



**RIO BRAVO**

# estratégias estratégias

*julho 2023*



# Acomodação de placas

por Gustavo Franco



“O mês de julho teve marcas positivas importantes para o governo”

O mês de julho teve marcas positivas importantes para o governo: a primeira votação vitoriosa do texto base da reforma tributária, o “upgrade” dado pela FITCH para o risco soberano do país e o início do ciclo de baixa na política monetária ocorrido, em verdade, já nos primeiros dois dias de agosto.

Nos três temas, são excelentes começos, mas apenas os primeiros movimentos de caminhadas que podem ser longas e difíceis. De toda forma, esse conjunto proporciona um belo encerramento para o período de “aterrissagem” do novo governo, aí consideradas todas as acomodações de placas tectônicas, inclusive as equações políticas e *modus operandi* da nova administração. A segunda metade desta nova presidência começa a seguir, e necessariamente há de revelar a verdadeira índole econômica desse governo.

Há um longo caminho a trilhar com o texto da reforma tributária, que ainda vai para o Senado e só depois é que uma lei complementar trará sua calibragem, e no contexto de regimes de transição da cinco anos (para a extinção definitiva dos impostos sendo “reformados” – PIS-COFINS, IPI, ICMS, ISS) e de 50 anos para o regime de incidência do IVA estadual – IBS – da origem para o destino.

Tudo considerado, é uma reforma de efeitos para o longo prazo e de tramitação especialmente longa, mesmo levando em conta o que se passou com outras reformas de complexidade comparável, como a da Previdência, que teve vários capítulos ao longo de muito tempo, inclusive atravessando vários governos.

O “upgrade” na classificação do risco soberano brasileiro não era de todo inesperado. A FITCH estava defasada relativamente à MOODY’S e à S & P, a primeira já com Ba1 e a segunda com BB e *outlook* positivo, todas convergindo para um degrau abaixo do grau de investimento. Os *spreads* de risco soberano nos derivativos de “default” (CDS) já estiveram na região consistente com o “upgrade” para o grau de investimento, mas já ajustaram para um degrau mais abaixo: o CDS brasileiro para cinco anos negociou em julho na faixa de 170 bps.

Mas o movimento das agências não acompanha o do *spread* no mesmo ritmo, ainda mais quando se trata dessa importante mudança de patamar. Mesmo que o grau de investimento seja algo como uma nota cinco numa escala de zero a dez para a nota de crédito – portanto, uma nota medíocre –, é um limiar importante, e tomado como suficiente para os títulos do país perderem a designação de “grau especulativo”. É como passar de ano, ainda que raspando, ou progredir para a série A. Será um marco importante a alcançar, e um objetivo a perseguir para a política econômica do país.

As agências devem fazer uma pausa grave após atingirem o grau de investimento menos um degrau (Ba1, BB+ e BB+, respectivamente para MOODY’S, S & P e FITCH) a fim de aguardar o que a política econômica trará depois de terminada essa acomodação inicial de placas tectônicas, uma imagem eloquente para os primeiros 7 meses da terceira presidência de Luiz Inácio Lula da Silva. A democracia venceu, as eleições tiveram seus resultados honrados, o Executivo e o Parlamento estão em plena atividade e as ideias econômicas heterodoxas não acharam espaço no governo, ao menos por ora.

Resta ver qual será a efetiva configuração da política econômica da atual presidência. Afinal, a economia não esteve entre os grandes debates no decorrer do processo eleitoral. Em consequência, o programa econômico deste governo tem sido montado em pleno voo, e por ministros que não imaginavam estar nas cadeiras que hoje ocupam.

É claro que havia e continua a haver muito espaço para improvisado e voluntarismo, bem como para a influência corporativa das “máquinas”. São grandes esses perigos, basta lembrar da Nova República.

Entretanto, também é verdade que houve um aperfeiçoamento institucional muito relevante, no âmbito fiscal e monetário, incremental e através de grandes reformas, dos quais resultou um país cuja política econômica é muito mais protegida de aventuras heterodoxas.

No plano fiscal, o destaque cabe à LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal) tanto pela lei em si, como pela cultura que introduziu na administração pública brasileira nos últimos anos. Cultura que se materializou em normas limitadoras e na orientação e intervenção cotidiana dos tribunais de contas pelo país.

Adicione-se a isso o trauma decorrente do *impeachment* de Dilma Rousseff, causado por “pedaladas fiscais” e aberta irresponsabilidade fiscal com desastrosas consequências macroeconômicas. Por mais que o presidente se esforce para prestigiar Dilma Rousseff, inclusive se referindo ao *impeachment* como “golpe” e antagonizando Michel Temer, é grande a cautela para não repetir as políticas tresloucadas no Tesouro Nacional que estão na base do fracasso político e administrativo que foi a presidência Dilma Rousseff.

Mas a principal salvaguarda destinada a proteger o país de experimentações heterodoxas é de ordem monetária e reside na autonomia do BCB (Banco Central do Brasil). É compreensível o esperneio do presidente da República quanto à perda de poder que esse arranjo de fato representa. É claro que o presidente democraticamente eleito possui, em tese, toda a legitimidade do mundo para fazer tudo errado na economia, seja no Tesouro ou no Banco Central.

Mas é melhor que acerte.

**“Parece claro que a autonomia do Banco Central teve papel fundamental para permitir uma transição política bem-sucedida”**

A despeito das queixas, entretanto, parece claro que a autonomia do BCB teve papel fundamental para permitir uma transição política bem-sucedida, ainda que sob imensas tensões políticas.

Independente da reclamação, às vezes mirabolante, espalhafatosa e de motivação marqueteira, sobre a dosagem da política monetária, há pouca dúvida que a sistemática de autonomia do BCB – vale dizer, especificamente, a não coincidência entre os mandatos dos dirigentes do BCB e do presidente da República, estabelecida pela Lei Complementar 179/21 – foi aprovada com louvor e não será alterada.

A contrariedade presidencial é do jogo, mas muito mais importante que o esperneio é a aceitação das regras do jogo, mesmo quando não são do seu agrado. Assim é a democracia.

O presidente da República, afinal, escolheu e nomeou os dois dirigentes do BCB que lhe cabia na forma da nova regra: Gabriel Muricca Galipolo e Ailton de Aquino Santos foram nomeados em 12/07/2023, respectivamente para as diretorias de política monetária (DIPOM) e de fiscalização (DIFIS).

Ambos tiveram sua primeira reunião do COPOM nos primeiros dias de agosto, quando o BCB deu início ao ciclo de baixa na taxa SELIC, com uma redução de 50 bps. A 256ª reunião teve votação apertada. Na verdade, foi a primeira vez que se observou um placar de 5 a 4 desde que foi criado o COPOM em 1996<sup>1</sup>.

Segundo o comunicado ao término da reunião, votaram por uma redução de 0,50% os seguintes membros do Comitê: Roberto Campos Neto (presidente), Ailton de Aquino Santos, Carolina de Assis Barros, Gabriel Muricca Galipolo e Otávio Ribeiro Damaso. Votaram por uma redução de 0,25% os seguintes membros: Diogo Guillen, Fernanda Guardado, Maurício Costa de Moura e Renato Dias de Brito Gomes.

O noticiário deu grande destaque ao fato de que o voto de Roberto Campos Neto “desempatou” a disputa, pois se ele tivesse votado com o grupo mais hawkish, a redução de 0,25% teria vencido. Mas o mesmo pode ser dito sobre o voto dos dois novos diretores, ambos para a opção mais dovish. Uma nova dinâmica se estabelece no COPOM com a presença de uma “Bancada” mais “branda”, “governista”, ou dovish.

