



**RIO BRAVO**

# estratégias estratégias

*agosto 2023*



# Meia estação

por Gustavo Franco



Brasília se acalma quando o presidente viaja, pois boa parte da capital, juntamente com o noticiário, viaja com ele.

O tema de mais essa etapa da diplomacia presidencial é a expansão do grupo BRICS, assunto de grande visibilidade, mas de efeitos econômicos “de longo prazo”, difíceis de se vislumbrar no primeiro momento.

Grandes debates podem ser entabulados sobre se os BRICS, ou se alguma expansão desse grupo, alcançarem a expressão e o significado do finado grupo dos 77 (G-77), os países ditos “não-alinhados”, de certo peso nos tempos da “guerra fria”.

O contexto é outro, mas há pouca dúvida de que o grupo se tornou algo bem maior que o prefigurado pelo criador do acrônimo, Jim O'Neill, em um já célebre relatório de pesquisa da Goldman Sachs. Mas certamente parece exagerado pensar que o grupo possa entreter ideias ambiciosas, por exemplo, sobre a desdolarização do comércio internacional. A construção e expansão do grupo está em andamento e não se sabe bem até onde poderá ir.

No *Summit* de Johannesburgo, agora no mês de agosto, o grupo ajustou a inclusão de seis novos membros: Argentina, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos, Etiópia, Egito e Irã. Não há mais um acrônimo que possa encapsular as iniciais desse novo G-11, e está aberta a temporada para as interpretações econômicas e geopolíticas sobre os termos de referência desse grupo.

O fato é que, sem a expansão de agora, os cinco membros originais respondiam por cerca de 15% do PIB mundial em 1992 e hoje sua contribuição ultrapassa 1/3, com 3,4 bilhões de pessoas, ou seja, mais de 40% da população do planeta.

A contribuição do G7 para o PIB global era de 45% em 1992 e passou a 28% em 2023.

É claro que esse G-11, ou o grupo BRICS depois de uma expansão (BRICS+), ainda pode crescer muito mais,

porém, necessariamente, sua personalidade vai mudar. Sua próxima expansão possivelmente confrontará não mais o G-7, mas o G-20, cuja presidência será do Brasil entre dezembro de 2023 e novembro de 2024. E o grande desafio do próximo ano, resumido em uma única palavra, será: Argentina.

Os novos membros do BRICS+ não necessariamente contribuirão capital para o banco, o NDB (*New Development Bank*, conhecido como o “banco dos Brics”). Embora isso possa ocorrer em se tratando dos novos sócios que vêm do Golfo Pérsico, os outros, como a Argentina, deverão permanecer na ponta tomadora, do outro lado do balcão, como clientes. Crescendo em direção a seus clientes, o BRICS+ tende a ser uma emanção da China, um desafio para os outros países fundadores do grupo.

Cada um dos sócios originais do grupo possui sua agenda e seus interesses específicos e circunstanciais no desenvolvimento do bloco, que terá de se equilibrar numa linguagem sempre muito neutra para definir sua razão de ser e para acomodar as suscetibilidades de cada sócio.

*Para o Brasil, resta evidente que o grupo e o conceito do BRICS+ permitem uma fusão entre a diplomacia pessoal do presidente da República e as agendas da esquerda do Itamaraty*

Para o Brasil, resta evidente que o grupo e o conceito do BRICS+ permitem uma fusão entre a diplomacia pessoal do presidente da República e as agendas da esquerda do Itamaraty, bem representadas e assentadas no novo governo através da presença do embaixador e ex-ministro Celso Amorim, como um ministro sem pasta, ou chanceler “sombra”.

A inclusão da Argentina nessa primeira expansão do grupo BRICS pode ser vista como uma vitória brasileira, restando cogitar sobre o quanto deverá custar. Pode ser um favor para os *Hermanos* que, inclusive, afaste o Brasil de obrigações financeiras com o vizinho. Seria como fazer uma introdução, e deixar a dura conversa sobre *funding* com os sócios chineses. Mas talvez seja o contrário: o Brasil pode não conseguir se desvencilhar de contribuir para um pacote argentino, que parece provável em sequência às eleições de outubro, e que pode ser gigante e arriscado, e cuja construção provavelmente passará pelo G-20.

### Um candidato que desafia descrições

A Argentina realizou em 14 de agosto as suas primárias presidenciais (PASO – Primarias Abertas Simultâneas Obrigatórias) e o grande vencedor foi Javier Milei, um candidato que desafia descrições: como definir o populismo pela direita, com fortes tonalidades de liberalismo de modalidade libertária, na pátria do peronismo?

A analogia com Bolsonaro é automática e um tanto perturbadora, mas não passa de uma aproximação: os *outsiders* políticos, como as famílias infelizes de Tolstói, o são cada um de um jeito.

A aceleração da inflação tem sido alarmante, bem como o estado das finanças públicas. Conservadoramente, o FMI estima que a inflação termine o ano em 120%, com queda de 2,5% no PIB, mas a situação fiscal se encontra em franca deterioração, sendo que o próprio FMI não acredita que o governo cumpra sua meta fiscal para o ano, um déficit primário de 1,9% do PIB. Há um acordo com o FMI em andamento, cuja sexta revisão revelou uma impressionante taxa de descumprimento.

**A inflação é o grande assunto da eleição argentina, e a atmosfera lembra a disputa brasileira de 1989**

As eleições presidenciais terão lugar em outubro, e vai se firmando a expectativa de um pacote anti-inflacionário radical.

