

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

## 7 UM DIA DE CADA VEZ

JANEIRO 2015

Jamais uma aleivosia se voltou de forma tão devastadora a seus perpetradores quanto o conceito de “herança maldita”. Em 2002, como se sabe, o recém-eleito presidente Lula não teve maiores dificuldades com o contorcionismo necessário para abandonar os ideais históricos do PT e adotar políticas macroeconômicas ditas neoliberais sob a direção do ministro Antonio Palocci, com

imenso sucesso. Durante o mês de janeiro último, o assunto dominante entre analistas foi justamente a atuação de Joaquim Levy ao implementar uma estratégia assemelhada à que deu início ao ciclo de prosperidade que consagrou Lula, a despeito dos “malfeitos” ligados ao mensalão.

Poderá o ministro Levy repetir o feito de Palocci? →



## UM DIA DE CADA VEZ

→ A desenvoltura de suas medidas fiscais, inclusive elevando impostos, preços públicos e alterando regras pertinentes a abonos salariais e seguro desemprego, áreas politicamente sensíveis, surpreendeu a muitos analistas, sobretudo políticos, curiosos sobre o modo como o Palácio do Planalto receberia as novidades, ou mesmo se as apoiava de verdade. Os mercados aplaudiram com entusiasmo essas primeiras ações do novo ministro, que produziram medidas que podem incrementar o resultado primário em cerca de R\$ 40 bilhões, um bom pedaço das metas estabelecidas para 2015. Nada mal para um cartão de visitas do novo ministro, apresentado antes mesmo de janeiro terminar.

Para a surpresa de muitos, as reações do Palácio do Planalto limitaram-se a retificar declarações do novo ministro em detalhes absolutamente tolos e, mais importante, ao indicar que pode haver algum recuo nas alterações no seguro desemprego mercê de pressões das centrais sindicais, algo natural e, provavelmente, dentro dos cálculos do ministro. O embate parlamentar será muito revelador sobre as possibilidades do governo em avançar com a agenda de austeridade, e já com os novos presidentes da Câmara e do Senado, Eduardo Cunha e Renan Calheiros, respectivamente, eleitos no primeiro dia de fevereiro.

A divulgação pelo Banco Central das contas do setor público consolidado para dezembro revelou um panorama nada menos do que trágico, um triste testamento para a desastrosa gestão da política fiscal nos últimos quatro anos.



*Os mercados aplaudiram com entusiasmo as primeiras ações do novo ministro, que produziram medidas que podem incrementar o resultado primário em cerca de R\$ 40 bilhões, um bom pedaço das metas estabelecidas para 2015.*

O déficit nominal acumulado no ano atingiu 6,7% do PIB, o maior desde o início da série em 2002. Também recorde desde 1996, o resultado primário do governo central foi negativo em 0,60% do PIB, o primeiro resultado negativo desde 1997. Estimativas para o resultado recorrente são ainda piores, na faixa de -1,2% do PIB.

A taxa de juros implícita da dívida (custo efetivo da dívida sobre valor do estoque) foi a maior desde 2001, em incríveis 19,3% em 12 meses. Ainda que o número seja afetado por fatores conjunturais como o resultado dos swaps cambiais, e também pelo aumento do crédito subsidiado, fica clara como nunca a enorme



## UM DIA DE CADA VEZ

dificuldade de sustentar os níveis de endividamento ora praticados. A dívida bruta voltou a subir além de 63% do PIB, crescendo 9 pontos percentuais do nível de 2010.

É o fim da linha para o “choque heterodoxo” perpetrado pelo ministro Mantega e sua equipe, que deixa como herança um resultado fiscal e um nível de endividamento claramente insustentáveis. Triste desempenho de um episódio de populismo fiscal tosco e primitivo, mesmo quando disfarçado de “keynesianismo” ou de “política anticíclica”.

“*É o fim da linha para o “choque heterodoxo” perpetrado pelo ministro Mantega e sua equipe, que deixa como herança um resultado fiscal e um nível de endividamento claramente insustentáveis.*”

As primeiras medidas anunciadas pela nova equipe econômica foram encorajadoras, e o superávit primário prometido pelo ministro Levy é de R\$ 66 bilhões (1,2% do PIB, um número modesto e habilmente estabelecido dentro da zona de conforto da atuação do Ministério da Fazenda sobretudo via contingenciamento do orçamento) parecia factível com essas medidas ao menos até as revelações

trazidas pelos resultados de dezembro. A meta exigirá um ajuste este ano de quase R\$ 100 bilhões e numa velocidade que impeça o rebaixamento da nota de risco soberano brasileiro pelas agências Fitch e Moody's, que ainda mantém o país dois degraus acima do grau de investimento.

Há sinais positivos no horizonte, sobretudo no fechamento dos juros longos e nas falas das autoridades sobre as elevações em preços públicos que pressionarão a inflação em 2015. Mas o curto prazo ainda está muito turvado pelos desdobramentos dos escândalos associados à Petrobras (que perdeu mais 18% de seu valor de mercado em janeiro) e pela prolongada estiagem, com seus efeitos na geração de energia e fornecimento de água. Índícios de um “acionamento branco” introduzem uma sombra sobre os números para o nível de atividade para 2015, e servem para lembrar que, relativamente a Antonio Palocci, Joaquim Levy enfrentará circunstâncias bem menos favoráveis.