Essa divergência não deverá aflorar nas primeiras rodadas de redução, mas certamente virá logo adiante, quando a SELIC se aproximar da chamada “taxa neutra”, que não se sabe exatamente qual é.

Para um levantamento dos “placares” anteriores de votações no COPOM, e uma discussão sobre a existência de bancadas no BC ver Franco & Mercadante “Voto divergente no COPOM: uma nota”. Disponível em <https://www.riobravo.com.br/voto-divergente-no-copom-uma-nota-2/>. Acesso em 4 ago. 2023.

Antes da decisão anunciada no dia 2/8, o Boletim FOCUS prognosticava a SELIC para o fim do ano de 2023 em 12%, portanto, previa 1,75% de queda para ter lugar em quatro reuniões. Depois de 0,5% de redução nessa reunião, e de um comunicado que parece indicar que esse ritmo será mantido, a expectativa para o fim do ano deverá se ajustar.

É também de se refletir sobre até que nível vai descer a SELIC, uma conversa que leva diretamente à estimação da chamada “taxa neutra”, a próxima polêmica da política monetária, a se mostrar mais aguda, provavelmente quando a SELIC cair abaixo de 10%.

### **Reforma tributária**

O ciclo de queda nos juros serve para assinalar, como observado acima, o início de uma segunda fase desta presidência, cujo desenrolar, ao menos no tocante ao Legislativo, terá muito que ver com o rescaldo de alguns dos assuntos desses primeiros meses, em especial com o andamento da reforma tributária, o assunto mais falado no mês de julho.

Será natural que esse tema volte a movimentar o Parlamento, na medida, inclusive, que passa a envolver o Senado.

A reforma tributária é a última das reformas ditas de primeira geração, ou seja, aquelas que fizeram parte do chamado Consenso de Washington. Talvez a penúltima, eis que a abertura continua pendente e encrencada, nem mesmo o acordo comercial Mercosul-União Europeia se consegue encerrar.

Note-se, ademais, que esta reforma tributária trata apenas dos impostos sobre o consumo, e que se espera que venha muita coisa pertinente a outros impostos.

O fato é que as dificuldades foram tão grandes durante todos esses anos, e mormente em razão de tensões federativas, que há um enorme incentivo para que os políticos declarem vitória neste assunto e se movam para outros temas.

O ministro Haddad indicou interesse em esticar o assunto para chegar nos impostos diretos, para os quais provavelmente vai abraçar alguns dos dispositivos do pacote enviado por Paulo Guedes à Câmara, onde chegou a ser aprovado antes de estacionar no Senado. A tributação de dividendos e o fim dos JCP (juros sobre capital próprio) são os temas mais prováveis de serem retomados, especialmente em vista do viés progressista

**Tudo indica que o governo prepara um pacote tributário de índole arrecadadora e alegadamente progressista no segundo semestre”**

que o ministro tenciona adotar nesses esforços.

Na mesma toada, a tributação de recursos *offshore* e fundos exclusivos já está no ar, tudo indicando que o governo prepara um pacote tributário de índole arrecadadora e alegadamente progressista no segundo semestre. É claro que essa expectativa não contribui para o ânimo empresarial, e pode desperdiçar boa parte da energia positiva gerada pela reforma dos impostos sobre consumo. Esse pacote do segundo semestre já parece se esgueirar das conversas sobre a reforma tributária, da qual consta, inclusive, um prazo determinado para que o governo a envie ao Congresso, e mesmo algumas ideias de índole populista para impostos sobre propriedade (IPTU, ITDMA e IPVA).

A reforma dos impostos sobre o consumo, entretanto, em vista de sua evidente complexidade e abundância de detalhes críticos, pode complicar o calendário, entrar pelo segundo semestre, e prejudicar a sequência pretendida pelo ministro. Trata-se de um cenário provável tendo em vista o histórico de dificuldade técnica e política da reforma tributária, tema que teimou em permanecer incompleto e inconclusivo por muitos anos.

Senão vejamos.

A reforma atualmente em discussão consiste em consolidar todos os impostos sobre o consumo, que incidem sobre faturamento e valor adicionado, e que pertencem às três esferas da federação, cada qual com suas regras. Três novos tributos são criados: (i) um IBS (imposto sobre bens e serviços) para os estados e municípios, reunindo o ICMS e o ISS; (ii) uma CBS (contribuição sobre bens e serviços), federal, sem partilha e que reúne PIS-COFINS e IPI; e (iii) um imposto seletivo federal, sem partilha, de índole arrecadatória, para incidir sobre bens como bebidas e tabaco, papel que hoje cabe ao IPI.

Os ganhos da reforma advêm principalmente da eliminação do efeito cascata nesses impostos, todos passando a contar com fórmulas de creditamento: (i) os impostos federais sobre faturamento todos se tornariam impostos sobre valor adicionado, no âmbito da CBS, com isso admitindo um creditamento mais extenso do que hoje existe para os regimes não cumulativos de PIS-

COFINS; e (ii) a unificação e simplificação do ICMS, ou dos 27 regulamentos de ICMS dos estados, em um único sistema, com as mesmas regras de creditamento, base de cálculo e hipóteses de incidência, inclusive a convergência para a cobrança no destino (se bem que ao longo de 50 anos).

É claro que é discutível se essa movimentação resulta em simplificação, quando o movimento inicial envolve um acréscimo de complexidade. Tem havido muito debate sobre o assunto, e uma multiplicidade de outros temas ficou para o terreno dos ajustes, com destaque para o tratamento de incentivos fiscais e a constituição de fundos de ressarcimento para perdas. A própria fixação de alíquotas ficou para depois, uma vez que se pretende que não haja elevação da carga tributária resultante da reforma, uma conta nada fácil, mas que já se sabe que dependerá dos tratamentos setoriais específicos em discussão, e se definirá em alguma instância administrativa, provavelmente um conselho criado para este fim.

Nada parece consumir mais energia política do que as encenças federativas, de modo que tudo o que se pode prognosticar sobre o andamento desse assunto é que vai se prolongar além do esperado e com desgastes maiores do que pensa. Nenhum governo foi tão longe quanto este nesse assunto, só resta saber se isto será bom ou ruim. Será bom se terminar bem e rápido, o que parece ser a aposta do governo. Entretanto, pode ser ruim

se não terminar, e se o assunto continuar a mobilizar o Parlamento durante muito tempo – nesse caso, dificultando as ações de governo em outras áreas.

**“A grande pergunta, e o grande risco passa a ser: o que vai haver de realmente novo na economia na presidência Lula 3?”**

Passado o recesso parlamentar, o segundo semestre de trabalho do Congresso terá um contexto diferente, será “um segundo momento” para a política econômica, pós aterrissagem, quando serão menos adaptações e continuações de temas antigos, mas as verdadeiras cartas desta administração. Os juros americanos não estarão mais subindo, e os do Brasil deverão estar em queda, um horizonte de aspecto benfazejo. Julho termina bem, no final do dia 2 de agosto, e uma nova etapa parece ter início. A grande pergunta, e o grande risco passa a ser: o que vai haver de realmente novo na economia na presidência Lula 3?