A inflação é o grande assunto da eleição, e a atmosfera lembra a disputa brasileira de 1989, época em que o presidente era eleito em outubro e a posse ocorria em março do ano seguinte. A tensão vai crescendo de tal sorte que um pacote se torna inevitável para quem quer que vença.

Milei tem como principal assessor econômico o economista Emilio Ocampo, autor de um livro (em coautoria com Nicolas Cachanoski) cujo título fornece uma indicação muito forte sobre o que poderá se passar: *Dolarización: Una Solución para la Argentina*.

### Risco sempre presente

Entretanto, é difícil imaginar que a Argentina consiga implementar um regime como o do Equador, de dolarização sem “*currency board*”, e sem uma moeda fiduciária nacional. Esta seria a próxima variante (a última?) ainda não tentada, ainda mais radical que o “Plano de Conversibilidade”, associado ao ministro Domingo Cavallo, de 1991, e que colapsou em 2002.

Parece também difícil imaginar que isso possa ser tentado sem que ocorra algo como um “Plano Bonex” (o equivalente argentino para o confisco do nosso Plano Collor). Vamos aguardar.

Enquanto isso no Brasil, em imenso contraste, vamos festejando discretamente os 29 anos do padrão monetário iniciado em 1994, e refletindo sobre o longo prazo, ou sobre os próximos 30 anos de política monetária e de mercado de capitais, em um ambiente de estabilidade de preços, ou de inflação de Primeiro Mundo.

As primeiras três décadas do real foram muito profundamente marcadas pelas dores do tratamento.

Demorou pouco menos de três anos, a partir do Plano Real, para que a inflação, medida pelo IPCA, caísse abaixo de 5% anuais no acumulado de 12 meses. Mas foram mais de 25 anos para a SELIC chegar nesse patamar. O COPOM, que foi criado em 1996, se reuniu 226 vezes antes de colocar a SELIC em 4,5% anuais em 11/12/2019.

Foi uma trajetória longa e tormentosa e uma de suas lições mais cruéis é que não há cura definitiva: o risco de retorno da velha senhora está sempre presente e requer esforço permanente de prevenção.

A experiência recente da Argentina serve como valioso referencial para os que não lembram, ou que não viveram as dificuldades dos anos 1980, e não compreendem a gravidade e a complexidade de uma hiperinflação.

Passados 30 anos do Plano Real, e mesmo depois de longa desintoxicação, a inflação permanece uma ameaça, ainda que numa ordem de grandeza diferente da que teve no passado.

Feita a ressalva, é interessante refletir sobre o horizonte que se apresenta para a política monetária e para o mercado de capitais brasileiro.

Ressalvada uma deterioração fiscal significativa, que sempre parece estar na próxima esquina, mas que, em verdade, é bem mais difícil de ocorrer hoje do que já foi no passado, é legítimo admitir que o Tesouro deverá encontrar melhores condições de (re)financiamento de sua dívida nos próximos 30 anos, especialmente se comparadas às condições observadas nos primeiros 30 anos do real.

Em tempos de crise fiscal, parece claro que a manutenção de juros reais positivos, todos dias a cada dia, funcionava como uma garantia de backstop público contra os efeitos da inflação, e como uma condição essencial para afastar o risco de uma hiperinflação. Eram os tempos do *overnight*.

É claro que a situação fiscal brasileira não é a de um país que tenha sequer o “grau de investimento”, mas a crise fiscal aberta do início da década de 1990 parece ter ficado para trás. Entretanto, o reconhecimento desses progressos “institucionais” ficou mais difícil depois que o próprio presidente da República politizou as taxas de juros, com isso incentivando os economistas, e mesmo o Parlamento, a cerrar fileiras em apoio ao Banco Central e a voltar suas atenções para a sustentabilidade fiscal.

Com efeito, o assunto do equilíbrio fiscal está bem longe de estar resolvido, e a aprovação do chamado “arcabouço fiscal”, em linha com o determinado pela PEC da Transição, representa nada mais que um passo relativamente tímido nessa direção. O país recebeu um upgrade na classificação de risco soberano, mas ainda permanece firmemente abaixo do “grau de investimento”.

Do ângulo intertemporal, a ideia de efetuar um “ajuste fiscal permanente”, ou de adotar um regime fiscal que de fato estabeleça a sustentabilidade fiscal, destinado a colocar o país na região do “grau de investimento” deveria ser um *no-brainer*. Reduções de despesa hoje se transformariam em grandes economias de juros no futuro.

É simples: ficaria mais barato para o Tesouro (re)financiar sua dívida porque haveria menos risco. Se o país chegar ao “grau de investimento”, e mesmo ultrapassar essa marca em dois ou três degraus (chegando no nível do Chile, por exemplo), certamente conseguiria reduzir substancialmente o custo de sua dívida, com imensa vantagem fiscal.

Mas as decisões de política fiscal não são feitas com essa lógica.

O ministro da Fazenda deveria ser o depositário desses princípios, o que, todavia, não parece ser o caso. A atenção do ministro parece unicamente concentrada nos impostos, e muito pouco em redução de despesa. O arcabouço foi uma boa iniciativa, mas é menos efetivo e restritivo que o teto de gastos. Suas metas de superávit primário não parecem factíveis, nem mesmo na banda inferior, o que remeteu o ministro da direção dos impostos e do desgaste.

A associação do ministro, e do governo, ao aumento da carga tributária, aliada à leniência com a despesa, deverá ficar mais flagrante e politicamente custosa.

A ministra do Planejamento, Simone Tebet, perdeu espaço e não faz contraponto ao ministro, até pelo contrário, parece se alinhar ao petismo mais radical, que, talvez por profissão de fé ou obrigação política, não apoia o ministro da Fazenda.

