

Novembro  
2020



Estratégias  
**Rio Bravo**

Exclusivamente para uso institucional

# Pequena gravidez

**Gustavo Franco**

[gustavo.franco@riobravo.com.br](mailto:gustavo.franco@riobravo.com.br)

A inflação medida pelo IGP-M cresceu 3,28% no mês de novembro de 2020.

A última vez que o IGP-M teve uma variação mensal tão alta foi em fevereiro de 1999, mercê da forte desvalorização do real, exceto pelo que se passou em setembro de 2020 (variação de 4,34%), que é como se fosse parte do mesmo episódio (que inclui também o mês de outubro, no qual a variação foi de 3,23%).

Como em 1999, o ano de 2020 também foi de forte desvalorização cambial e, numa primeira observação, o impacto sobre o IGPM foi mais forte agora do que em 1999.



**Como em 1999, o ano de 2020 também foi de forte desvalorização**

O acumulado de 12 meses, para o IGPM, atingiu 24,52%, e 21,97% é o acumulado nos 11 meses de 2020.

Esses números são aterradores e em outra época se diria, a esse respeito, que o índice de preços ao consumidor “engravidou”. Será?

A ideia de que a inflação pelo IGPM “transborda” para os IPCs, inclusive para o IPCA, em que o Banco

Central do Brasil concentra suas atenções, é intuitiva. Por razões históricas, ou pela força do hábito, o IGPM é muito usado nos contratos de aluguel. Muitos outros setores “se acostumaram” com o IGPM, e por uma razão muito simples, o período de coleta encerra no dia 20º dia do mês de referência, a fim de que o índice pronto seja divulgado antes do término do próprio mês.

Essa conveniência é muito apreciada, o que compensa o fato de que o índice possui uma composição sabidamente arbitrária, difícil de justificar no campo da teoria (60% preços ao atacado, 30% preços ao consumidor e 10% custo da construção, o INCC).

Bem, mas o organismo econômico brasileiro mudou bastante nos últimos anos, relativamente ao tempo das drogas pesadas. O organismo desintoxicou, e seus processos de contaminação se alteraram bastante.



**O organismo econômico brasileiro mudou bastante nos últimos anos**

Mesmo com esses números horríveis para o IGPM pouco ou nada se alterou com relação às expectativas declaradas para a inflação pelo IPCA de agora até 2023, conforme o relatório Focus para o dia 30 de novembro. Essas expectativas estão “ancoradas”, para usar o idioma Coponês. É como se o teste de

gravidez tivesse dado negativo, podendo, todavia, ser um falso negativo, pois tudo está meio envergado neste ano atípico de 2020. E como não se pode errar nesse assunto, é melhor se cautelar.

Essa “ancoragem” certamente não se segue da nossa situação fiscal, que se tornou uma agonia aparentemente sem solução. A leitura mais razoável do teste negativo é que é forte a percepção de que o BCB fará o que for necessário, e cumprirá o seu dever, venha o que vier.

É muita confiança no sistema de metas, e sobretudo na Autoridade Monetária. É ótimo que assim seja, e que exista uma percepção de independência do BCB que é bem melhor que a sua independência conforme assegurada formalmente. Será mesmo?

Já que estamos falando de testes, existe um índice para medir independência de banco central, associado ao economista israelense Alex Cukierman<sup>1</sup>. A tabela abaixo mostra as medições do índice de Cukierman para o Brasil:

1988	0,24
1996	0,53
2013	0,40
2019	0,51
2020	0,54

O índice é uma média ponderada de 16 características institucionais dessas instituições e seu valor está entre 0 e 1, do menos para o mais independente. Em 2013, numa amostra de 70 países emergentes, 44% tinham scores entre 0,4 e 0,6 e apenas 8% tinham scores menores. Naquele momento o Brasil estava quase escorregando para baixo, e foi por conta dos retrocessos no governo Dilma Rousseff associados a confusões no relacionamento entre o Tesouro, bancos públicos e BCB.

Muitas das distorções foram corrigidas posteriormente, cabendo menção específica à Lei 13.820/19 que melhorou consideravelmente a qualidade do relacionamento entre o BCB e o Tesouro, um aspecto crucial para a independência do BC. Teríamos chegado a 0,51, ou seja, recuperado o terreno relativamente ao inverno das pedaladas, mas ainda em um nível mediano ou pior, considerando o padrão internacional.

O projeto de lei complementar recentemente votado no Senado, e que sequer foi votado na Câmara, elevaria o score de 0,515 para 0,540, um progresso modesto, mas certamente bem vindo, como costumam ser os progressos, a maior parte do qual se dá em prestações módicas, como a história ensina.

O problema com os progressos modestos, quando se trata de Brasília, é o pessoal pensar que não vale o esforço ou pior: Brasília se recusa a acreditar na modéstia do progresso, e segue na crença de que

<sup>1</sup> Detalhes do cálculo podem ser encontrados em G. H. B. Franco, “A moeda e a Lei: uma história monetária brasileira, 1933-2013”, Rio de Janeiro, Editora Zahar, capítulo 9, seção 1.

está votando uma espécie de fórmula mágica para manter a inflação sob controle, na presença da qual, podem soltar as amarras do gasto fiscal.



**O problema com os progressos modestos, quando se trata de Brasília, é o pessoal pensar que não vale o esforço**



# Renda Fixa



**Evandro Buccini**

evandro.buccini@riobravo.com.br

Investidores de fundo de renda fixa buscam rendimentos mais atrativos e com segurança por meio de estratégias inovadoras. Em novembro, a Rio Bravo fechou uma parceria com a fintech israelense BondIT, uma plataforma de ferramentas quantitativas para construção e otimização de portfólios de ativos internacionais de renda fixa. A partir dessa nova cooperação, em breve os clientes da Rio Bravo se beneficiarão da tecnologia que apoiará nosso time de gestão de fundos de crédito a analisar e selecionar de forma mais eficiente debêntures e Bonds para compor e/ou reequilibrar as carteiras dos fundos da Rio Bravo. Gestoras capazes de oferecer soluções sofisticadas e tecnológicas vão se destacar em relação aos seus pares.