# Renda Fixa

## Crédito privado



Evandro Buccini

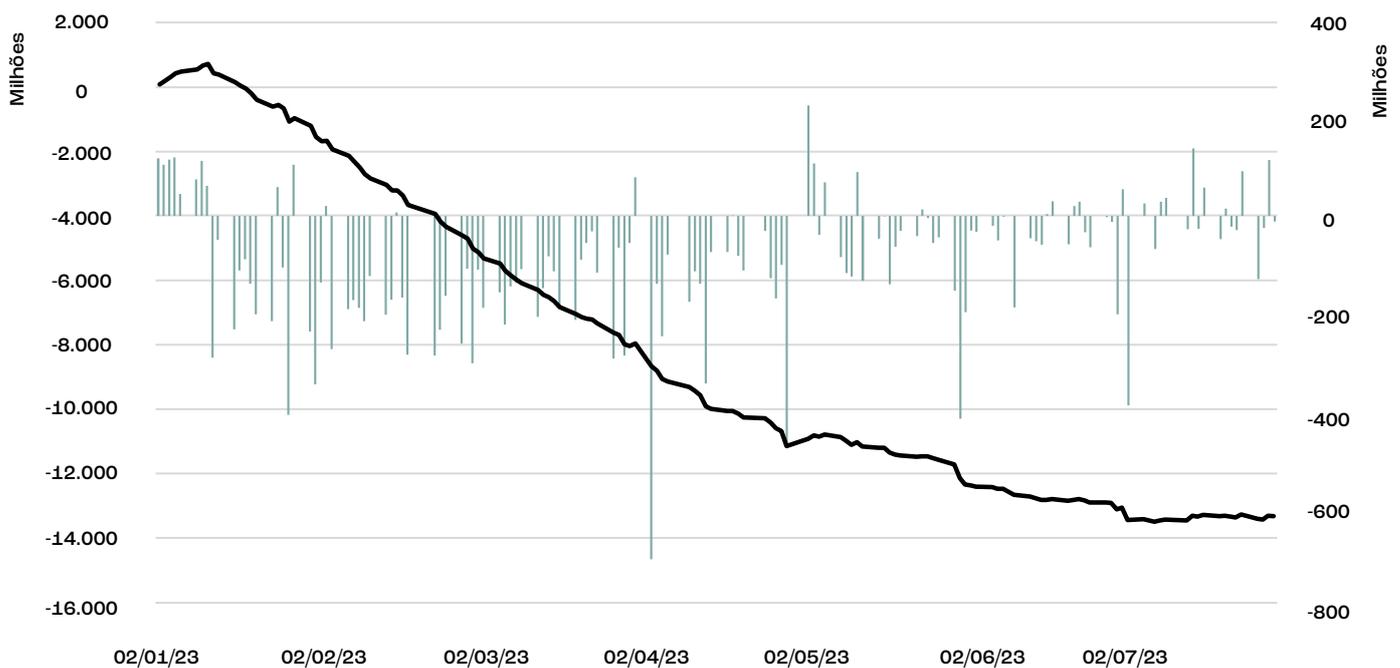
Por Evandro Buccini e Alex Hirai

### A escassez de novos papéis reduz os spreads de crédito de papéis High Grade

Continuamos otimistas com os sinais positivos de recuperação da classe de ativo de crédito privado ao longo do mês de julho. Notamos que o nível de resgate vem desacelerando nos últimos meses em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45, saindo

de um patamar de captação líquida negativa de ~R\$ 3,0 bilhões nos meses de fevereiro a abril, ~R\$ 1,2 bilhões em maio e junho para uma captação líquida negativa de ~R\$ 204 milhões em julho, conforme a tabela abaixo.

#### Captação Líquida Renda Fixa Acumulado YTD (até D+45)



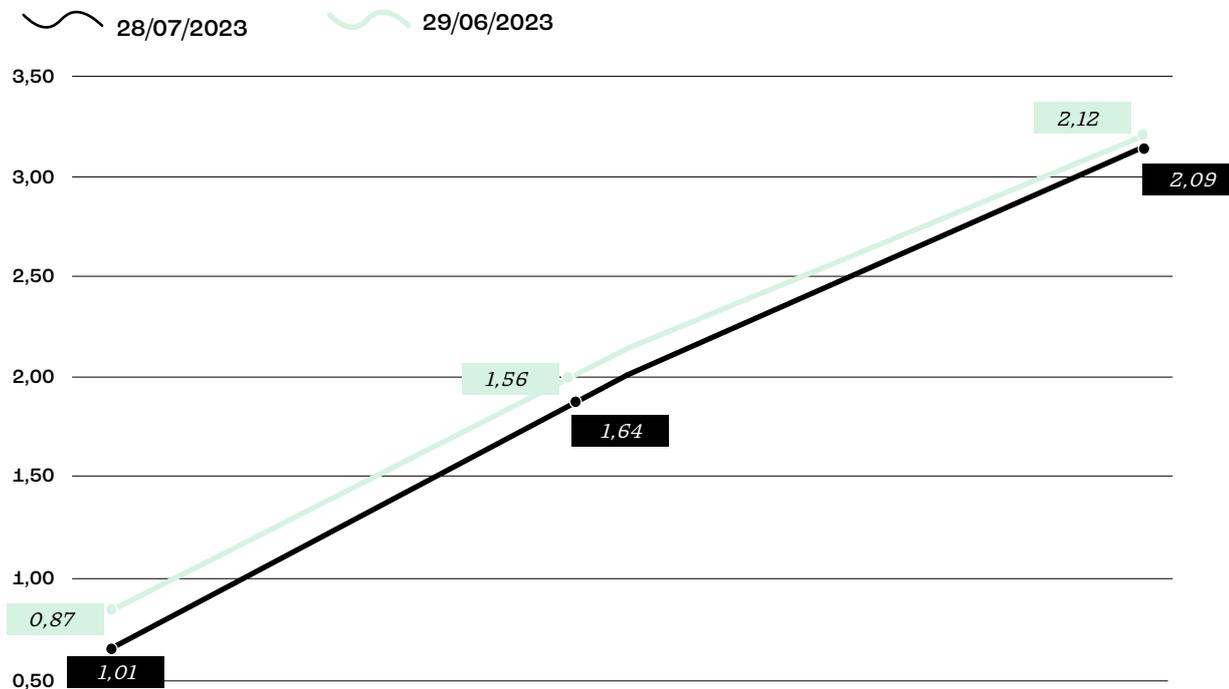
Fonte: Quantum e CVM

R\$ mm	D+1	D+45	Total
Janeiro	-1.892	368	-1.523
Fevereiro	-3.189	8	-3.182
Março	-3.113	-149	-3.262
Abril	-3.133	-69	-3.201
Maio	-1.287	93	-1.194
Junho	-986	-127	-1.114
Julho	-201	-6	-207
<b>Total</b>	<b>-13.801</b>	<b>117</b>	<b>-13.684</b>