O ministro Haddad tentou encontrar linhas de menor resistência no campo da arrecadação, com o propósito de não descumprir muito flagrantemente sua promessa de não aumentar a carga tributária, mas não está fácil. Os sites de varejo para pequenas compras – que funcionam com “sacoleiros” em e-commerce – e os de apostas esportivas são novas fontes, mas de potencial limitado para as ambições do governo.

**Os esforços para a tributação dos recursos offshore, bem como dos fundos exclusivos, exigiram um “esforço de vendagem” através do argumento de que eram tributações sobre “super-ricos”**

Os esforços para a tributação dos recursos *offshore*, bem como dos fundos exclusivos, exigiram um “esforço de vendagem” através do argumento de que eram tributações sobre “super-ricos” que, por qualquer razão, tinham sido “esquecidas” pelos seus antecessores. Em ambos os casos, todavia, há um problema formal em se tributar estoques, portanto o já acontecido, evocando a velha máxima pela qual também o passado, no Brasil, é incerto.

## Panorama de investimentos

Num cenário em que o governo encontra um bom caminho para a política fiscal e se aproxima efetivamente do “grau de investimento”, faz sentido especular sobre o que se passará com os juros e com o panorama de investimentos.

Num cenário de sustentabilidade fiscal, não faria mesmo muito sentido que o Tesouro refinanciasse sua dívida pagando juros maiores que a inflação a cada dia todos os dias. Teria que haver uma conversa sobre o “desligamento”, talvez impossível no Brasil, do custo do financiamento da dívida pública e a política monetária.

Na planície, enquanto isso, os investidores brasileiros se acostumaram a ganhar da inflação, e do CDI idealmente, todos os dias e a cada dia, mesmo que mantenham suas aplicações por prazos longos e não precisem da liquidez.

Consolidamos uma “cultura do CDI diário” da qual não se consegue escapar, e que é preciso superar para que o mercado de capitais brasileiro progrida e para que o financiamento do governo seja mais barato.

É claro que será mais barato se for menos arriscado, como acima observado. O que nos leva de volta ao problema fiscal, infelizmente ainda não resolvido, e nem mesmo reconhecido em toda a sua complexidade.

\*

É muito possível, talvez bem provável que em meados do ano que vem, a prevalecer o ritmo de redução da SELIC indicado na última reunião, ocorrida em 2 de agosto, o Banco Central venha a enfrentar um debate sobre onde pode estar a “taxa neutra”. Ou sobre até que nível de SELIC irão as reduções.

O Relatório FOCUS registra a expectativa de 11,75% para SELIC na virada do ano de 2023, implicitamente projetando três cortes de 0,5% para as três reuniões marcadas para este ano.

Para 2024, todavia, o FOCUS projeta 9,00% para o fim do ano, mas se o COPOM permanecesse cortando 0,5% a cada reunião, o ano de 2024 terminaria com 7,75%. Implicitamente se projeta, portanto, que o COPOM enxergará que chegou na taxa neutra em meados de 2024.

Mas o debate será interessante sobre o nível em que verá aterrissar a SELIC nesse ciclo de baixa já iniciado. A trégua que o presidente da República deu ao BC pode ser removida e as hostilidades podem se renovar, bem quando o mandatário terá que fazer a sua escolha para os três dirigentes do BC cujos mandatos se encerram em dezembro de 2024, aí incluído o do presidente Roberto Campos Neto.

\*

A atmosfera política está amena, como é próprio da meia estação, mas talvez apenas na aparência. Parece não esmorecer o noticiário referente ao ex-presidente Jair Bolsonaro, mas a fila anda, e o Legislativo vai lidando com novas pautas de interesse do governo.

**“As relações entre o Executivo e o Legislativo têm sido conduzidas com enorme cuidado. O rescaldo das eleições é complexo.”**

As relações entre o Executivo e o Legislativo têm sido conduzidas com enorme cuidado. O rescaldo das eleições é complexo. É claro que haveria mais velocidade nos projetos de governo caso aprovada a reforma ministerial que se destina a proporcionar mais espaço político para o chamado “Centrão”. Mais velocidade, nesse contexto, naturalmente significa menos identificação com a agenda caracteristicamente petista, pois muda relevantemente a identidade do próprio governo. Compreende-se, portanto, a indefinição do presidente Lula.