A agonia da Petrobras atingiu mais um degrau impensável, com o rebaixamento da nota de crédito da empresa, ao mesmo tempo em que foi anunciado que as baixas contábeis poderiam alcançar R\$ 88 bilhões (e que não era tudo, segundo sua presidente) para uma companhia



## UM DIA DE CADA VEZ

cujo valor de mercado caiu abaixo de R\$ 130 bilhões. O Ibovespa perdeu pouco mais de 6% no mês, a despeito das ações do ministro Levy, quase universalmente aplaudidas, exceto pelos setores radicais do PT.

O mês de janeiro assinalou um expressivo crescimento do interesse de investidores estrangeiros no chamado “carry trade” (arbitragem de juros tirando vantagem das generosas taxas pagas pelo Tesouro brasileiro). É discernível o aumento de estrangeiros circulando pelo país, muitos com a mesma tese: os juros se elevaram, o risco diminuiu com a presença de Levy e a previsibilidade aumentou. Tudo isso diante de um cenário onde tinha havido considerável redução da exposição ao Brasil por parte de estrangeiros, na expectativa do desfecho da eleição e das definições da nova equipe econômica. A previsão de déficit em conta corrente ultrapassando 4% do PIB e o provável enfraquecimento do real não parecem assustar nem esses investidores de perfil mais oportunista quanto os associados ao investimento direto, que têm sido muito influenciados pela diferença de custo de capital entre o Brasil e o resto do mundo.

O anúncio que a Europa fará o seu programa

de afrouxamento quantitativo apenas reforçou essa tendência, que é flagrante sobretudo depois de as taxas para 10 anos nos EUA e na Inglaterra terem caído abaixo de 2%. O influxo de recursos pode evitar um enfraquecimento mais pronunciado do real, uma vez mais surpreendendo os que veem na taxa de câmbio um reflexo da conta corrente e não tanto da conta de capitais. A nova equipe tem sido cautelosa sobre o assunto, evitando comprometer-se com objetivos cambiais, ainda que tenha mantido o programa de swaps.



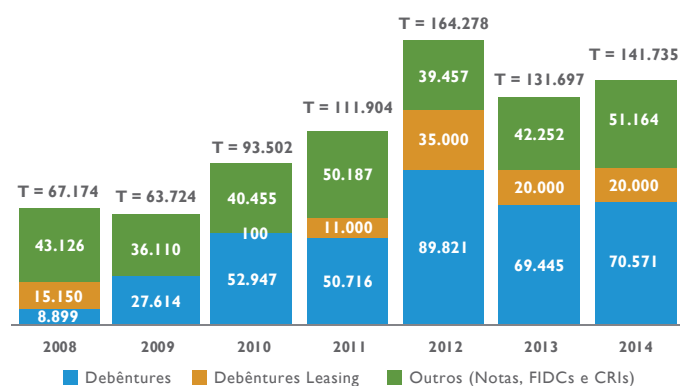
*Janeiro se encerra com “ganhos conceituais” importantes, pois é assim que a linguagem diplomática se refere a desfechos desfavoráveis mesmo quando as ações foram corretas*

Janeiro se encerra com “ganhos conceituais” importantes, pois é assim que a linguagem diplomática se refere a desfechos desfavoráveis mesmo quando as ações foram corretas. O novo ministro terá de viver um dia de cada vez, uma batalha depois da outra, por um bom tempo, antes de fazer claro que poderá replicar a mágica perpetrada pelo ministro Palocci.

Há alguns dias, a ANBIMA divulgou seu relatório de mercado de capitais com o balanço do segmento no ano de 2014. No campo da renda variável, o ano encerrou-se com apenas três operações (contra 25 em 2013), sendo apenas uma delas (Ourofino Saúde Animal) efetivamente uma oferta inicial de ações (contra oito ofertas iniciais em 2013).

No campo da renda fixa, o volume total de novas emissões domésticas atingiu R\$ 141,7 bilhões, com crescimento de 8% em relação a 2013.

Total de Ofertas Renda Fixa

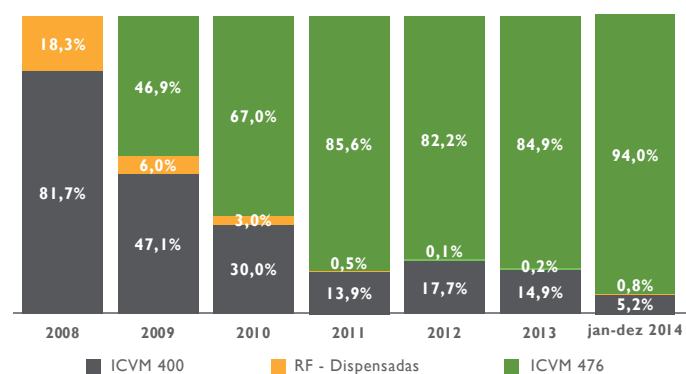


fonte: ANBIMA

No front internacional, as captações de renda fixa em 2014 atingiram R\$ 102 bilhões, ante R\$ 79,9 bilhões em 2013 (+ 28%). No consolidado, (captações domésticas mais captações externas), percebe-se um crescimento de 15% no volume captado.

Chama a atenção no relatório da ANBIMA a redução do número e volume de ofertas distribuídas ao público em geral, conforme pode-se perceber no gráfico abaixo. Isso significa que cada vez mais as novas ofertas são distribuídas com esforços restritos, acessíveis apenas a investidores qualificados e com aplicações superiores a R\$ 1 milhão. Mantida essa tendência, e com as novas regras recentemente aprovadas pela CVM, o público-alvo das ofertas de esforços restritos ficará ainda mais limitado a partir de julho de 2015 (quando começam a vigorar tais regras).