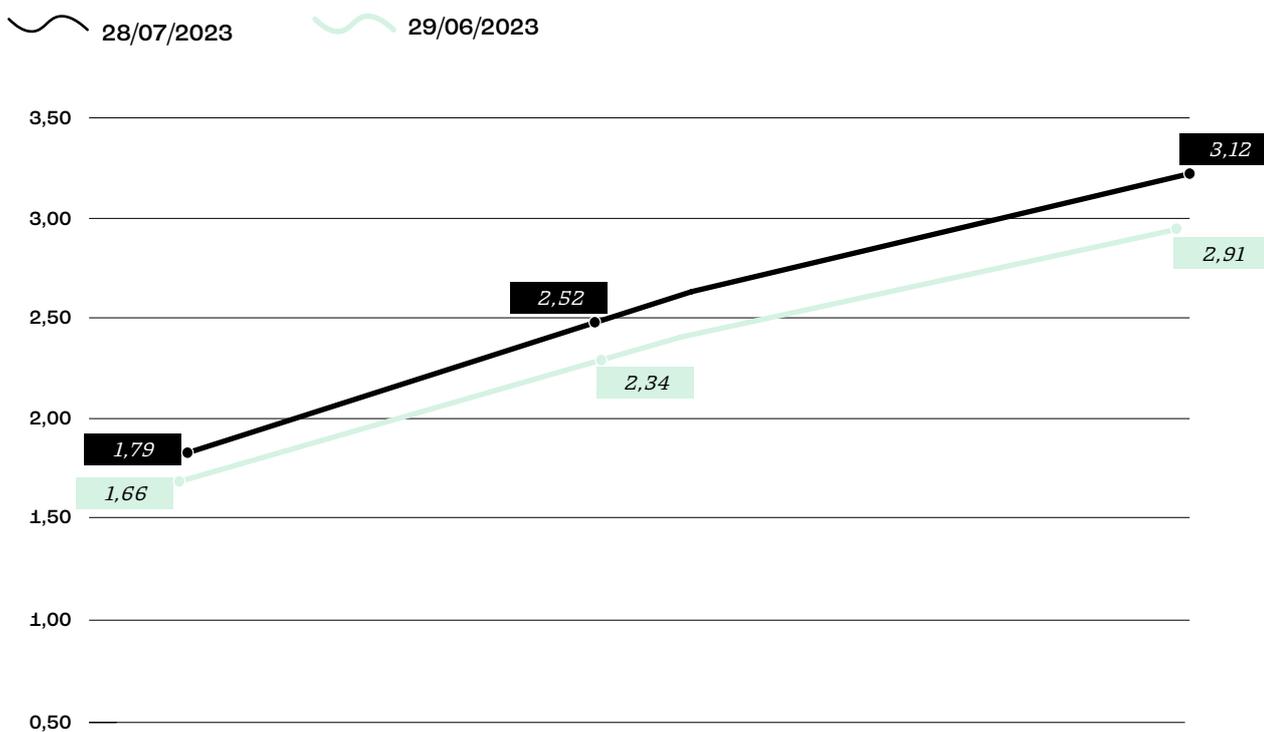
Os *spreads* das debêntures corporativas AAA continuam no ritmo de queda – com destaque para dois papéis com *duration* mais curto, conforme as curvas

publicadas pela ANBIMA entre os dias 29/junho/23 e 28/julho/23.

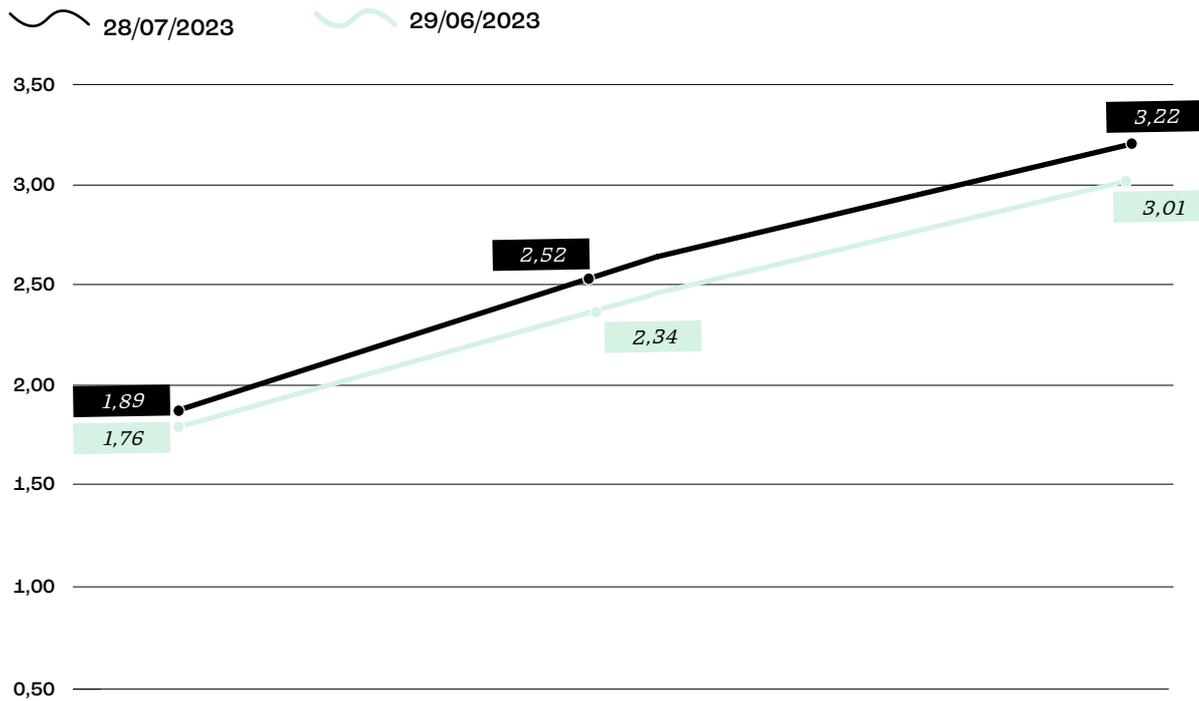
### CDI + AAA



### CDI + AA



CDI +A



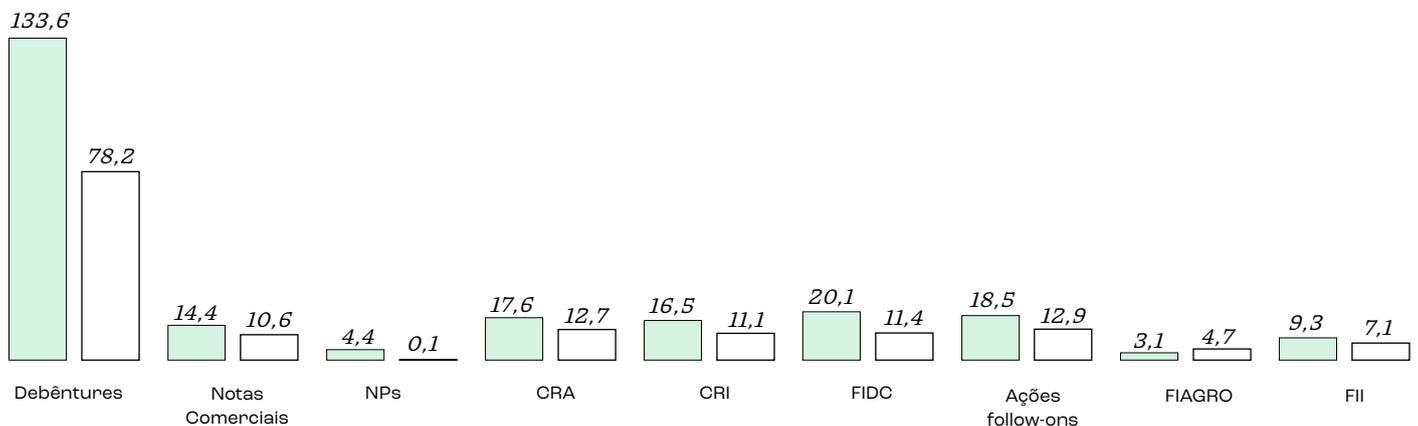
Fonte: ANBIMA

Apesar de o mercado primário de debêntures corporativas ter voltado, o volume emitido ainda está inferior quando comparamos com ano de 2022. As debêntures acumulam R\$ 78,2 bilhões de novas emissões até junho de 2023 vs. R\$ 133,6 bilhões no mesmo período do ano de 2022. Grande parte desse volume é absorvido

pelos participantes e intermediários ligados à oferta, representando 61% do volume total. Isso explica parcialmente a redução dos spreads das debentures de maior qualidade de crédito, investidores estão com forte demanda por ativos high grade.