# Renda Fixa

## Crédito privado

Evandro Buccini



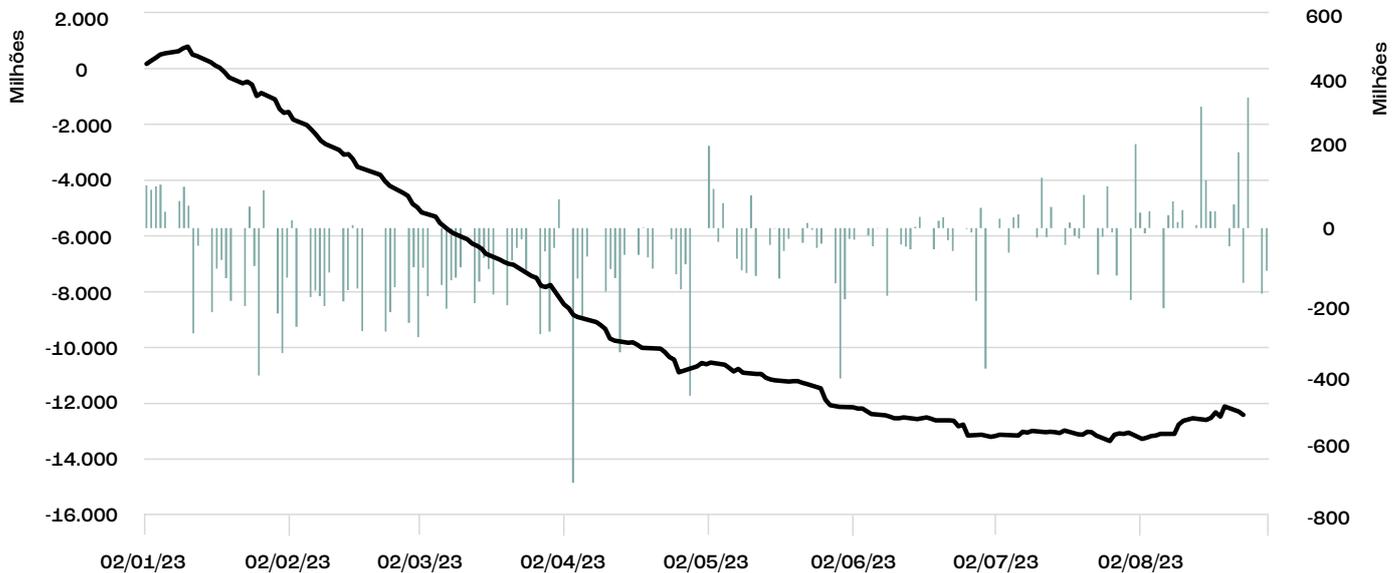
Por Evandro Buccini e Alex Hirai

### Momento de inflexão no mercado de crédito privado

Seguimos otimistas com a concretização dos sinais positivos demonstrados no mês anterior de recuperação da classe de ativos de crédito privado. Em agosto, o nível de resgate em mais de 40 fundos de crédito

privado com resgate até D+45, que vinha apresentando desaceleração, passou a ter captação positiva, saindo de um patamar de captação líquida negativa de ~R\$ 208 milhões em julho para ~R\$ 965 milhões positivos.

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



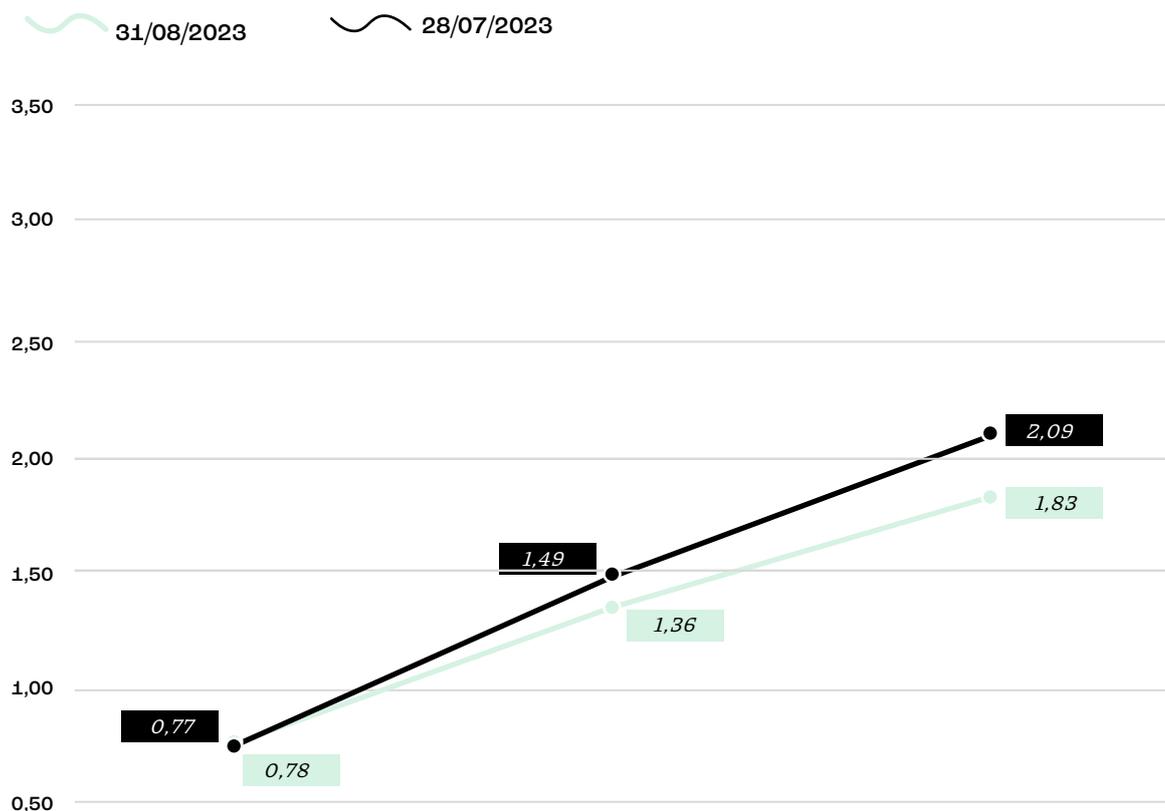
Fonte: Quantum e CVM

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	-202	-6	-208
Agosto	806	159	965
<b>Total</b>	<b>-12.996</b>	<b>276</b>	<b>-12.719</b>