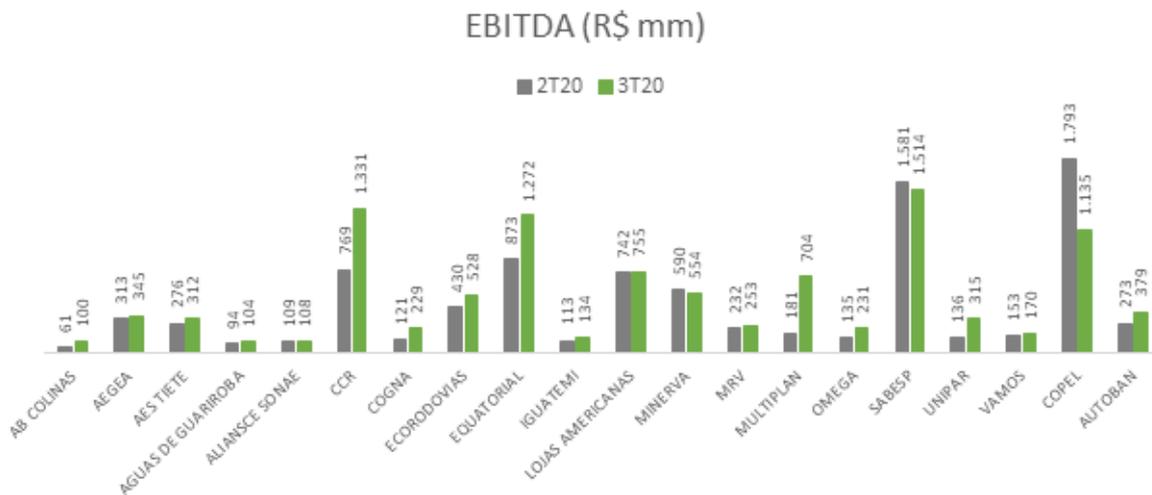
O fundo Rio Bravo Crédito Privado teve mais uma vez performance positiva ao longo do mês de novembro, superando novamente o CDI. Esse fato deveu-se principalmente à robusta qualidade de crédito dos emissores dos títulos que compõem a carteira do fundo, dado que as debêntures foram os maiores contribuintes à performance.

No final de outubro e ao longo de novembro, as empresas do nosso portfólio divulgaram os resultados

relativos ao terceiro trimestre de 2020. Como já era esperado, elas apresentaram um EBITDA superior nesse trimestre em relação ao segundo deste ano. O crescimento médio ponderado de EBITDA foi de 26,1%. Como destaques positivos de crescimento, vale a pena citar Unipar (+131,5%), Omega Geração (+70,3%) e CCR (+56,0%), pelo aumento de faturamento.

Analisando os resultados do terceiro trimestre de 2020, as empresas de concessão rodoviária (CCR, Ecorodovias, AutoBAn e Rodovias das Colinas) já retornaram aos patamares observados em 2019, enquanto os setores de shopping centers (Aliansce Sonae e Iguatemi) e educação (Cogna) ainda não conseguiram voltar ao nível pré-crise, mas pelo menos não apresentaram nova redução de EBITDA no período observado.

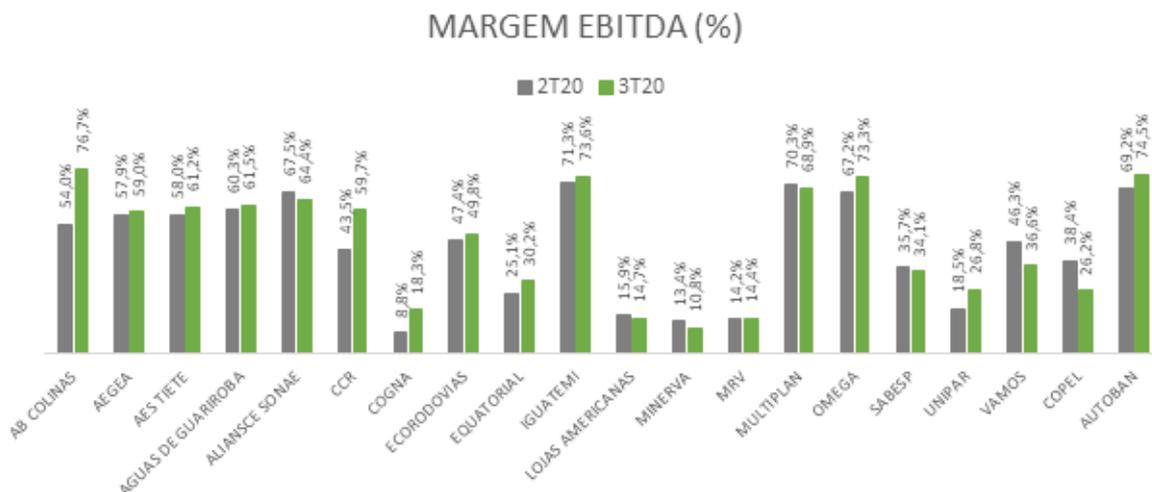
Já nos setores considerados mais resilientes, como de energia, de saneamento e de construção, todas as empresas já superaram o EBITDA do mesmo trimestre do ano anterior, com a exceção da Copel, que apresentou redução na comparação trimestral, em função, principalmente, do aumento de provisões feitas.