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)

Jan - Jun/22 Jan - Jun/23

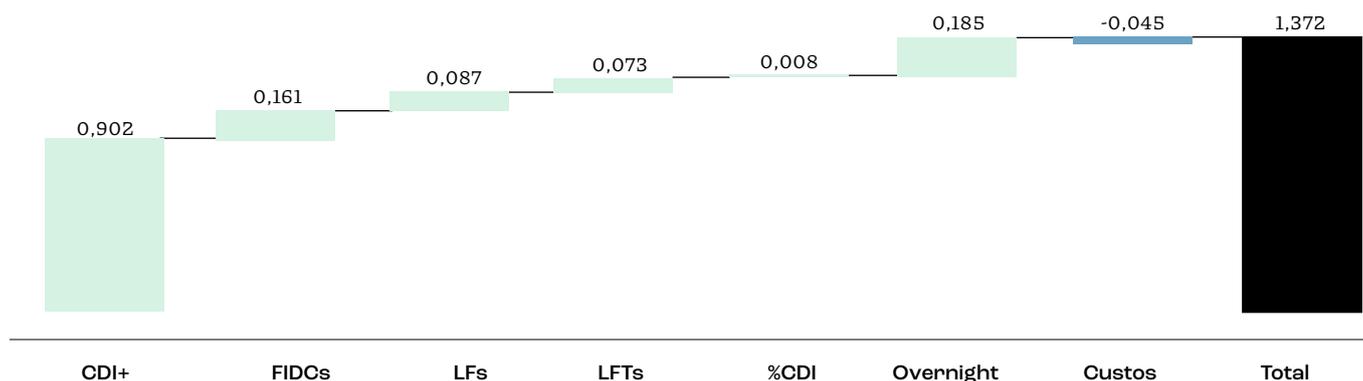


Fonte: ANBIMA

O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** de 128,0% do CDI no mês de julho foi impactado pela recuperação dos papéis de Unigel, Kora Saúde e Elfa Medicamentos, além do fechamento dos *spreads* das debentures *high grade* de nossa carteira. Do lado negativo, Aeris, a maior fabricante independente de pás para aerogeradores da América Latina, e Ambipar

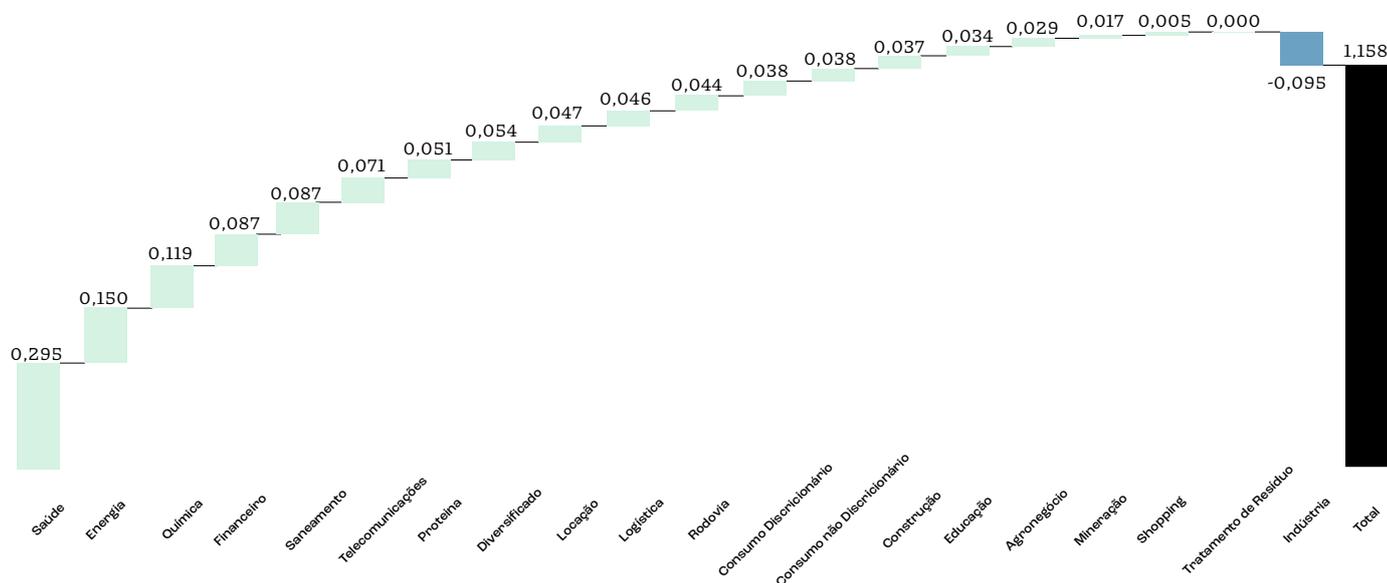
Environment ESG, empresa que opera na gestão de resíduos e resposta a acidentes para diversos segmentos, puxaram levemente para baixo a rentabilidade do portfólio. As carteiras de LFs e de FIDCs tiveram um retorno equivalente de 100% e 134% do CDI. Já as classes de debêntures indexados a DI+ e % do DI apresentaram retorno de 149% e 132% do CDI, respectivamente.

### Julho/23 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Fonte: Rio Bravo

### Julho/23 Performance Breakdown por setor (%)



Fonte: Rio Bravo

A estratégia do time de gestão foi conservar o caixa do fundo e realizar vendas de Letra Financeira na carteira no mercado secundário, preservando valor para os investidores. O nosso portfólio conta com mais de 50 emissores e em 20 diferentes setores, tornando-se uma

carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menos de 3,0% da carteira. Buscamos alocar em emissores de boa qualidade de crédito e líderes em seus respectivos segmentos de atuação.

# Investimentos imobiliários

Anita Scal



Por Anita Scal e Isabela Perez

## Consumo fígital: tendências para o varejo físico no pós-pandemia

É inegável que a pandemia da COVID trouxe novos hábitos. Alguns, passageiros. Outros, verdadeiras mudanças comportamentais que vieram para ficar. Mudanças comportamentais no consumo são uma das muitas faces dessas mutações. As pessoas – mais precisamente, os consumidores – passaram a buscar experiências e dar mais atenção ao autocuidado e ao conforto. Cuidados com o corpo e a mente elevaram a procura por mais qualidade de vida, e um novo estilo de vida mais livre e mais natural trouxe preocupação maior com a própria saúde, conforto e bem-estar. Houve aumento da expectativa dos consumidores em relação às experiências presenciais, e a praticidade do mundo digital deu ferramentas e ensinou o consumidor a pesquisar pelas melhores oportunidades. Segundo pesquisa recente da ABRASCE, 75% dos consumidores pesquisam o preço online antes de ir a uma loja física.

E como isso se reflete no comportamento do consumidor?

É bastante claro que houve ampla adoção das compras online durante os períodos de isolamento. O estudo global sobre consumo da PWC acompanha há alguns anos o comportamento do consumidor e as tendências do consumo. Em 2016, compras pelo celular representavam 12% do canal utilizado para fazer compras, bastante atrás dos 40% que as lojas físicas representavam. Em 2023, o canal físico segue sendo o preferido dos consumidores, com 43%, mas o consumo pelo celular chegou a quase 40% em 2022. No Brasil, 70% dos