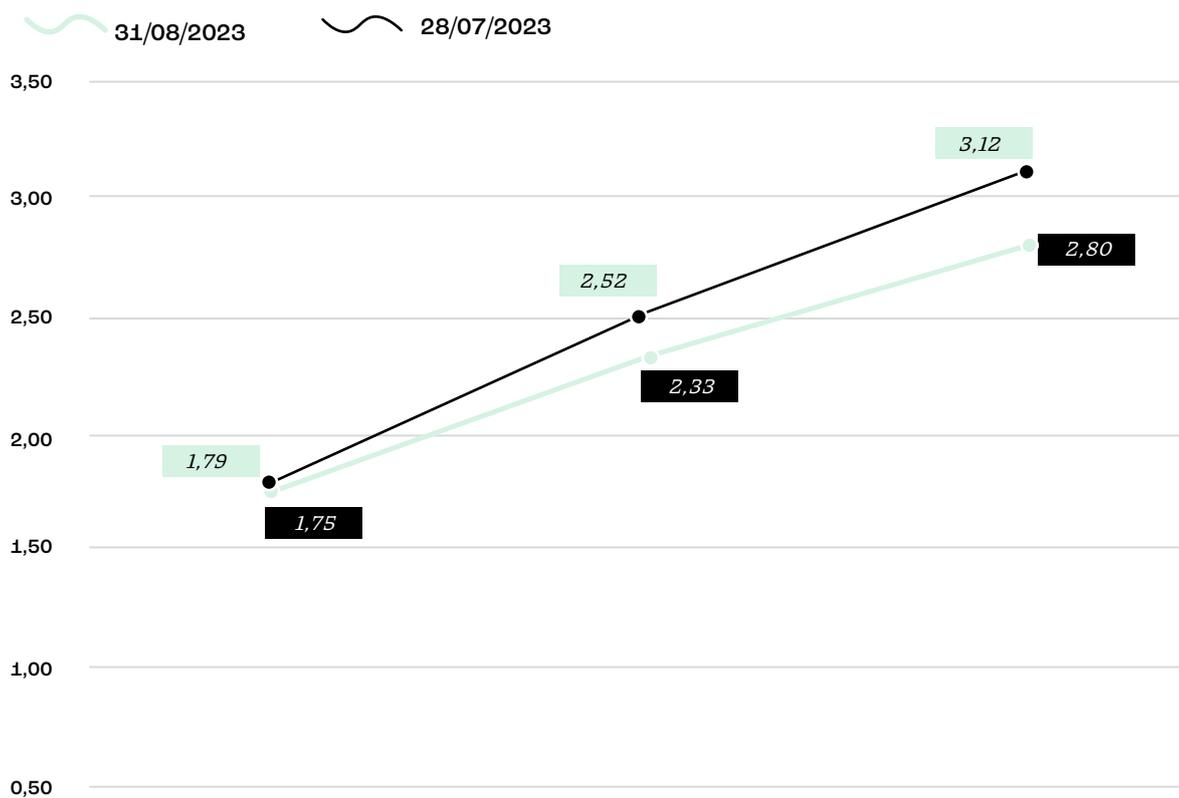
Os *spreads* das debêntures corporativas AAA continuam no ritmo de queda – com destaque para dois papéis com *duration* mais curto, conforme as curvas