Ofertas de Renda Fixa por Modalidade de Distribuição Participação por Volume

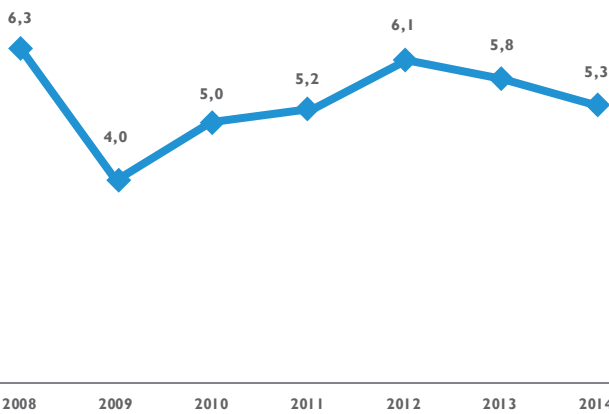


fonte: ANBIMA

Também chama a atenção a continuada redução dos prazos médios das emissões de debêntures (gráfico abaixo), além da evolução de 45% no volume de emissões de Notas Promissórias, que apresentam prazos tipicamente mais curtos que debêntures.

CRÉDITO

Prazos Médios - 1ª Repactuação

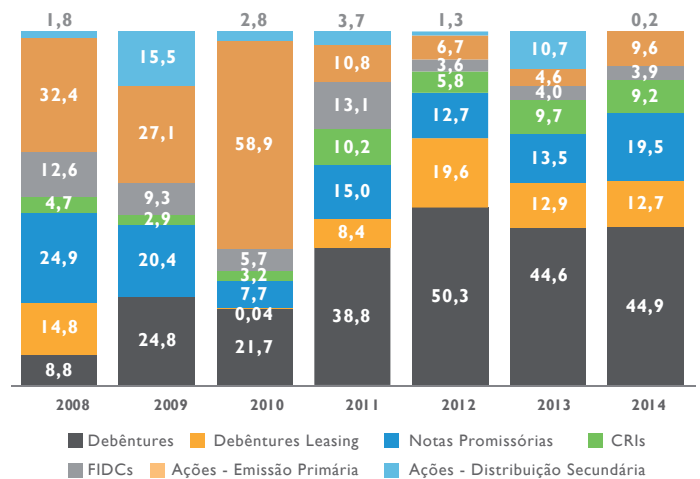


fonte: ANBIMA

No subsegmento dos papéis estruturados (CRIs, FIDCS), percebe-se retração de 2% no volume de emissões no ano e retração de 11% no número de ofertas.

Esses números refletem o ambiente de estagnação e baixo crescimento que o país viveu em 2014. Tudo indica que 2015 não deverá ser muito diferente.

Composição das Ofertas por Instrumento - Volume (%)



fonte: ANBIMA

Capital Markets<sup>1</sup> - Domestic

| Offerings           | 2014 (jan to dec) |            | 2013 (jan to dec) |            |
|---------------------|-------------------|------------|-------------------|------------|
|                     | BRL min           | Nº         | BRL min           | Nº         |
| <b>Fixed Income</b> | <b>141.735</b>    | <b>563</b> | <b>131.697</b>    | <b>602</b> |
| Debentures*         | 70.571            | 255        | 69.445            | 272        |
| Debentures Leasing  | 20.000            | 1          | 20.000            | 1          |
| FIDCs               | 6.154             | 27         | 6.178             | 29         |
| Commercial Papers   | 30.514            | 167        | 21.057            | 172        |
| CRIs                | 14.497            | 113        | 15.017            | 128        |

fonte: ANBIMA



Em janeiro, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -4,8%. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 401,8%, ou 183,0% do benchmark, IGP-M + 6%. O Rio Bravo Fundamental Institucional FIA teve uma performance de -5,1%. Desde seu início, em abril de 2010, o fundo acumula uma rentabilidade de 3,5%, contra -34,0% do benchmark, Ibovespa.

## GUARARAPES

Nos últimos meses, investimos na Guararapes, mais conhecida por suas lojas de varejo, a Riachuelo. As ações da empresa caem quase 30% desde a máxima do ano passado. Com isso, hoje negociam a menos de dez vezes o lucro dos últimos 12 meses.

Diferente das demais empresas de varejo com capital aberto, a Guararapes possui modelo integrado de varejo, que não só conta com as lojas e a financeira, mas, também, com a produção de parte das peças vendidas. Entretanto, a empresa nem sempre se aproveitou desse posicionamento único.

Até meados dos anos 2000, a Guararapes atuava em duas operações separadas, a indústria de roupas e as lojas Riachuelo. Só na segunda metade da década é que a empresa passou a proceder com um modelo mais verticalizado, em que as fábricas abasteceriam

as lojas. Atualmente, 100% da produção da indústria é destinada às lojas Riachuelo.

A mudança no modo de atuação trouxe diversos bons resultados: ganhos consistentes de margem bruta – de menos de 48% em 2007 para 55% em 2013 – acompanhado de uma expansão que mais do que dobrou a área de vendas nesse mesmo período – de 93 lojas em 2007 para 257 lojas atualmente. No entanto, acreditamos que a companhia está só iniciando esse processo de migração para o modelo integrado.