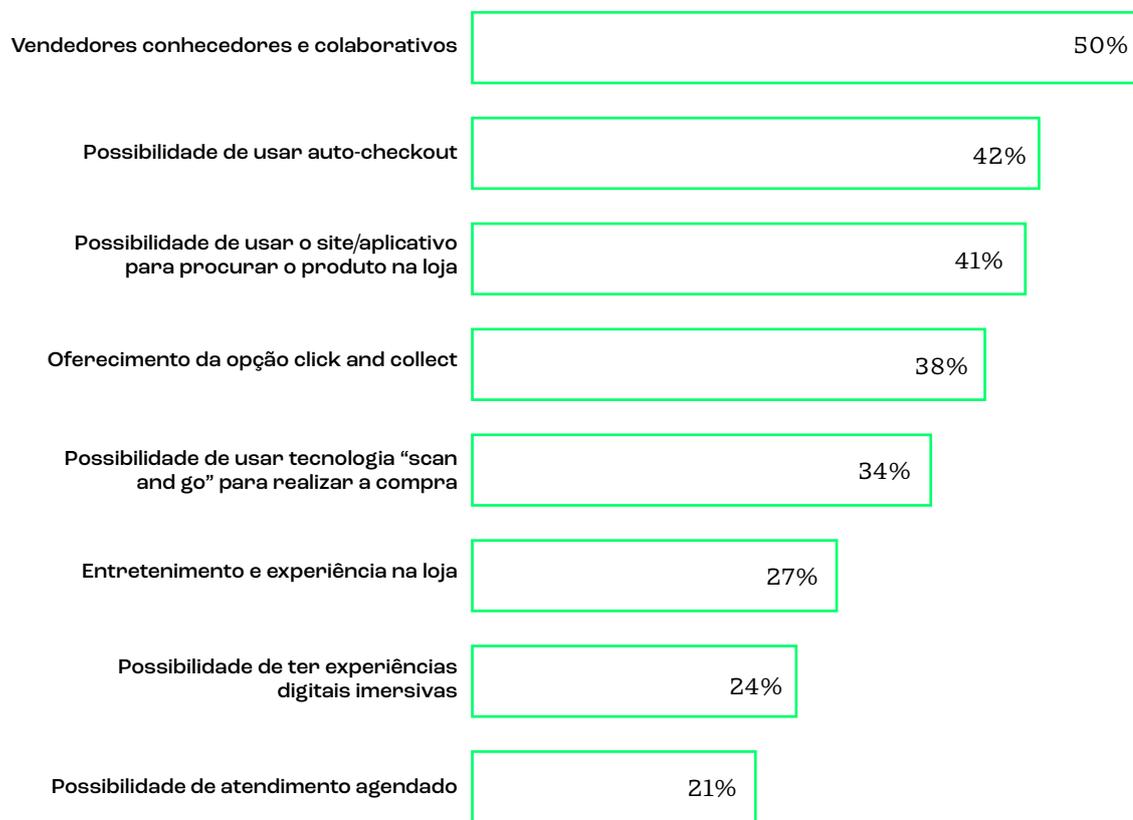
entrevistados dizem ter aumentado suas compras online durante a pandemia. Os atributos elencados como mais importantes para as compras online são a velocidade e confiança da compra, conveniência e praticidade de navegar pelos sites de compras e a disponibilidade de produtos nos pontos físicos.

Com a ampla adoção das compras online durante os períodos de isolamento, os consumidores se tornaram mais exigentes: buscam mais experiência nas lojas físicas e ampliaram o consumo “fígital”. Além disso, após o uso crescente do meio digital, algumas dores foram sentidas pelos consumidores: os custos de entrega, a garantia de qualidade dos itens adquiridos, o tempo de espera e a qualidade ruim das entregas dos produtos são pontos que levam o consumidor a querer comprar em lojas físicas. Não é por acaso que 40% dos consumidores que pretendem aumentar o consumo em lojas físicas e diminuir as compras online atribuem essa decisão ao alto custo das entregas.

Mas, então, o que é o consumo “fígital”?

Os consumidores querem que a experiência na compra física seja facilitada e melhorada pela tecnologia, com experiências presenciais e digitais integradas dentro das lojas, ou com compras online sendo concluídas de forma presencial, levando o consumidor aos pontos físicos, sempre sem perder de vista a exigência dos que estão em busca de experiência e qualidade.

## Pergunta: quais os seguintes atributos de compra nas lojas físicas você considera atrativos?



No Brasil e no mundo, segundo dados recentes da pesquisa global da PwC, 1/3 dos entrevistados espera ampliar suas compras em lojas físicas. Ainda de acordo com o mesmo levantamento, 81% dos entrevistados dizem que compraram em três ou quatro canais diferentes nos últimos seis meses. Essa migração facilitada entre os meios de compra mostra que os consumidores estão dispostos a trocá-los ou intercalá-los quando se trata de satisfazer suas expectativas de entrega e qualidade. O estudo mostrou que a probabilidade de os consumidores alternarem entre os diversos canais de compra é a mesma em qualquer direção. Ou seja, a multicanalidade é flagrante e demanda dos varejistas que estejam prontos para ter pontos de contato eficientes com os seus consumidores tanto no online quanto no físico.

E como isso pode criar oportunidades para o mercado imobiliário?

Na era fígital, as marcas estão de olho em ampliar seus pontos de contato de forma inteligente, justamente de olho nesse novo comportamento de consumo. Muitas vezes, não basta ter uma loja física para vender, no sentido mais tradicional da coisa. É preciso agregar presença física com marketing, um processo de encantamento do cliente. Um exemplo disso é o Méqui 1000, unidade do McDonald's inaugurado em 2019 na Av. Paulista, em São Paulo. A loja *flagship* da marca tem a missão clara de criar quase um parque de diversão, uma experiência que vai muito além de uma simples refeição – e que tem como pano de fundo um mercado competitivo e a busca por *market share*.

Também em 2019, na mesma Av. Paulista, foi inaugurada a *flagship* da Centauro, varejista esportiva, a primeira loja de rua da marca. A loja é feita para garantir a experiência do usuário e promover um relacionamento com seus consumidores, os amantes do esporte e os frequentadores da avenida. O espaço conta, inclusive, com uma arena para o público assistir partidas esportivas nas arquibancadas, além de ser um espaço que conta com algumas práticas de atividades físicas, como yoga, ao longo da semana. Os clientes podem não somente testar bicicletas, raquetes de tênis e calçados, mas, também, customizar as peças. Afora isso, com os provadores inteligentes da loja, que identificam os produtos, existe a possibilidade de buscar peças similares e pedir outros tamanhos ou cores sem precisar sair das cabines. Os caixas são móveis e o cliente pode finalizar a compra em qualquer lugar na loja, além de haver *lockers* para a entrega de produtos adquiridos no online. O fundo imobiliário **Rio Bravo Renda Varejo (RBVA11)**, gerido pela **Rio Bravo**, é o proprietário do imóvel ocupado pela varejista.

A varejista Petlove, por exemplo, decidiu entrar no varejo físico depois de mais de 23 anos de atuação exclusivamente no online. A loja conceito foi pensada para entregar uma experiência completa para os clientes, tanto de compra quanto de relação com a marca. A integração do online com o digital cria uma “prateleira infinita”, e o espaço físico traz um Pet Place para que os pets e seus tutores possam brincar livremente em um local dedicado. Essa é mais uma forma de aproximar os clientes da marca, ampliar os pontos de contato e garantir uma experiência que vai desde a compra em si até o *look and feel* do espaço físico.

O setor de investimento também busca essa proximidade com seus clientes, como é o caso do Investment Center do Itaú. Um serviço cada vez mais prestado de forma digital, com redução da capilaridade nas ruas dos grandes bancos, traz um conceito na contramão, que busca abrir espaços-conceito para atendimento presencial do público de alta renda. Mais uma vez, a qualidade da entrega (neste caso, do serviço), a confiança e a experiência são pontos cruciais para o cliente. O **RBVA11** também é o proprietário do mais novo Investment Center do Itaú localizado no Leblon, no Rio de Janeiro, que deverá ser inaugurado no segundo semestre deste ano.

Para o locador, estar bem-posicionado, com espaços onde as marcas querem estar para entregar justamente essa experiência aos clientes, pode ser sinônimo de oportunidades, deixando distante a ideia de que o varejo digital deve aniquilar o varejo físico no futuro. Mais do que isso, para os varejistas, virou fator determinante construir um verdadeiro *omnichannel*, em que o físico e digital de fato se integrem, gerando o valor esperado pelos consumidores.