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

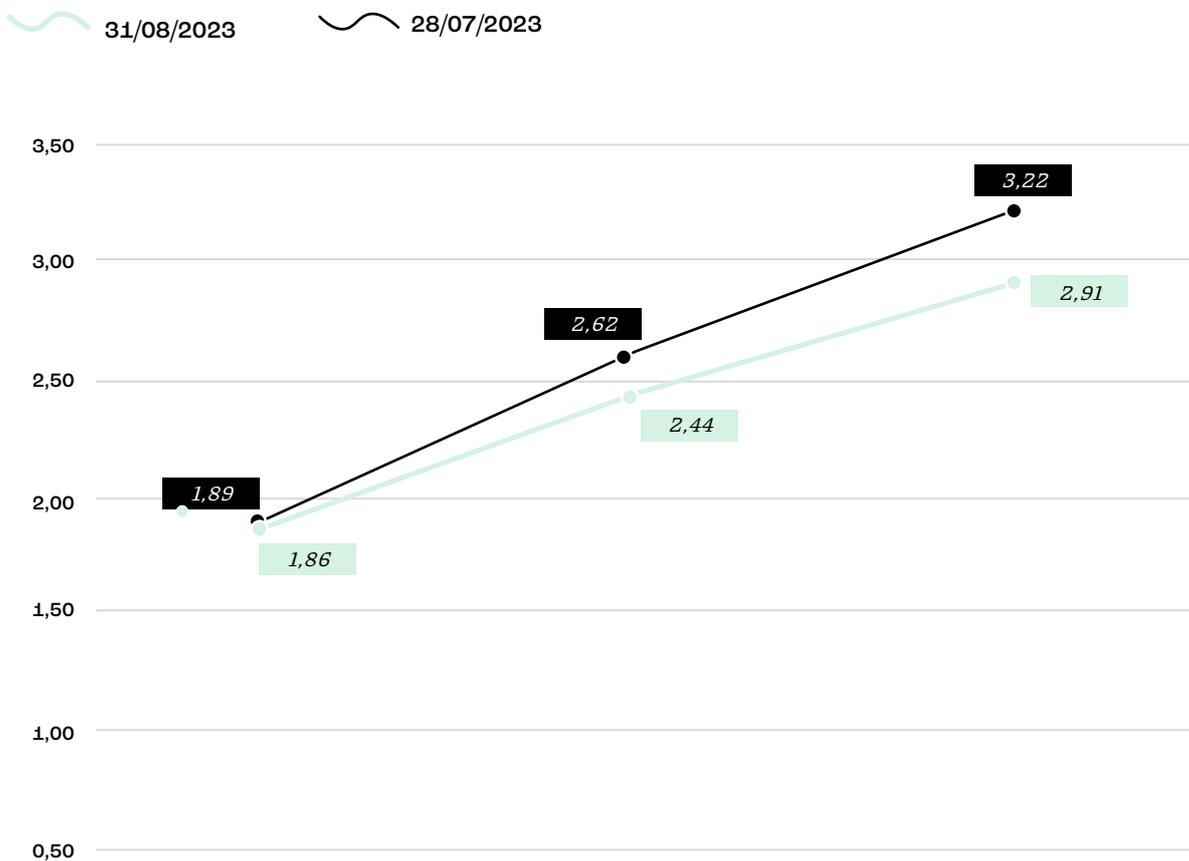
## CDI +AAA



## CDI +AA



## CDI +A

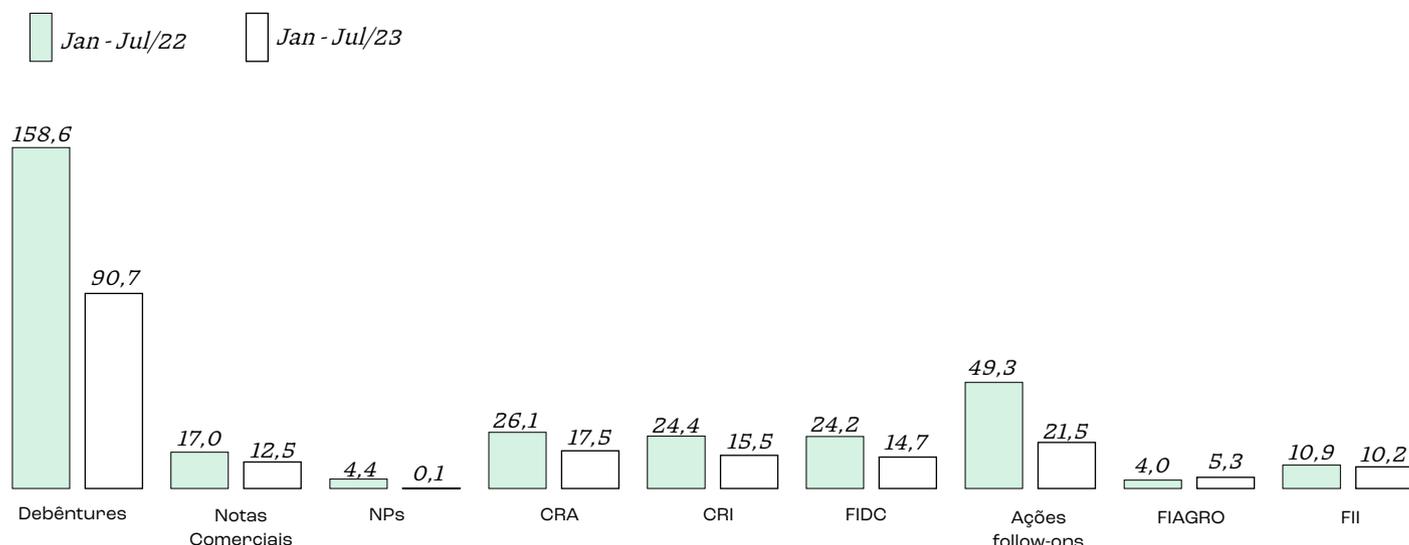


Fonte: ANBIMA

No acumulado do ano, as emissões no mercado primário de debêntures corporativas estão inferiores em relação ao ano anterior, apesar da melhora recente. As debêntures acumulam R\$ 90,7 bilhões de novas emissões até julho

de 2023 vs. R\$ 158,6 bilhões no mesmo período do ano de 2022. Grande parte desse volume é absorvido pelos participantes e intermediários ligados à oferta, representando 60% do volume total.

## Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



Fonte: ANBIMA

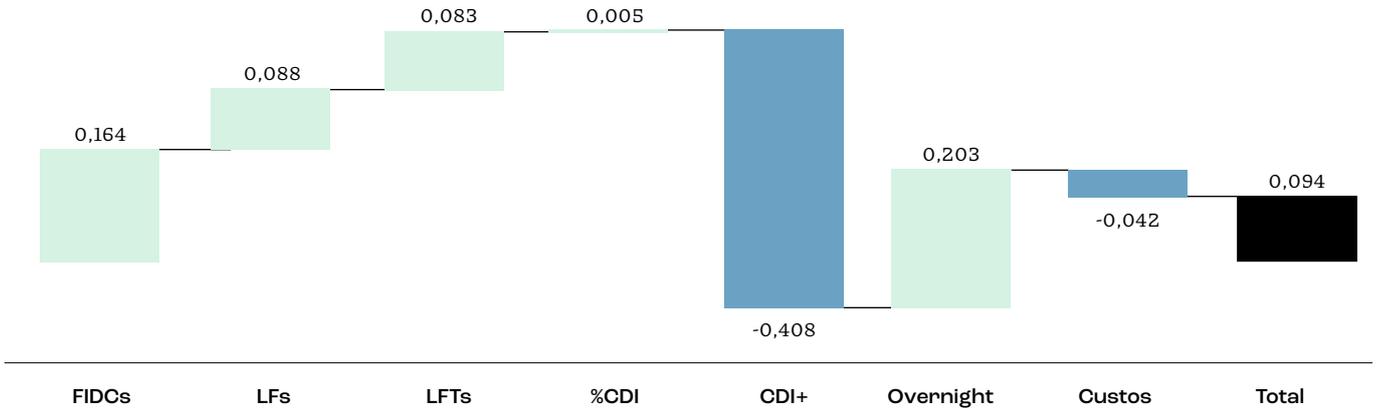
O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado**, de 8,61% do CDI no mês de julho, foi impactado negativamente pela marcação a mercado a 50% do valor de face do papel da Sequoia Logística. Isso ocorreu devido a uma série de eventos, entre eles a concessão de um *waiver* na medição da dívida líquida sobre EBITDA e a divulgação do fraco resultado do 2T23, que impactaram no perfil de risco da companhia. Já os outros papéis apresentaram boa performance associada ao fechamento dos *spreads*.