Fonte: informações públicas financeiras e análise Rio Bravo.  
Para COGNA foi utilizado EBITDA recorrente.

Já em relação à margem EBITDA, houve aumento na média ponderada da carteira de 2,0 p.p., totalizando 43,7%. O destaque positivo ficou com a Rodovias das

Colinas (+22,8 p.p.), devido às menores provisões realizadas no 3T20, voltando ao seu patamar histórico de margem EBITDA, em torno de 76%.

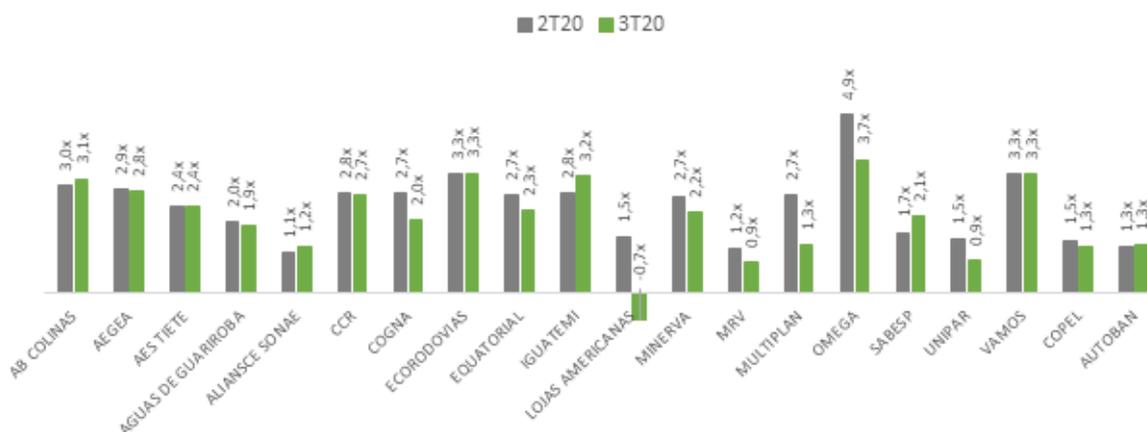


Fonte: informações públicas financeiras e análise Rio Bravo.  
Para COGNA foi utilizado EBITDA recorrente.

Sobre a alavancagem líquida, também houve melhora, com redução de 0,4x na média ponderada, em função, principalmente, dos follow-ons realizados pela Lojas Americanas e pela Omega Geração ao longo do

trimestre. Vale ressaltar que nenhuma empresa ultrapassou os respectivos covenants financeiros de suas emissões nesse período.

## DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA

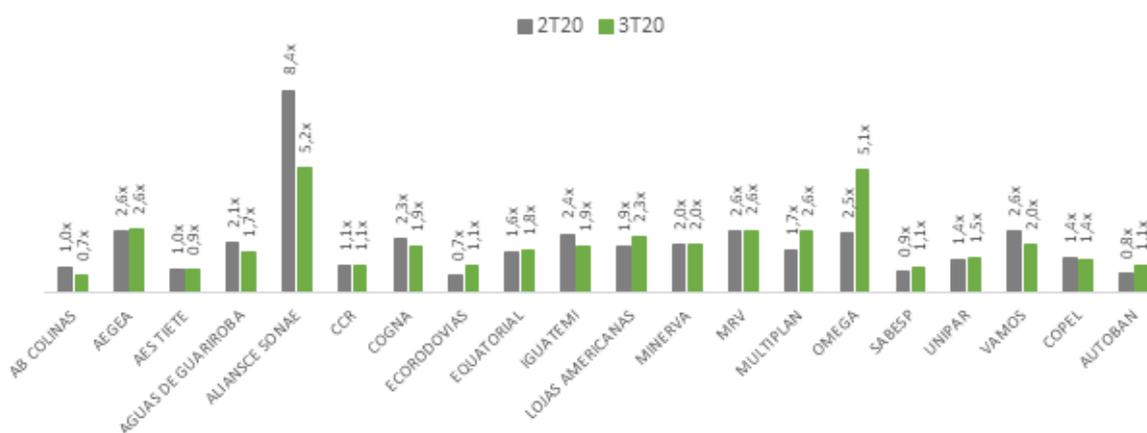


Fonte: informações públicas financeiras e análise Rio Bravo.  
Para COGNA foi utilizado EBITDA recorrente.

Por fim, a liquidez corrente passou de 2,7x para 2,4x, valor considerado ainda como confortável. A

redução mais significativa foi a da Aliansce Sonae, de 8,4x para 5,2x, o que ainda apresenta um valor bastante robusto.