Ainda na última década, o modelo de fast fashion se consolidou no mundo, principalmente pela pioneira Inditex, dona da Zara. O modelo consiste na quase constante adaptação dos produtos oferecidos aos gostos cada vez mais dinâmicos do consumidor. Além da velocidade, outro aspecto é marcante no fast fashion:



## RENDA VARIÁVEL

os baixos preços. Como se pode imaginar, um dos pilares dessa proposta é a velocidade de adaptação do fornecimento das peças. Com seu modelo integrado, a Guararapes tem um destaque no seguinte aspecto: a ligação da fábrica com as lojas permite uma rápida adaptação da produção com o que é vendido ao consumidor.

Com esta oportunidade em mãos, entre 2012 e 2013, a empresa acelerou o ritmo rumo ao fast fashion. A implementação de um sistema de reposição por SKU (unidade de produto) começou a ser realizada, chegando a aproximadamente metade de todas as peças vendidas. Esse tipo de sistema de reposição permite maior assertividade na reposição dos itens, direcionando para cada loja somente os produtos mais vendidos e não uma caixa de itens diversos, como era feito anteriormente. Os resultados primários dessa iniciativa são: (i) a melhora de margens pela menor necessidade de liquidações dos produtos não vendidos; e (ii) o aumento das vendas, com maior disponibilidade dos produtos certos. Os frutos dessa iniciativa apareceram e a companhia se sobressaiu ao mercado

por um período.

Fato é que existe um segundo pilar de extrema importância ao fast fashion: a logística. Com um sistema de reposição cada vez mais específico, o custo com a seleção de produtos no Centro de Distribuição (CD) tende a aumentar bastante. A companhia precisava, então, de um CD mais moderno e automatizado, que, depois de idas e vindas, está sendo construído. Entretanto, enquanto esse novo CD não estiver pronto, a migração para a reposição por SKU não pode ser finalizada.

A conclusão desse processo trará não só os benefícios primários como também a total integração do varejo com a indústria. Com esse nível de controle, a fábrica poderá produzir mais as peças mais vendidas e menos as de menor aderência, reduzindo significativamente o risco da coleção.

Em outras palavras, a implementação do sistema de reposição por SKU é apenas um dos passos para a consolidação do fast fashion na Guararapes. Apenas um começo para os possíveis resultados.





O IFIX, índice de Fundos de Investimentos Imobiliários da BM&F Bovespa, apresentou o retorno acumulado de 2,6% em janeiro. Esse retorno compreende tanto os rendimentos pagos aos cotistas quanto a variação do valor da cota no mercado secundário.

Apesar da alta de 50 bps na taxa Selic em 21 de janeiro de 2015, passando para 12,25% a.a., a variação positiva do IFIX em janeiro demonstra resiliência do valor das cotas dos Fundos que não sofreram impacto negativo. Esse fato corrobora a tese de que o valor das cotas dos FIs já está descontado em relação ao seu valor justo; e a rentabilidade proporcionada pela distribuição regular de rendimentos permanece num patamar atrativo em relação a outros ativos.

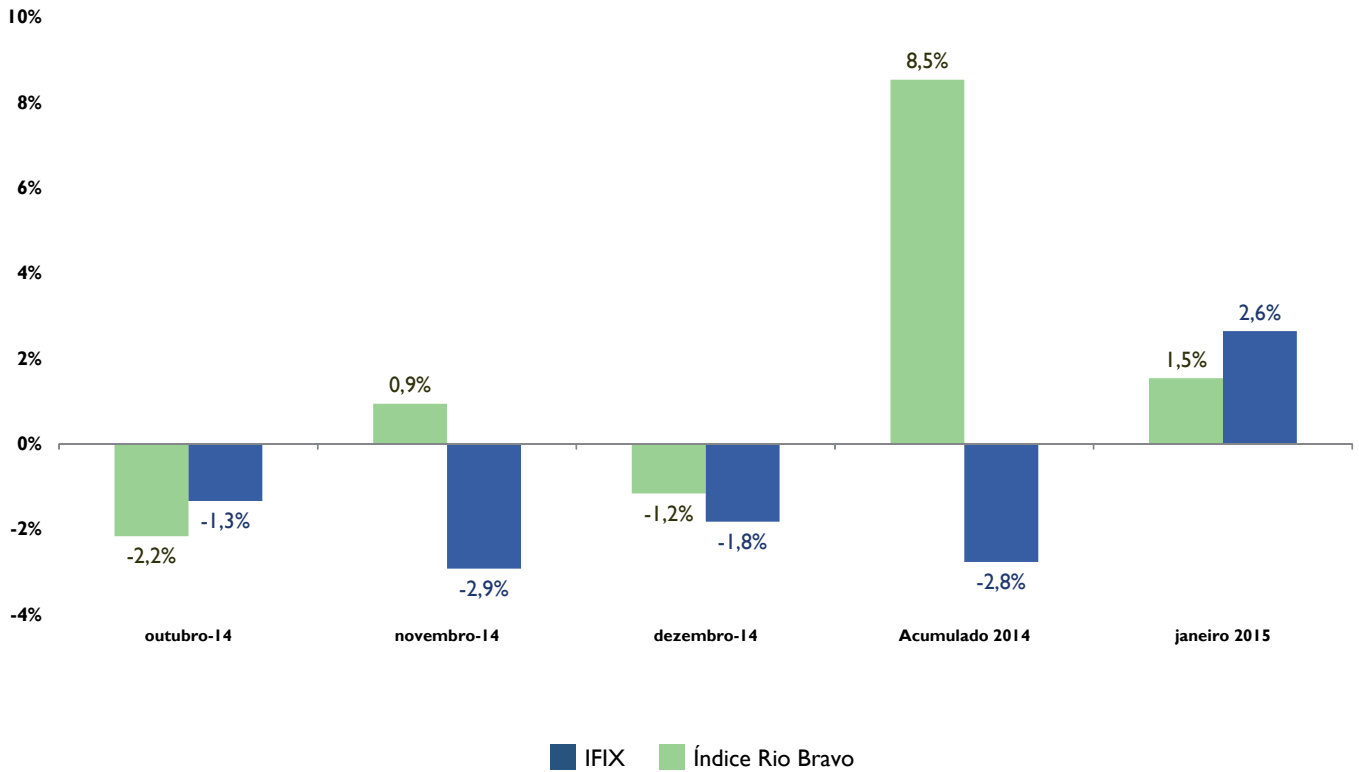
Dessa forma, entendemos que ainda existem ótimas oportunidades em aquisição de cotas de fundos imobiliários: O Dividend