Fonte:

“Global Consumer Insights Pulse Survey”, da PwC (edição junho/2022, fevereiro/2023 e junho/2023)

“O comportamento dos Frequentadores de Shopping Centers”, da ABRASCE, edição de 2023.

<https://braziljournal.com/mequi-1000-por-que-o-mcdonalds-esta-rindo-a-toa/>  
<https://mercadoeconsumo.com.br/15/10/2019/noticias/centauro-inaugura-flagship-voltada-para-experiencia/>

# Renda Variável

Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

## Tese de investimento | Vale

A Vale é uma das maiores empresas de mineração e metais do mundo em termos de capitalização de mercado. A empresa é uma das maiores produtoras de minério de ferro e níquel do planeta. De igual modo, a Vale produz pelotas de minério de ferro e cobre. Os concentrados de níquel e cobre contêm subprodutos de metais do grupo da platina (PGM), ouro, prata e cobalto. A companhia participa da exploração mineral em terras virgens em seis países e opera grandes sistemas logísticos no Brasil e em outras regiões do mundo, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos, integrados com as operações de mineração. Além disso, a empresa conta com centros de distribuição para apoiar a entrega de minério de ferro em todo o globo. A Vale, ademais disso, possui investimentos em negócios de energia por meio de afiliadas e *joint ventures*.

### Produtos e serviços comercializados

Soluções de minério de ferro: consiste na extração de minério de ferro e na produção de pelotas, bem como nos corredores de transporte do Norte, Sul e Sudeste, incluindo ferrovias, portos, terminais e navios, vinculados às operações de mineração.

- Minério de ferro: a empresa opera três sistemas no Brasil para a produção e distribuição de minério de ferro: sistemas Norte, Sudeste e Sul.
- Pelotas de minério de ferro: atualmente, a Vale possui oito plantas de *pelotização* em operação no Brasil e duas em Omã.

Metais para a transição energética: trata-se da produção de minerais não ferrosos, incluindo operações de níquel (co-produtos e subprodutos) e cobre.

- Níquel: As principais operações de níquel da Vale são conduzidas por meio de sua subsidiária integral, Vale Canada Limited (“Vale Canada”), que possui minas e plantas de processamento no Canadá e na Indonésia e controla e opera instalações de refino de níquel no Reino Unido e no Japão.

- Cobre: No Brasil, a empresa produz concentrados de cobre nas operações de Sossego e Salobo, em Carajás, no estado do Pará. Já no Canadá, são produzidos concentrados de cobre e cátodos de cobre em conjunto com nossas operações de mineração de níquel através da Vale Canada.

- Cobalto, PGMs e outros metais preciosos: o minério extraído nas operações de níquel em Sudbury produz cobalto, PGMs, prata e ouro como subprodutos. No Canadá, a empresa também produz cobalto refinado em suas instalações em Long Harbour, em Newfoundland e Labrador.

### Comercialização e Mercados

Existe forte correlação de 85% entre os preços do minério de ferro e os preços das ações da Vale. Isso se deve principalmente à grande exposição da empresa ao minério de ferro, que representa ~90% do EBITDA consolidado da companhia.

A Vale fornece o minério de ferro e pelotas de minério de ferro para a indústria siderúrgica. Os níveis prevaletentes e esperados de demanda por produtos siderúrgicos afetam a demanda pelo minério de ferro e pelotas de minério de ferro da empresa. A demanda por produtos siderúrgicos é influenciada por vários fatores, como a produção industrial global, a construção civil e os gastos com infraestrutura. Mas o principal país que influencia

tanto a demanda quanto os preços das commodities desses produtos é a China. Em 2022, a China representou 62,9% dos embarques de minério de ferro e pelotas da empresa, e a Ásia como um todo representou 77%.

A performance das ações da Vale no 2023 está acumulando uma queda de -23% vs Ibovespa +14,6%. Essa queda YTD é explicada pela alta exposição à economia e aos mercados chineses. Em setembro de 2022, a economia da China estava completamente parada por conta da pandemia do COVID-19 e faltavam compradores no mercado imobiliário. No entanto, as ações rapidamente subiram de cerca de R\$65 para cerca de R\$90 por ação quando a China anunciou sua reabertura e o fim do lockdown, impulsionando assim os preços do minério de ferro acima de US\$120 por tonelada. Hoje em dia, as ações voltaram aos níveis de baixa do fim do ano passado devido à reabertura decepcionante da economia chinesa.

## Metais básicos

Acreditamos que outro ponto muito importante da tese de investimento em Vale é a unidade de metais básicos e a oportunidade para a empresa participar da transição energética como um player chave. A Vale é a segunda maior produtora de níquel e está entre as 15 maiores produtoras de cobre globalmente. Por muito tempo, o mercado subvalorizou o impacto da transição energética para a Vale, e sempre viu a empresa como uma empresa de minério de ferro puro. Algumas empresas pares são negociadas na faixa de 6-10 vezes o EBITDA, em comparação com a Vale, que é negociada perto de 4 vezes o EBITDA. Portanto, com o tempo, os investidores podem reavaliar o múltiplo da Vale à medida que essa oportunidade de crescimento na transição energética seja precificada.

## Por que o níquel e o cobre são tão importantes na transição energética?

- O níquel é um metal amplamente utilizado na fabricação de aço inoxidável, ligas e baterias, com excelente resistência à corrosão e oxidação, tornando-se um material ideal para diversas aplicações.

O níquel é um componente crítico na fabricação de baterias para veículos elétricos, bem como para o armazenamento de energia proveniente de fontes renováveis (como energia eólica e solar). À medida que a transição energética acontece em escala global, espera-se que a demanda por níquel cresça

significativamente a longo prazo. De acordo com projeções (Wood Mackenzie, Vale, S&P Global), a demanda por níquel deve aumentar mais de 50% até 2030 e quase dobrar até 2040.

- O cobre é um componente essencial em tecnologias de energia renovável, incluindo painéis solares, turbinas eólicas e motores de veículos elétricos. Vários consultores preveem que a demanda por cobre dobrará até 2035, o que exigiria dezenas de bilhões de dólares em investimentos, mas que atualmente não consideramos altamente provável.

A crescente adoção de energia renovável, especialmente em sistemas de geração de eletricidade solar e eólica, impulsiona a demanda por cobre. Os painéis solares e as turbinas eólicas dependem do cobre para conduzir eletricidade de forma eficiente, e os veículos elétricos utilizam uma quantidade significativa de cobre em seus motores e sistemas de bateria.

A projeção de que a demanda por cobre dobrará até 2035 destaca a importância desse metal na transição para uma economia mais sustentável e menos dependente de combustíveis fósseis. No entanto, o aumento significativo na demanda por cobre também pode enfrentar desafios em termos de oferta e investimentos necessários para atender a essa demanda crescente.

## Conclusão

Apesar dos desafios que a empresa está passando, começamos a montar a posição em VALE3 devido aos múltiplos atrativos que a empresa está negociando (EV/EBITDA de 4,5x). Além disso, estamos otimistas em relação a um potencial incentivo do governo chinês para economia, que se traduz em estímulos sobre o setor imobiliário e infraestrutura (levando assim alívio para os preços do minério de ferro). Junta-se a isso a notícia recente da venda de 13% do segmento de metais básicos da Vale, indicando um *valuation* implícito de US\$ 26 bilhões para esse segmento. Esperamos que o mercado reflita adequadamente na participação da Vale o múltiplo de *valuation* relativo mais alto de seus sistemas de cobre e níquel (EV/EBITDA 7,5x/8,0x), o que também incorpora premissas de crescimento mais altas no futuro próximo dada a demanda aquecida por segmentos relacionados à transição energética.