## LIQUIDEZ CORRENTE



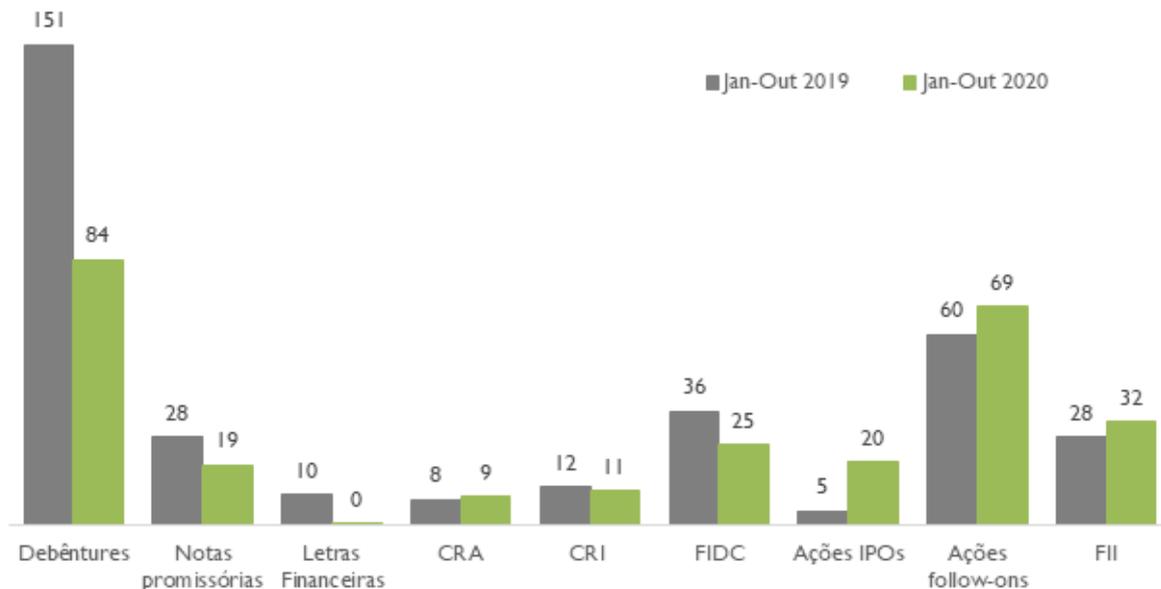
Fonte: informações públicas financeiras e análise Rio Bravo.

A Rio Bravo conta com uma equipe especializada nas diferentes tarefas necessárias para realizar a gestão ativa do fundo, realizando compra e venda de papéis (trading), buscando manter a liquidez em níveis adequados e aproveitando as oportunidades de aquisição no mercado secundário, sempre considerando empresas com alta qualidade de

crédito e solidez financeira. Além disso, a gestora busca diversificar seu portfólio não só em diferentes setores da economia, mas também em diferentes classes de ativos, buscando inclusive aquisições de FIDCs (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios), por exemplo.

Em relação ao mercado primário de crédito privado de debêntures indexadas ao CDI, o destaque ficou para as emissões da Movida, R\$ 250 milhões a DI+ 2,5% e vencimento em out/23 e R\$ 350 milhões a DI+ 2,95% e vencimento em out/25 e da Diagnósticas da América, R\$ 476 milhões a DI+ 2,1% e vencimento em out/25 e R\$ 124 milhões a DI+ 2,4% e vencimento em out/27.

Por fim, ainda sobre as emissões primárias no mercado de capitais, as captações de recursos em Renda Fixa (Debêntures, NP's, CRI's, CRA's e FIDC's) totalizaram R\$ 148,3 bilhões entre janeiro e outubro de 2020, representando uma queda de 36,7% em relação ao mesmo período do ano anterior. As emissões de debêntures representaram R\$ 83,6 bilhões do total de captações entre janeiro e outubro de 2020 (-44,6% vs. o mesmo período do ano anterior).



Fonte: ANBIMA e análise Rio Bravo.

# Investimentos Imobiliários

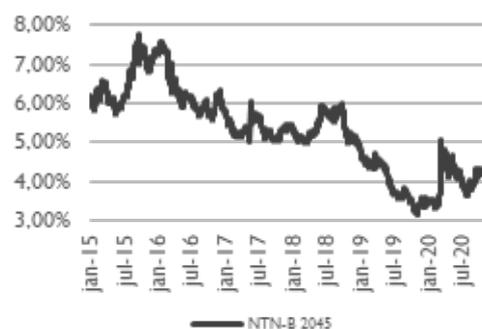
Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

Nos últimos meses, temos nos questionado sobre o potencial de valorização do IFIX no curto e médio prazo. Esse exercício de reflexão é de extrema importância para um gestor de fundos imobiliários, pois através dele conseguimos realizar investimentos de maneira assertiva e trazer um retorno mais preciso para nossos investidores. Para tal questionamento, analisamos diversos indicadores, e o principal deles é a comparação histórica do dividend yield do IFIX com a taxa do tesouro IPCA+, ou seja, o prêmio existente nesta classe de ativos frente a um título de renda fixa.

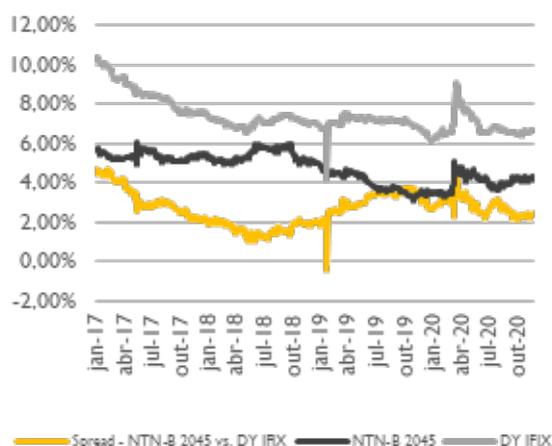
Historicamente, a relação entre o dividend yield do IFIX e Tesouro IPCA+ com vencimento em 2045 sempre foi superior a 300 bps. No entanto, tal indicador acaba sendo superestimado devido aos períodos em que as taxas de títulos públicos com prazo de vencimento longos eram próximas ou superiores a IPCA + 6% a.a. No gráfico com o histórico das taxas do tesouro IPCA + 2045, é possível observar uma queda relevante nas taxas longas. Esse movimento teve queda mais acelerada a partir de 2018, após o endereçamento de alguns problemas estruturais do Brasil e a eleição de um governo com uma agenda reformista.