Yield médio (rendimento mensal anualizado em relação ao valor da carteira) dos FIs que compõem o IFIX é de 10,4% a.a. contra 12,1% a.a. do CDI. Vale ressaltar, entretanto, que os rendimentos dos FIs são pagos mensalmente aos investidores e são isentos de imposto de renda. Considerando a alíquota de 15% de IR (a menor alíquota possível), a comparação real fica em 10,4% a.a. dos FIs contra 10,3% a.a. do CDI.

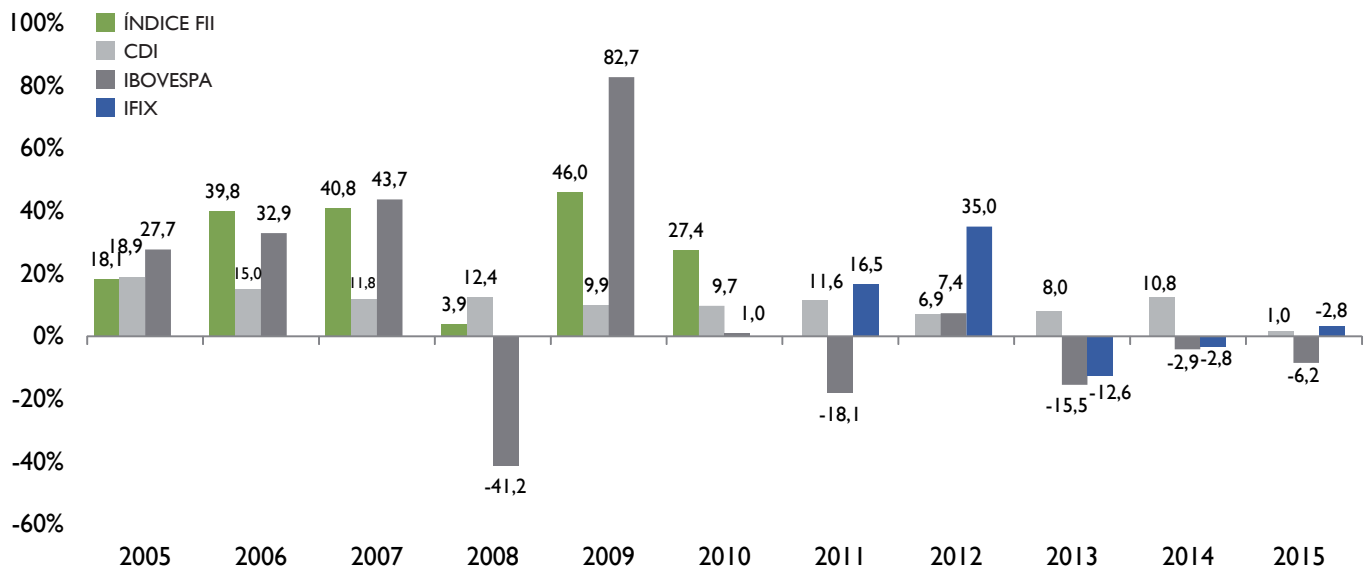
No gráfico abaixo, é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como uma carteira teórica elaborada com os FIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBovespa. No segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até janeiro de 2015, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FI – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries antigas a criação do IFIX.

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

IFIX (%)



RETORNO TOTAL (%)



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

As tabelas a seguir demonstram o Retorno Total em 2015, 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 que compõem o IFIX.