A Sequoia apresentou resultados fracos no 2T23, impactados por dois grandes fatores: (1) redução da linha risco sacado, impactando diretamente a necessidade de capital de giro. A empresa teve que recorrer à dívida bancária no curto prazo; e (2) reestruturação de sua operação com a saída da operação de logística de pesados (linha branca), aumentando custos/ despesas não recorrentes. Mesmo com o aumento de capital realizado no final de maio no total de R\$ 99,6 milhões, a empresa não conseguiu manter o nível de volume de pedidos (7.519 mil pedidos no 2T23 vs 14.366 mil no

2T22), o que corroborou para redução na geração de receita da companhia. Os executivos da companhia acreditam que os pontos mais baixos em termos de receita e rentabilidade foram os meses de junho e julho, e que a partir de agosto poderemos ver uma retomada, podendo chegar a níveis de faturamento mensal do 1T23 de R\$ 100 milhões. A dívida líquida aumentou de R\$ 619mm para R\$ 646mm do 1T23 para 2T23, atingindo uma dívida líquida EBITDA de 7,6x versus 3,2x, muito superior ao seu covenant de 3,5x. Esse incremento no índice veio da redução substancial no EBITDA LTM de R\$194mm no 1T23 para R\$ 85mm 2T23. A companhia se encontra em um momento muito delicado.

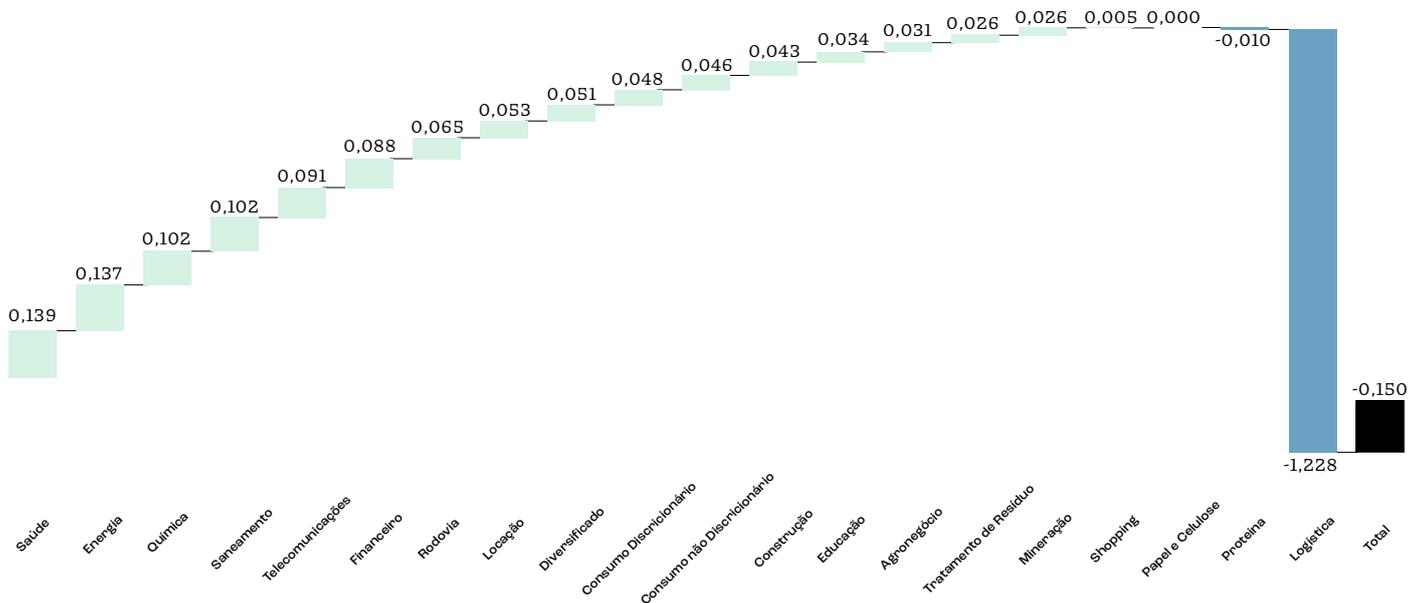
Com base nas considerações apresentadas, o time de gestão está estudando a melhor forma de desinvestimento do papel, que hoje possui uma exposição de 1,5% do PL. É prudente aguardar a AGD, agendada para o dia 11/09. Posteriormente a esta reunião, poderemos embasar nossa decisão de maneira mais estratégica, levando em consideração as informações e propostas discutidas durante o encontro.

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



Fonte: Rio Bravo

### Agosto/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 2,7% 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 Hector Santana

## Empresas voltam a ocupar e ampliar seus escritórios

O encerramento do segundo trimestre deste ano trouxe resultados positivos e sinais encorajadores de forte recuperação para o mercado de escritórios na cidade de São Paulo. Os resultados são impulsionados principalmente por transações em edifícios corporativos de alto padrão, os mais procurados por grandes ocupantes.