## Tesouro IPCA + 2045



Fonte: BACEN

Analisando desde o início de 2018, nota-se que a relação entre o dividend yield do IFIX e o tesouro IPCA + com vencimento em 2045 tem média de 253 bps. Em 27 de novembro de 2020, essa relação era de 242 bps, isto é, inferior à média histórica. Como o dividend yield do IFIX é dado pelo quociente entre os rendimentos gerados e o preço dos ativos, teoricamente poderia ser um indicativo de que o IFIX já está em um patamar que não deve sofrer apreciação, pois a relação entre o dividend yield do IFIX e o tesouro IPCA + com vencimento em 2045 apresenta um prêmio de risco inferior à média, como demonstrado no gráfico mais abaixo. Contudo, é necessário levar outros fatores em consideração.

**Tesouro IPCA + 2045 vs.  
Dividend Yield do IFIX**

Fonte: BACEN, Bloomberg e Rio Bravo

Hoje, o dividend yield e o próprio índice do IFIX estão nos mesmos patamares de novembro de 2019. Nesse período de um ano, tivemos diversos eventos no mercado imobiliário que alteraram a receita dos fundos, o que impacta diretamente a distribuição de dividendos – o numerador da divisão escrita acima. Dentre os principais efeitos da pandemia, houve a redução de aluguéis, uma vez que foram concedidos descontos e carências para locatários nos meses mais críticos da crise pandêmica. O setor de shopping, que representa aproximadamente 11,39% do IFIX, foi um dos segmentos mais afetados, chegando a ter uma queda superior a 90% nos rendimentos no pior momento da crise. Os rendimentos do setor já voltaram a se recuperar, porém ainda não retomaram os níveis de 2019.

Com a possível e desejada volta da normalidade em todos os setores e, conseqüentemente, a volta dos aluguéis sem descontos, o dividend yield do IFIX seria próximo de 7,10% a.a. Tal valor indicaria um prêmio de risco de aproximadamente 289 bps, o qual é superior à média. Pelo prêmio ser superior à média, isso indicaria um potencial de valorização do índice – lê-se, potencial de valorização dos preços dos ativos.

Por fim, esse movimento de valorização pode ser acelerado pela volta do fechamento das taxas dos títulos do tesouro com vencimento longo, que sofreu um movimento de abertura desde o início do ano. Ou seja, no quociente entre dividend yield do IFIX e as taxas do Tesouro IPCA +, haveria uma depreciação do denominador, o que poderia pressionar tal dividend yield com a conseqüente alta dos preços dos ativos.

# Infraestrutura

## Sergio Brandão

Sergio.brandao@riobravo.com.br

## Mauricio Xavier

mauricio.xavier@riobravo.com.br

## Pedro Craveiro

pedro.craveiro@riobravo.com.br

## Victor Tâmega

victor.tamega@riobravo.com.br

## A marcação de títulos de crédito de Infraestrutura

Ao comprar um ativo de renda fixa – seja ele um ativo isolado, ou cotas de um fundo de investimento – muitos investidores se deparam com alterações diárias no valor dos ativos em suas carteiras, que nem sempre se dão de acordo com a rentabilidade esperada. Isso acontece porque o preço desses ativos varia constantemente em função das negociações ocorridas no mercado secundário, obedecendo ao princípio da demanda vs. oferta e sua elasticidade.

Tais negociações refletem as diferentes expectativas dos investidores em relação a diversas variáveis macroeconômicas (dentre elas: taxa de juros, inflação, alterações em política monetária, a situação fiscal e opiniões sobre a performance dos ativos propriamente ditos). Dessa forma, os ativos são reprecificados constantemente. Essa reprecificação típica do mercado secundário é chamada de Marcação a Mercado.

É importante separar os ativos de renda fixa em três grandes blocos: i) prefixados, ii) pós-fixados e iii) atrelados à inflação.

i. Os ativos prefixados têm sua rentabilidade determinada no momento de sua emissão e, uma vez aplicado o dinheiro no momento da emissão, o rendimento não se alterará em razão da situação econômica do país desde que se retenha o título até o final de seu prazo, ou seja, preveem uma rentabilidade pré-determinada. Apesar da rentabilidade final ser constante, o valor marcado a mercado desses títulos

no secundário varia de acordo com expectativas do mercado para taxa de juros (Selic/DI) e inflação ao longo do período de repagamento do título. Assim, o valor marcado dos títulos prefixados tende a ser mais volátil no mercado secundário, pois reflete diretamente a variação de várias variáveis, que também oscilam com frequência.

ii. No caso dos ativos pós-fixados, não se sabe qual será o rendimento, uma vez que a rentabilidade é atrelada à taxa de juros (Selic/DI), e só se saberá o rendimento final no dia do resgate. Na prática, quando se tem um investimento que rende, por exemplo, 104% do CDI, significa que ele é pós-fixado. Por ter seu preço de mercado corrigido diariamente conforme a variação da taxa de juros, esses títulos normalmente têm pouca variação no mercado secundário, dado que refletem diretamente o acúmulo da remuneração da taxa de juros Selic/DI mais um spread relativo ao risco do emissor. Quando ocorrem, mudanças mais bruscas no valor destes títulos refletem variações relevantes no ambiente de negócios, quando os investidores demandam maiores prêmios de risco em função da piora da situação fiscal do país.

iii. Por fim, os títulos indexados à inflação (outra forma de título pós-fixado) IPC-A ou IGPM. Seu valor no mercado secundário é corrigido de acordo com as expectativas para a taxa de juros ao longo da vida do título, mas oferecem proteção quanto à variação da inflação no período. Dessa forma, estes títulos também tendem a ter sua marcação a mercado menos volátil que os títulos prefixados.

Por mais que os ativos tenham variações em seu valor e em sua taxa conforme explicado previamente, desde que o investidor mantenha-se investido no título até o seu vencimento, as oscilações relativas às marcações a mercado não têm importância, a não ser que haja um evento de default do emissor, que, em tese, deveria estar refletido no seu risco de crédito, e não no risco de variação das taxas de juros ou nas forças de oferta e demanda. Resumindo, no caso de o investidor manter sua posição de investimento no título até o seu vencimento, ele estará imune às variações de preços no mercado secundário, pois o valor de face do título será amortizado ao longo do prazo de vencimento, inclusive podendo ser pago no vencimento numa única parcela.