### Retorno Total em 2014

| #         | FII                       | RETORNO     |
|-----------|---------------------------|-------------|
| 1         | VILA OLÍMPIA CORP.        | 13,0%       |
| 2         | REAL ESTATE               | 9,3%        |
| 3         | JHSF CIDADE JARDIM        | 8,2%        |
| 4         | ED ALMIRANTE BARROSO      | 7,8%        |
| <b>5</b>  | <b>MULTIGESTÃO</b>        | <b>7,2%</b> |
| 6         | HOSP. SENH. LOURDES       | 7,2%        |
| 7         | CSHG BRASIL SHOPPING      | 7,2%        |
| <b>8</b>  | <b>PÁTIO HIGIENÓPOLIS</b> | <b>7,1%</b> |
| <b>9</b>  | <b>GRAND PLAZA</b>        | <b>6,7%</b> |
| 10        | TORRE NORTE               | 6,3%        |
| 11        | BB PROGRESSIVO II         | 5,5%        |
| 12        | KINEA RENDA               | 5,3%        |
| 13        | SDI LOG.                  | 5,2%        |
| 14        | MAXI RENDA                | 5,1%        |
| 15        | VBI FL 4440               | 4,5%        |
| 16        | XP GAIA LOTE I            | 4,2%        |
| 17        | PLURAL ABSOLUTO           | 4,0%        |
| 18        | MAX RETAIL                | 4,0%        |
| 19        | AESAPAR                   | 3,8%        |
| 20        | TB OFFICE                 | 3,7%        |
| 21        | RB CAP. RENDA II          | 3,4%        |
| 22        | TRX REALTY LOG.           | 3,2%        |
| 23        | RB CAP. RENDA I           | 3,1%        |
| 24        | HOT. MAXINVEST            | 3,1%        |
| <b>25</b> | <b>CRED. IMOB. II</b>     | <b>3,0%</b> |
| 26        | FLORIPA SHOPPING          | 2,9%        |
| 27        | CONTINENTAL SQ.           | 2,9%        |
| 28        | CAPITÂNIA                 | 2,7%        |
| 29        | FATOR VERITA              | 2,6%        |
| 30        | KINEA REAL ESTATE         | 2,6%        |
| 31        | SP DOWNTOWN               | 2,5%        |
| 32        | RIO NEGRO                 | 2,4%        |
| 33        | JHSF PRIME OFFICES        | 2,4%        |
| 34        | XP MACAÉ                  | 2,3%        |
| 35        | BM BRASCAN                | 2,3%        |

| #         | FII                          | RETORNO      |
|-----------|------------------------------|--------------|
| 36        | ANHAGUERA                    | 2,1%         |
| 37        | BB RENDA                     | 2,0%         |
| 38        | FATOR IFIX                   | 1,7%         |
| 39        | RENDA DE ESC.                | 1,6%         |
| <b>40</b> | <b>MERCANTIL</b>             | <b>1,6%</b>  |
| 41        | CSHG LOGISTICA               | 1,5%         |
| 42        | GENERAL SHOPP.               | 1,4%         |
| 43        | JS REAL ESTATE               | 1,3%         |
| 44        | BTG FUNDO DE CRI             | 1,2%         |
| 45        | BB RENDA DE PAP.             | 0,9%         |
| 46        | BB PROGRESSIVO II            | 5,5%         |
| <b>47</b> | <b>AGÊNCIAS CAIXA</b>        | <b>0,8%</b>  |
| 48        | PROJ. ÁGUA BRANCA            | 0,6%         |
| 49        | CSHG RECEB.                  | 0,5%         |
| <b>50</b> | <b>SANTANDER AGÊNCIAS</b>    | <b>0,3%</b>  |
| 51        | CYRELA THERA                 | 0,3%         |
| 52        | EUROPAR                      | 0,2%         |
| 53        | PQ DOM PEDRO                 | 0,2%         |
| 54        | CENESP                       | 0,0%         |
| 55        | CAMPUS FARIA LIMA            | -0,1%        |
| 56        | SHOP. JARDIM SUL             | -0,2%        |
| 57        | BTG FUNDO DE FUNDOS          | -0,2%        |
| 58        | GEN. SHOPP. SULACAP          | -0,7%        |
| 59        | TORRE ALMIRANTE              | -0,9%        |
| <b>60</b> | <b>RIO BRAVO RENDA CORP.</b> | <b>-1,1%</b> |
| 61        | BC FUND                      | -1,4%        |
| 62        | HOSP. CRIANÇA                | -1,7%        |
| 63        | TRX ED. CORP.                | -2,5%        |
| <b>64</b> | <b>THE ONE</b>               | <b>-2,8%</b> |
| 65        | WEST PLAZA                   | -3,1%        |
| 66        | MAIS LARGO I3                | -3,3%        |
| 67        | ED GALERIA                   | -3,5%        |
| 68        | PRESIDENTE VARGAS            | -4,7%        |
| 69        | CEO CYRELA                   | -6,6%        |
| 70        | RB CAP. PRIME                | -9,5%        |

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

As tabelas a seguir demonstram o Retorno Total em 2015, 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 que compõem o IFIX.

