,88	1,52	1,05	0,74	3,43	-0,90	1,07	0,95	0,82	3,76	-0,25	2,75	0,06	-1,63
maio-14	0,98	0,82	2,20	-0,20	0,01	0,42	1,00	2,00	2,67	2,73	1,79	1,50	0,86	-0,75	0,40	1,06	4,27	0,13
abril-14	0,90	0,78	1,27	3,27	2,98	2,42	0,80	1,34	1,79	-0,73	2,09	1,04	0,81	2,40	1,30	-0,97	2,42	-1,19
março-14	0,76	0,73	0,28	2,70	2,66	1,66	0,36	0,68	3,25	-1,95	0,40	0,27	0,76	7,05	2,04	4,30	0,71	-3,02
fevereiro-14	0,92	0,75	2,24	-3,21	-2,95	-1,29	0,41	2,00	-0,26	-0,35	1,45	N/A	0,78	-1,14	0,85	-1,00	4,44	-3,83
janeiro-14	0,74	0,80	-0,16	-7,41	-6,75	-5,03	-0,67	-0,47	-8,82	1,37	-3,96	N/A	0,84	-7,51	1,00	-8,48	-2,55	3,57
dezembro-13	0,79	0,75	0,87	-2,19	-1,79	-1,66	0,72	0,97	-1,65	N/A	-0,74	N/A	0,78	-1,86	1,07	-1,73	1,31	0,76
novembro-13	0,59	0,68	-0,84	-1,52	-1,05	-6,66	0,71	-2,30	-0,14	N/A	-0,33	N/A	0,71	-3,27	0,78	-0,97	-3,59	5,55
Ano	9,24	8,44	11,95	-4,36	-3,28	-1,45	6,26	10,27	-0,68	9,05	3,36	N/A	8,85	6,06	7,17	-9,93	14,32	4,34
12 meses	10,76	9,99	11,98	-7,88	-6,01	-2,22	7,79	8,78	-2,45	10,01	2,26	N/A	10,47	0,69	9,16	-12,34	11,66	10,97
24 meses	19,02	17,93	N/A	3,21	2,03	N/A	13,72	9,26	-3,78	N/A	N/A	N/A	18,89	-4,27	21,76	-19,14	N/A	20,27
36 meses	30,39	28,01	N/A	22,49	21,22	N/A	27,96	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	29,77	-6,36	38,84	N/A	N/A	44,76
48 meses	46,19	42,16	N/A	5,39	N/A	N/A	41,38	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	44,77	-22,70	57,44	N/A	N/A	43,66
60 meses	60,33	54,70	N/A	28,79	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	58,32	-11,24	81,69	N/A	N/A	40,15
Desde o início	83,13	87,23	9,57	455,51	14,52	10,23	73,56	9,26	4,14	10,01	2,03	8,11						
PL médio * (R\$Mil)	155.020,03	37.434,33	10.281,76	178.564,21	80.014,22	48.292,54	18.694,94	26.608,34	9.206,04	13.070,88	6.210,96	6.532,22						
PL Atual (R\$Mil)	172.685,60	26.430,26	11.929,45	76.932,78	97.185,56	70.391,72	18.206,06	15.901,16	7.723,60	20.405,48	13.609,48	13.985,89						
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

José Alberto Diniz

Diretor
Investimentos Imobiliários
jose.diniz@riobravo.com.br

Sílvio Junqueira Filho

Responsável
Infraestrutura
silvio.junqueira@riobravo.com.br

João Alberto Domenici, CFA, CFP®

Diretor
Multi-Assets & Portfólios
joao.domenici@riobravo.com.br

Miguel Russo Neto

Diretor de Operações
miguel.russo@riobravo.com.br

Fabio Cardoso

Editor de Conteúdo

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Scheila Lofrano

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

Daniel Pettine G. Santos

11-3509-6679
daniel.santos@riobravo.com.br

Rafael Conrado

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

Barbara Farhat

11-3509-6646
barbara.farhat@riobravo.com.br

Victor Gabriel Vieira Cabral

11-3509-6639
victor.cabral@riobravo.com.br

PERSONAL ADVISORY

Felipe Vaz Guimarães

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

Julio Ortiz Neto

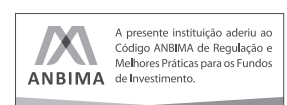
Diretor
11-3509-6618
julio.ortiz@riobravo.com.br

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.