Quando falamos de Fundos de Investimento em títulos de renda fixa, a marcação do valor das cotas leva em conta o preço de mercado de cada um dos ativos que compõe o portfólio. Dessa forma, são somados os valores de mercado dos ativos e o valor total é dividido pela quantidade de cotas, chegando-se a um valor da Cota Patrimonial. Mas e quando os ativos da carteira têm pouca liquidez ou são totalmente ilíquidos?

Nesse caso, os ativos não são negociados num mercado secundário, logo, não há um preço passível de ser facilmente identificado que reflita as forças de oferta e demanda dos investidores dispostos a transacionar tal ativo. Aqui, o valor patrimonial do ativo precisa ser estimado e isso é feito pelo Administrador do fundo. Do ponto de vista de investimento, esse fator possui tanto pontos positivos quanto negativos.

Em condições normais, o processo de marcação reflete simplesmente a variação diária da curva de juros de referência. No caso de títulos indexados ao IPCA, a curva de juros de referência é a do Tesouro IPCA. Se, por um lado, isso gera uma maior estabilidade no valor patrimonial da cota do fundo, por outro, eventuais reavaliações podem resultar em reprecificações bruscas, como a revisão de risco de crédito dos emissores, afetando negativamente os títulos.

Em relação aos ativos de renda fixa de infraestrutura negociados em ambiente de balcão da bolsa, sejam eles incentivados ou não, as variações bruscas são menos prováveis porque as variáveis que afetam as reavaliações são mais previsíveis. Alguns segmentos do setor de infraestrutura, tais como linhas de transmissão e ativos de geração de energia elétrica, apresentam boa previsibilidade de desempenho e seu fluxo de caixa é geralmente atrelado a contratos de longo prazo com preços definidos e ajustados pela inflação, de modo que, no longo prazo, sua qualidade creditícia é bem mais estável que outros segmentos do setor de infra e de outros setores da economia. O resultado é maior segurança para o investidor, tanto no fluxo de recebimento de rendimentos como na variação no preço da cota do fundo em função da marcação a mercado.

Ressalta-se, todavia, que, caso o fundo de renda fixa de infraestrutura seja negociado no ambiente do PUMA da B3, mesmo que sua carteira seja constituída por ativos ilíquidos, o valor de suas cotas oscilará em função da oscilação do valor da cota de fundos “semelhantes” cujas carteiras são constituídas por ativos líquidos.

Dessa forma, é importante entender que os ativos de crédito podem gerar perdas e ganhos patrimoniais aos investidores em menor ou maior grau de risco, a depender da natureza do título e da qualidade dos emissores e do momento em que o investidor compra e vende o ativo, inclusive no caso de emissões do governo brasileiro com risco soberano. No caso de ativos de infraestrutura, esse risco pode ser menor, em função da natureza intrínseca dos ativos, que apresentam características próprias diretamente relacionadas aos riscos inerentes às variações dos fluxos de caixa do emissor e das garantias oferecidas.

# Renda Variável

**Paulo Bilyk**  
paulo.bilyk@riobravo.com.br

## CCR (CCRO3)

O Grupo CCR é uma das cinco maiores companhias de concessões de infraestrutura da América Latina, sendo considerada a líder do segmento de concessões no Brasil com 19% (3.738,7 km) do controle das rodovias sob gestão da iniciativa privada. Adicionalmente ao business de concessões rodoviárias, a CCR possui outros dois businesses: aeroportos e mobilidade urbana

CCR é uma posição que o Fundamental já teve entre 2016 e 2018. Em março de 2020, retomamos a posição por acreditar que havia uma assimetria na que tange o valor esperado do ativo versus o risco da empresa.

O investimento em CCR é, antes de tudo, uma aposta em temas estruturais no setor de infraestrutura. Os principais a serem destacados são: (a) baixa disposição e capacidade dos Governos Federais e Estaduais em investirem na melhoria, ampliação e construção de rodovias, e a consequente necessidade de PPP's; (b) defasagem do Brasil frente a países pares no setor de transportes, seja em aeroportos, transporte público e rodovias; e (c) ativos com TIR's interessantes e com duration elevada, dado um cenário de Selic mais baixa.

Somado a esses benefícios estruturais, também teremos novas oportunidades em leilões dos três segmentos que a empresa atua, aeroportos, rodovias e mobilidade urbana. Para se ter uma ideia da dimensão das oportunidades no setor, no início do mês de novembro, o ministro de Infraestrutura, Tarcísio Freitas, disse que o cronograma das licitações de concessões segue dentro do planejamento e

já se tem 40 ativos que estão sob análise do TCU, projetos estes que representam aproximadamente R\$ 70 bilhões em investimentos. Os principais ativos em destaque para leilões em 2021 são: concessões das rodovias BR-153 entre Goiás e Tocantins, BR-163 entre Mato Grosso e Pará, a concessão de 22 aeroportos regionais em três blocos. Além disso, temos ainda as licitações Estaduais, principalmente do estado de São Paulo, com forte destaque para o leilão da Nova Dutra em 2021.

Um ponto interessante sobre a tese em CCR é a sua exposição ao crescimento econômico e seu caráter defensivo. Quando dizemos caráter defensivo, estamos falando dos reequilíbrios contratuais previstos em suas concessões. O exemplo mais emblemático para se falar disso é a covid-19 e os seus consequentes impactos nas operações da empresa. No caso de rodovias, segundo o molde padrão dos contratos, estão previstos reequilíbrios contratuais em caso de algum "efeito de cauda". Discussões preliminares com os reguladores ANTT já admitem que os impactos da covid-19 nas operações irão ser analisados e ressarcidos para que as concessionárias não fiquem com suas concessões desequilibradas.