### Dividend Yield

| #  | FII                 | DY Anualizado |
|----|---------------------|---------------|
| 1  | RB CAP. PRIME       | 54,2%         |
| 2  | RB CAP. RENDA I     | 26,7%         |
| 3  | CEO CYRELA          | 22,5%         |
| 4  | HOT. MAXINVEST      | 18,6%         |
| 5  | GEN. SHOPP. SULACAP | 17,6%         |
| 6  | CYRELA THERA        | 16,1%         |
| 7  | BTG FUNDO DE CRI    | 15,7%         |
| 8  | ED GALERIA          | 13,5%         |
| 9  | PRESIDENTE VARGAS   | 13,4%         |
| 10 | GENERAL SHOPP.      | 13,3%         |
| 11 | TRX ED. CORP.       | 13,1%         |
| 12 | FATOR IFIX          | 12,9%         |
| 13 | SP DOWNTOWN         | 12,9%         |
| 14 | SHOP. JARDIM SUL    | 12,7%         |
| 15 | JS REAL ESTATE      | 12,6%         |
| 16 | MAIS LARGO I3       | 12,6%         |
| 17 | BM BRASCAN          | 12,6%         |
| 18 | BB RENDA DE PAP.    | 12,2%         |
| 19 | CSHG RECEB.         | 11,9%         |
| 20 | <b>MERCANTIL</b>    | <b>11,8%</b>  |
| 21 | XP MACAÉ            | 11,7%         |
| 22 | RIO NEGRO           | 11,7%         |
| 23 | TRX REALTY LOG.     | 11,6%         |
| 24 | HOSP. CRIANÇA       | 11,6%         |
| 25 | <b>GRAND PLAZA</b>  | <b>11,5%</b>  |
| 26 | ANHAGUERA           | 11,5%         |
| 27 | <b>THE ONE</b>      | <b>11,4%</b>  |
| 28 | PLURAL ABSOLUTO     | 11,4%         |
| 29 | BC FUND             | 11,3%         |
| 30 | AESAPAR             | 11,1%         |
| 31 | HOSP. SENH. LOURDES | 11,0%         |
| 32 | TORRE ALMIRANTE     | 10,9%         |
| 33 | FATOR VERITA        | 10,9%         |
| 34 | JHSF PRIME OFFICES  | 10,8%         |
| 35 | REAL ESTATE         | 10,7%         |

| #  | FII                          | DY Anualizado |
|----|------------------------------|---------------|
| 36 | BB PROGRESSIVO II            | 10,7%         |
| 37 | CSHG BRASIL SHOPPING         | 10,7%         |
| 38 | KINEA REAL ESTATE            | 10,6%         |
| 39 | PROJ. ÁGUA BRANCA            | 10,5%         |
| 40 | SDI LOG.                     | 10,4%         |
| 41 | <b>RIO BRAVO RENDA CORP.</b> | <b>10,3%</b>  |
| 42 | MAXI RENDA                   | 10,2%         |
| 43 | KINEA RENDA                  | 10,0%         |
| 44 | <b>SANTANDER AGÊNCIAS</b>    | <b>10,0%</b>  |
| 45 | CONTINENTAL SQ.              | 9,9%          |
| 46 | TORRE NORTE                  | 9,9%          |
| 47 | <b>MULTIGESTÃO</b>           | <b>9,8%</b>   |
| 48 | CSHG LOGISTICA               | 9,8%          |
| 49 | FLORIPA SHOPPING             | 9,7%          |
| 50 | CAMPUS FARIA LIMA            | 9,5%          |
| 51 | EUROPAR                      | 9,5%          |
| 52 | XP GAIA LOTE I               | 9,2%          |
| 53 | BB PROGRESSIVO II            | 10,7%         |
| 54 | VBI FL 4440                  | 9,1%          |
| 55 | <b>AGÊNCIAS CAIXA</b>        | <b>9,1%</b>   |
| 56 | RENDA DE ESC.                | 9,1%          |
| 57 | CENESP                       | 8,8%          |
| 58 | BTG FUNDO DE FUNDOS          | 8,8%          |
| 59 | VILA OLÍMPIA CORP.           | 8,7%          |
| 60 | TB OFFICE                    | 8,0%          |
| 61 | ED ALMIRANTE BARROSO         | 7,9%          |
| 62 | <b>CRED. IMOB. II</b>        | <b>7,5%</b>   |
| 63 | CAPITÂNIA                    | 7,4%          |
| 64 | RB CAP. RENDA II             | 7,4%          |
| 65 | MAX RETAIL                   | 6,4%          |
| 66 | JHSF CIDADE JARDIM           | 6,3%          |
| 67 | <b>PÁTIO HIGIENÓPOLIS</b>    | <b>6,1%</b>   |
| 68 | BB RENDA                     | 3,7%          |
| 69 | PQ DOM PEDRO                 | 2,6%          |
| 70 | WEST PLAZA                   | 0,0%          |

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



## DIFÍCIL INÍCIO DE ANO PARA ATIVOS BRASILEIROS

Janeiro nos mostrou muito sobre o apetite dos investidores para ativos de risco brasileiros. Com o cenário internacional sem grandes novidades – com a Grécia sendo a exceção –, as notícias vindas do Brasil foram o alvo nos mercados emergentes.

O fortalecimento do dólar dos EUA frente às demais moedas continua. A combinação de crescimento do PIB, inflação abaixo da meta e curva de juros acima dos equivalentes europeus projeta movimento contínuo de apreciação do dólar, enquanto tecnicamente as taxas se mantêm baixas. A postura de Janet Yellen, Chairwoman do Federal Reserve, é de transparência e orientação, o que ajuda a diminuir a volatilidade dos diversos mercados em países desenvolvidos.

As sanções internacionais e, principalmente, as baixas cotações do petróleo e gás natural mantêm o governo russo e investidores em estado de alerta. Ataques especulativos como o observado em dezembro último não estão fora de questão. E na Grécia, a vitória do partido Syriza e consequente ascensão do novo primeiro-ministro Alexis Tsipras reacendem o medo de uma moratória da dívida.

Mas é no Brasil que se concentram as maiores preocupações dos investidores em países emergentes.

As medidas de ajuste fiscal divulgadas até o momento não são menos do que espetaculares, ainda mais se considerarmos a expectativa dos mercados após o resultado das eleições. Sem o benefício da dívida estendido a governos passados, porém, investidores estrangeiros e domésticos focam nas nocivas repercussões do imbroglho Petrobras e nas revisões de crescimento negativo para 2015, sempre com a sombra de um racionamento de energia pairando sobre nossas cabeças.