# Performance

	Renda Fixa	Renda Variável		Multimercado		Índices				
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Templeton Climate Change IE FIA	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	Rio Bravo Valor Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	IMA-B	IFIX	MSCI ACWI
julho 23	1,37	4,28	1,73	-0,84	2,75	1,07	3,27	0,81	1,33	1,88
junho 23	0,81	8,68	-4,03	2,92	4,78	1,07	9,00	2,39	4,71	-0,09
maio 23	0,80	5,90	3,58	-0,99	5,38	1,12	3,74	2,53	5,43	0,56
abril 23	0,55	3,91	-3,98	-0,72	4,76	0,92	2,50	2,02	3,52	-0,32
março 23	0,78	-1,93	-2,89	0,47	-0,59	1,17	-2,91	2,66	-1,69	0,30
fevereiro 23	0,15	-8,08	1,91	-0,97	0,16	0,92	-7,49	1,28	-0,45	-0,92
janeiro 23	1,07	3,37	6,46	1,25	-2,05	1,12	3,37	-0,00	-1,60	4,67
dezembro 22	1,20	-4,41	-4,80	0,70	0,07	1,12	-2,45	-0,19	-0,00	-5,43
novembro 22	1,06	-9,62	11,18	1,15	-4,88	1,02	-3,06	-0,79	-4,15	8,36
outubro 22	1,11	8,23	3,27	2,06	-0,73	1,02	5,45	1,23	0,02	3,03
setembro 22	1,23	-1,55	-4,70	-0,79	2,05	1,07	0,47	1,48	0,49	-5,78
agosto 22	1,25	5,16	-2,39	-1,62	9,36	1,17	6,16	1,10	5,76	-4,03
julho 22	1,11	4,56	10,64	-0,55	0,88	1,03	4,69	-0,88	0,66	5,85
junho 22	1,03	-12,61	0,93	-0,87	0,02	1,02	-11,50	-0,36	-0,88	1,26
Ano	5,65	16,21	3,25	1,04	15,91	7,64	11,13	12,27	11,51	6,14
12 meses	12,03	12,61	6,37	2,89	22,94	13,64	18,86	15,85	14,12	1,98
24 meses	23,81	-16,08	-	12,44	-	24,29	-3,44	18,59	13,50	-10,08
36 meses	28,65	0,17	-	11,54	-	27,32	16,72	23,13	17,42	16,86
48 meses	29,28	15,27	-	15,61	-	32,76	18,60	31,93	21,39	67,30
Desde o início	281,89	761,14	8,64	76,68	23,44					
PL Atual (R\$Mil)	218.605,63	2.849,41	18.170,28	6.118,73	6.911,09					
Data de início	14/08/2008	08/09/2004	27/01/2022	17/08/2015	19/05/2022					
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,50%	0,30%	1,50%	0,55%					
Taxa de Performance (a.a.)	-	20% do que exceder o ibovespa	-	20% do que exceder CDI	15% do que exceder IFIX					

# RIO BRAVO

**Paulo Bilyk**

Chief Executive Officer  
Chief Investment Officer  
[paulo.bilyk@riobravo.com.br](mailto:paulo.bilyk@riobravo.com.br)

**Gustavo Franco**

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

**Evandro Buccini**

Diretor de Renda Fixa e Multimercado  
[evandro.buccini@riobravo.com.br](mailto:evandro.buccini@riobravo.com.br)

**Anita Scal**

Diretora de Investimentos Imobiliários  
[anita.spichler@riobravo.com.br](mailto:anita.spichler@riobravo.com.br)

**Vanessa Faleiros**

Chief Operating Officer  
Diretora Jurídico e Compliance  
[vanessa.faleiros@riobravo.com.br](mailto:vanessa.faleiros@riobravo.com.br)

**comercial**

[comercial@riobravo.com.br](mailto:comercial@riobravo.com.br)

**Daniel Sandoval**

Diretor Comercial  
11 3509-6689  
[daniel.sandoval@riobravo.com.br](mailto:daniel.sandoval@riobravo.com.br)

**Vanessa Valente**

Gerente Comercial  
11 3509-6615  
[vanessa.valente@riobravo.com.br](mailto:vanessa.valente@riobravo.com.br)

**Lígia Pereira**

Analista Comercial  
11 3509-6687  
[ligia.pereira@riobravo.com.br](mailto:ligia.pereira@riobravo.com.br)

**relação com investidores**

**Isabela Perez**

11 3509-6657  
[ri@riobravo.com.br](mailto:ri@riobravo.com.br)

**ouvidoria**

0800 722 9910  
[ouvidoria@riobravo.com.br](mailto:ouvidoria@riobravo.com.br)



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

A Rio Bravo é pioneira em Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil e um dos principais players, atuando em estruturação, administração e gestão deste produto.

### Escritórios

#### **RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa**

Fundo imobiliário de lajes corporativas de localização premium com presença nos principais eixos corporativos de São Paulo.

### Educacional

#### **RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional**

Investimento em imóveis com operações educacionais, contratos atípicos com instituições de ensino de bom risco de crédito.

### Varejo

#### **RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo**

O primeiro fundo imobiliário do país com foco em varejo de rua. Mais de 70 imóveis, diversificação e locatários de bom risco de crédito.

### Fundo de Fundos

#### **RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos**

Fundo de fundos imobiliários com DNA fundamentalista focado em geração de renda.

### Logístico

#### **TRBL11 – Tellus Rio Bravo Renda Logística**

Fundo imobiliário logístico com presença nas principais regiões metropolitanas do país e estratégia last mile com localizações de até 30 km das capitais.

### Residencial

#### **RBRS11 – Rio Bravo Renda Residencial**

Investimentos para renda em ativos residenciais de excelente localização.

### Multimercado Imobiliário

#### **Rio Bravo Valor Imobiliário FIM**

Fundo que busca oportunidades de alocação no mercado imobiliário com o objetivo de obter ganho de capital. Retornos consistentes acima do IFIX.

## solutions

Desenvolvemos produtos com as mais diversas estruturas e estratégias, exposição a variados ativos e fatores de risco por meio de uma abordagem multidisciplinar com uso intensivo de dados, e um time de gestores experientes com atuação transversal.

## crédito

A área de Crédito da Rio Bravo atua desde 2007 e é formada por profissionais com experiência em gestão de fundos de renda fixa e atuação no mercado de capitais.

#### **Rio Bravo Crédito Privado FI RF**

Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco de crédito.

### Fundos de crédito imobiliário

#### **RBHY11 - Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield**

Portfólio de CRIs com foco em papéis high-yield (de maior risco de crédito).

#### **RBHG11 - Rio Bravo Crédito Imobiliário High Grade**

Portfólio de CRIs com foco em papéis high-grade (de menor risco de crédito).

### Infraestrutura

#### **RBIF11 - Rio Bravo ESG IS Fi-Infra**

Fundo de renda fixa listado que investe em uma carteira diversificada de debêntures incentivadas e selecionadas a partir de um processo ESG, com isenção de IR para pessoas físicas.



**11,0**<sub>bi</sub>  
imobiliário

crédito,  
multimercado e  
renda variável

**0,8**<sub>mm</sub>

solutions

**1,5**<sub>bi</sub>

**R\$13,3**<sub>bi</sub>

Total Sob Gestão e Administração

**RIO  
BRAVO**

Rio Bravo Investimentos

Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar - Conj. 32

04551-065 São Paulo SP Brasil

Tel. +55 11 3509-6500



**Seu  
investimento  
tem poder.**

riobravo.com.br