Apesar de ser uma empresa da qual gostamos e que acreditamos que ainda tem muito valor a adicionar aos acionistas, reconhecemos que a CCR ainda sofre em discussões com os órgãos reguladores. Atualmente, a empresa possui três indenizações grandes (reequilíbrios) pendentes com os reguladores, e ainda que se admita a necessidade de tais reequilíbrios, o molde das compensações segue sem definição e esses

processos já vem se arrastando por alguns anos. O valor estimado dessas indenizações varia de 7 bi a 10 bi de reais, sem contar o futuro reequilíbrio advindo da pandemia.

Em que pese a valorização de 15,77% no mês de novembro, ainda acreditamos que a empresa se

encontra com uma taxa de retorno interessante, principalmente quando se considera em um horizonte de três a cinco anos. Mesmo apresentando dificuldades de todos os moldes nos últimos anos, a CCR permanece competitiva e rentável, sem mencionar as grandes melhorias de governança corporativa.

# Multimercados

**Evandro Buccini**

evandro.buccini@riobravo.com.br

Novembro será o melhor mês para o retorno do Ibovespa no Brasil em mais de dez anos. As explicações principais são, principalmente: boas notícias do desenvolvimento e eficácia das vacinas contra o Covid-19 e o resultado das eleições americanas com o Congresso dividido. Esses fortes movimentos de alta, sobretudo quando revertem períodos de rentabilidade negativa dos índices de ações, não costumam ser favoráveis aos fatores de momentum, que caem com muita volatilidade e são apenas parcialmente compensados pelos outros fatores. No início de novembro, mais especificamente no dia 9, observamos um movimento realmente fora do comum na performance de alguns fatores em todo o mundo.

O fator de momentum teve queda expressiva enquanto o fator de valor e de qualidade subiram. A diferença entre os retornos dos fatores de momentum e de valor foi de aproximadamente dez desvios padrão da média histórica, um dos maiores valores já registrados.

Esse movimento na performance desses fatores foi observado em diversos mercados. De acordo com o monitoramento de performance de fatores realizado pelo Counterpart, nos EUA, o fator momentum registra no mês de novembro uma queda de aproximadamente -17% enquanto valor cai -7% e qualidade sobe 4%. Na Europa, o movimento foi similar: momentum cai -22%, Valor -1.5% e Qualidade sobe 6%. Por fim, na Ásia, momentum cai -8%, valor -2.5% e qualidade registra uma leve alta de 0.5%.

Tal fenômeno possui algumas explicações, uma delas está relacionada ao fato de que empresas que sofreram maior queda no valor de suas ações nos últimos meses devido à crise causada pela covid-19, e que por este motivo estavam presentes na composição vendida do fator de momentum, tiveram uma forte alta com notícias positivas sobre a vacina. Outra questão foi a alta do fator de qualidade. Nesse caso, este movimento pode se dar pelo otimismo dos investidores em relação à vacina, fazendo com que retomem o investimento em empresas mais sólidas e de melhor qualidade, mesmo que em setores mais atingidos pela pandemia.

No mês de novembro, o Rio Bravo Pandas registrou performance negativa. Grande parte dessa queda é atribuída ao fator de momentum. Por outro lado, tivemos os fatores de valor e qualidade contribuindo com altas de respectivamente 0.53% e 0.46%. Mesmo com os modelos de otimização indicando uma leve posição comprada, o fundo caiu -0.98% no mês, já no ano o fundo tem uma alta de 2.79% contra 2.60% do CDI

Os cotistas dos fundos Apollo e Pandas decidiram em Consulta Formal pela incorporação do primeiro pelo segundo, resultando no fundo que se chamará Rio Bravo Sistemático. Os fundos tinham a mesma estratégia de investimento já há alguns meses.

\*

O Rio Bravo Previdência subiu 4,01% em novembro, enquanto o IMA-B, Ibovespa e CDI subiram respectivamente: 2%, 15,9% e 0,15%. No ano, o fundo alcança 2,42%, enquanto em 12 meses sobe 6,35%. Novembro foi um mês excepcional para ativos de risco, com a bolsa americana atingindo níveis recordes e o Ibovespa configurando a sua melhor performance mensal em mais de uma década. Os principais fatores que motivaram tais altas foram os resultados positivos de eficácia de diversas vacinas

contra a covid-19 e a decisão da eleição presidencial americana, que deixou pouquíssima margem para uma contestação por parte de Donald Trump.

A carteira de renda variável do fundo subiu 3,41% no mês, impulsionada principalmente pela alocação em ETF de bolsa local, contribuindo com 77bps. Já a posição aplicada em juros real contribuiu com 92bps no mês.