No atual cenário de piora, o Ibovespa cedeu 6,20% no mês de janeiro e o risco-país subiu 35 bps para 210 bps no credit default swap de cinco anos. A deprimida cotação das ações da Petrobras negociadas em bolsa chama atenção, mas também os títulos de dívida emitidos pela empresa no exterior mostraram como os investidores estão preocupados: quedas de 7% a 10% como as observadas não são típicas. E tão alarmante tem sido a correção de toda a curva corporativa latino-americana. Em momentos como este, em que toda uma classe de ativos é afetada indiscriminadamente, oportunidades aparecerão para os que entendem risco e têm paciência.

A cotação do real frente ao dólar ficou distorcida durante grande parte do período por conta do chamado carry trade. Com taxas de juros elevadas, o investimento em renda fixa apareceu



## MULTI-ASSETS & PORTFÓLIOS

como única aposta clara de curto prazo. E com a expectativa de inflação em queda a partir do próximo ano, a redução dos juros na curva de longo prazo fez da classe a vencedora entre as apostas domésticas.

A virada do mês finalmente acabou trazendo a correção esperada no câmbio. Mas mesmo com a moeda brasileira desvalorizando 4% nos últimos três dias de janeiro, o real continuou forte se comparado ao final de 2014.

Dessa forma, o grande vencedor no período foi o Fundo Rio Bravo Juros, que, com suas posições em títulos prefixados e indexados, apresentou valorização de 1,71% contra um CDI de 0,93%.

Olhando para frente, é prudente ajustar posições para que não carreguem riscos desnecessários em ambiente de alta volatilidade. A diversificação, no Brasil e no exterior, continua sendo chave para retornos significativos no horizonte de 12 meses.



|                             | 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 |
| janeiro 15                  | 0,97                           | 0,88                                  | 1,45                                    | -4,77                     | -5,11                                   | -4,24                         | -0,23                              | 1,71                                     | -9,62                                 | 0,43                                    | -0,58                     | 1,14   | 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                     | 0,97   | 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                      | 1,13   | 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                     | 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                      | 3,81   | 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                      | N/A  | 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                                   | -0,13                     | N/A  | 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                      | N/A  | 0,76    | 7,05     | 2,04       | 4,30   | 0,71    | -3,02 |
| fevereiro 14                | 0,92                           | 0,75                                  | 2,24                                    | -3,21                     | -2,95                                   | -5,02                         | 0,41                               | 2,00                                     | -0,26                                 | 1,02                                    | 1,45                      | N/A  | 0,78    | -1,14    | 0,85       | -1,00  | 4,44    | -3,83 |
| Ano                         | 0,97                           | 0,88                                  | 1,45                                    | -4,77                     | -5,11                                   | -4,24                         | -0,23                              | 1,71                                     | -9,62                                 | 0,43                                    | -0,58                     | 1,14   | 0,93    | -6,20    | 1,25       | -12,05 | 3,12    | 0,23  |
| 12 meses                    | 11,51                          | 10,44                                 | 15,21                                   | -5,68                     | -5,31                                   | -3,37                         | 8,49                               | 14,08                                    | -5,38                                 | 9,94                                    | 5,51                      | N/A  | 10,95   | -0,71    | 10,25      | -20,27 | 21,33   | 9,90  |
| 24 meses                    | 20,25                          | 19,15                                 | N/A                                     | -16,02                    | -14,66                                  | -8,26                         | 12,65                              | 12,50                                    | -16,51                                | N/A                                     | N/A                       | N/A  | 20,14   | -21,51   | 23,45      | -38,28 | N/A     | 33,90 |
| 36 meses                    | 30,38                          | 28,09                                 | N/A                                     | 2,55                      | 3,79                                    | N/A                           | 26,10                              | N/A                                      | N/A                                   | N/A                                     | N/A                       | N/A  | 29,86   | -25,63   | 41,17      | N/A    | N/A     | 53,08 |
| 48 meses                    | 46,38                          | 42,34                                 | N/A                                     | -0,39                     | N/A                                     | N/A                           | 40,03                              | N/A                                      | N/A                                   | N/A                                     | N/A                       | N/A  | 44,95   | -29,54   | 56,45      | N/A    | N/A     | 59,10 |
| 60 meses                    | 61,26                          | 55,72                                 | N/A                                     | 6,67                      | N/A                                     | N/A                           | N/A                                | N/A                                      | N/A                                   | N/A                                     | N/A                       | N/A  | 59,39   | -28,28   | 84,94      | N/A    | N/A     | 42,00 |
| Desde o início              | 88,22                          | 92,13                                 | 12,50                                   | 401,80                    | 3,45                                    | 1,90                          | 75,84                              | 12,50                                    | -9,64                                 | 12,10                                   | 0,55                      | 11,6   |         |          |            |        |         |       |
| 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                  | 8.992,73   |         |          |            |        |         |       |
| PL Atual (R\$Mil)           | 150.422,09                     | 33.372,59                             | 12.248,88                               | 60.126,54                 | 69.146,21                               | 65.077,86                     | 17.339,29                          | 16.654,88                                | 6.563,87                              | 15.240,95                               | 13.467,83                 | 16.405,99  |         |          |            |        |         |       |
| 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.