# Performance

	Renda Fixa		Renda Variável		MultiAssests & Portfolio			Índices						
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Apollo FIC FIM	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Pandas FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
novembro 20	0,20	-0,03	10,12	-1,38	4,01	-0,98	0,15	15,90	16,64	-4,48	-6,71	9,72	2,00	1,51
outubro 20	0,20	-0,53	-1,28	-0,62	0,88	-0,34	0,16	-0,69	-2,28	1,74	2,42	-4,30	0,21	-1,01
setembro 20	0,25	-0,59	-3,44	-1,39	-3,85	-1,22	0,16	-4,80	-5,44	0,30	2,09	-0,05	-1,51	0,46
agosto 20	0,41	0,12	-1,54	-0,97	-1,00	-0,65	0,16	-3,44	-1,23	6,62	5,24	9,66	-1,80	1,79
julho 20	0,75	0,14	6,14	0,61	5,52	0,66	0,19	8,27	9,50	0,14	-4,51	-0,92	4,39	-2,61
junho 20	0,59	0,16	8,70	0,97	4,91	0,02	0,22	8,76	14,43	3,63	2,46	5,58	2,05	5,59
maio 20	0,59	0,18	6,13	-0,27	2,10	0,60	0,24	8,57	5,07	-1,35	-2,74	4,92	1,52	2,08
abril 20	0,53	0,21	7,93	-1,22	4,02	-0,32	0,28	10,25	10,19	4,59	5,39	10,96	1,31	4,39
março 20	-4,27	0,31	-20,89	2,25	-9,95	3,58	0,34	-29,90	-35,07	16,34	16,41	-1,21	-6,97	-15,85
fevereiro 20	0,26	0,24	-8,49	-0,19	-3,98	0,52	0,29	-8,43	-8,27	3,94	4,42	-4,10	0,45	-3,69
janeiro 20	0,46	0,31	1,06	0,74	0,89	0,98	0,38	-1,63	0,45	5,26	6,26	4,16	0,26	-3,76
dezembro 19	0,43	0,31	8,28	-0,49	3,84	-0,88	0,38	6,85	12,65	-3,34	-4,88	-1,49	2,01	10,63
Ano	-0,13	0,50	-0,07	-1,61	2,42	2,79	2,61	-5,84	-7,60	41,64	32,97	38,32	1,48	-12,17
12 meses	0,30	0,81	8,21	-2,10	6,35	1,88	3,04	1,10	5,68	36,40	25,83	34,81	3,65	-2,39
24 meses	6,17	6,14	38,41	5,49	30,55	8,68	9,33	22,01	49,68	45,74	39,05	67,90	27,03	22,62
36 meses	13,30	12,15	42,47	10,59	36,25	24,49	16,49	46,84	62,76	65,81	65,81	74,74	41,29	26,34
48 meses	26,11	23,48	69,10	-	58,48	35,00	29,04	75,67	137,18	78,70	58,06	120,37	64,15	53,34
Desde o início	200,46	196,50	773,20	23,64	87,85	53,57								
PL Atual (R\$Mil)	110.010.713	14.734.039	5.220.136	9.664.234	9.470.229	4.760.140								
Data de início	14/08/2008	28/12/2007	08/09/2004	04/01/2017	12/03/2013	17/08/2015								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0,5% até 20M / 1,6% + de 20M	1,50%	1,10%	1,00%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	25% do que exceder CDI	-	25% do que exceder CDI								

## Rio Bravo

### Paulo Bilyk

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

### Gustavo Franco

Chief Strategist Officer  
gustavo.franco@riobravo.com.br

### Evandro Buccini

Diretor de Renda Fixa e Multimercado  
evandro.buccini@riobravo.com.br

### Anita Scal

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

### Vanessa Faleiros

Chief Operating Officer  
Diretora Jurídico e Compliance  
vanessa.faleiros@riobravo.com.br

### Mauricio Xavier

Diretor de Crédito  
mauricio.xavier@riobravo.com.br

### Flávio Strunk

Chief Financial Officer  
flavio.strunk@riobravo.com.br

### Sergio Brandão

Diretor de Infraestrutura  
Sergio.brandao@riobravo.com.br

## Investidores Institucionais

institucional@riobravo.com.br

### Paulo Rossetti

11 3509 6689  
paulo.rossetti@riobravo.com.br

### Daiana Pires

11 3509 6639  
daiana.pires@riobravo.com.br

## Relações com Investidores Fundos Imobiliários

### Isabela Perez

11 3509 6657  
ri@riobravo.com.br

## Ouvidoria

0800 722 9910  
ouvidoria@riobravo.com.br



A presente instituição aderiu ao  
Código ANBIMA de Regulação e  
Melhores Práticas para os  
Fundos de Investimento.

Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expresso em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Rio Bravo não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamentos da Rio Bravo, podendo ser divulgado também em seu site. Fica proibida a reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da Rio Bravo. Para maiores informações sobre os produtos, tabelas de custos operacionais, acesse [www.riobravo.com.br](http://www.riobravo.com.br). LEIA O MATERIAL ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.

# Conheça nossas estratégias

## Imobiliários

Investimentos em imóveis corporativos, de varejo, logística, educacionais e shopping centers, feitos por uma equipe especializada em administração fiduciária e gestão dos ativos dos fundos imobiliários. Os investidores destes fundos podem ter distribuição periódica, podendo ser mensal ou semestral, de acordo com a política de investimentos de cada fundo, além de liquidez diária em suas cotas e baixo valor de investimento mínimo.

## Renda Fixa

Investimentos em fundos que alocam recursos no mercado de crédito, atrelados à taxa de juros pós-fixada, pré-fixada e índices de preço. Cada crédito nesses fundos é analisado detalhadamente, amparados em nossa leitura dos fundamentos de longo prazo.

## Multimercados

Estratégias sistemáticas com processo de investimento disciplinado e controle rigoroso. Estratégias de investimento pautadas em pesquisa de nível internacional, fazendo uso intensivo de tecnologia de ponta, com o objetivo de obter retorno independente da direção do mercado de maneira descorrelacionada.

## Renda Variável

Alocação de capital em ações de empresas brasileiras com alto potencial de valorização pela qualidade de seus gastos, produtos e de seus mercados. Uma análise fundamentalista, feita ação por ação em um portfólio relativamente concentrado entre 16 e 22 empresas.



Rio Bravo S.A.  
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar  
04551-065 São Paulo SP Brasil  
Tel. +55 11 3509 6600

[www.riobravo.com.br](http://www.riobravo.com.br)