Segundo dados da consultoria imobiliária Buildings, o mercado geral de edifícios na cidade de São Paulo fechou o primeiro semestre de 2023 com absorção líquida positiva – em outras palavras, o saldo entre devoluções e contratações de espaços corporativos – de 101 mil m<sup>2</sup> no período. Desses, mais de 57 mil m<sup>2</sup> em edifícios com classificação A ou A+, aqueles de ótima qualidade, infraestrutura e padrão construtivo.

A exigência das empresas<sup>1</sup> em aumentar os dias no modo presencial e a menor oferta de vagas de trabalho remoto são algumas das razões apresentadas por grandes consultorias imobiliárias para o movimento positivo de locações em São Paulo. Além da maior procura por escritórios, observa-se um aumento no interesse por maiores metragens nas locações, acima de 1.000 m<sup>2</sup>, indicador que reforça a recuperação do setor.

### Retorno ao modelo presencial

No cenário internacional, Andy Jassy, CEO da Amazon, afirmou durante sessão interna de perguntas e respostas realizada no início do mês de agosto que já havia passado o momento dos funcionários da empresa discordarem da sua política de trabalho híbrido<sup>2</sup>. Hoje, a Amazon exige que os funcionários estejam presentes nos escritórios ao menos três dias por semana e vem sofrendo grande resistência de parte relevante dos seus funcionários. O executivo justifica o movimento afirmando que os funcionários tendiam a se envolver mais pessoalmente e colaborar mais facilmente no trabalho presencial, além de não sentir que as reuniões eram tão eficazes no modelo remoto.

A empresa de tecnologia Zoom, que ganhou grande destaque com a pandemia ao redefinir o trabalho remoto com seu serviço de videoconferências, comunicou seus funcionários sobre sua nova política de trabalho presencial, exigindo<sup>3</sup> a presença em seus escritórios ao menos dois dias por semana. O movimento é emblemático considerando o modelo de negócio e a cultura da empresa que visa adotar uma “abordagem híbrida estruturada”.

1. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/08/empresas-enxugam-trabalho-remoto-e-voltam-a-ampliar-escritorios.shtml>

2. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/destaque-do-home-office-na-pandemia-zoom-pede-que-seus-funcionarios-voltem-ao-trabalho-presencial/>

3. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/destaque-do-home-office-na-pandemia-zoom-pede-que-seus-funcionarios-voltem-ao-trabalho-presencial/>

O movimento de volta ao presencial<sup>4</sup> é tendência nos Estados Unidos e mundo afora, sendo seguido por outras gigantes do setor de tecnologia, como Google, Apple, Salesforce e até mesmo a Casa Branca.

No mercado local, já no primeiro trimestre deste ano, a taxa de ocupação dos escritórios da capital paulista apresentava aumento considerável, focado principalmente em seus principais eixos. Segundo levantamento da consultoria especializada CBRE, em 500 edifícios corporativos na cidade, 80% dos escritórios estão com ocupação de ao menos 70%. A ocupação passa de 90% em 45% dos edifícios analisados. Esses números são ainda mais impressionantes se considerarmos que, ao final de 2022, apenas 59% dos edifícios apresentavam ocupação acima de 70%.

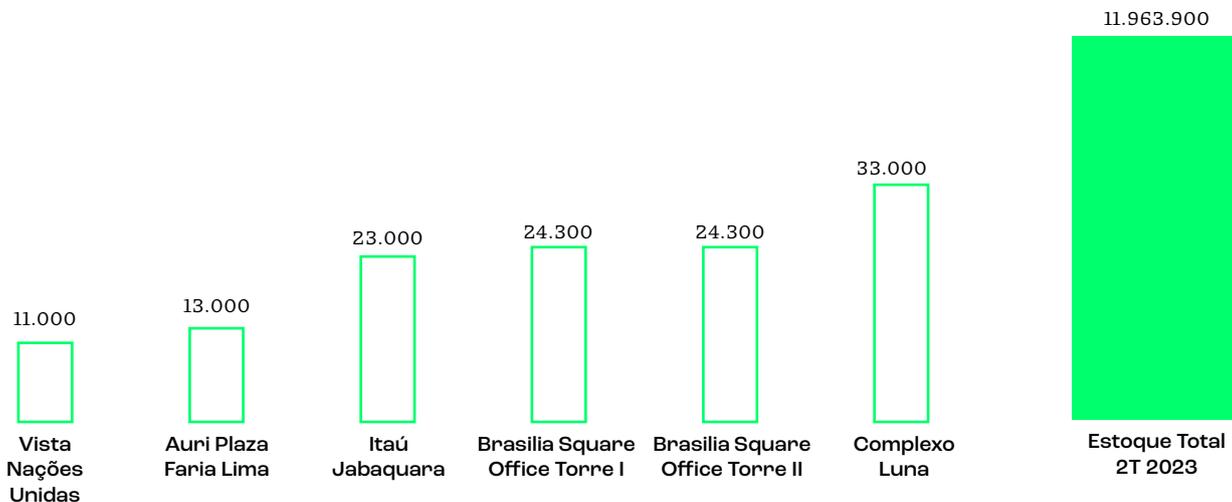
### Mercado de São Paulo segue aquecido

A cidade de São Paulo apresenta absorção líquida positiva no mercado corporativo pelo 7º trimestre consecutivo.

No encerramento do segundo trimestre, a taxa de vacância física média da cidade era de 21,18%, frente 21,19% do trimestre anterior, um número praticamente estático. Contudo, a redução da taxa de vacância só não foi mais expressiva devido à significativa entrega de novos empreendimentos no trimestre: o estoque total da cidade aumentou em mais 100 mil m<sup>2</sup>, maior nível em um único trimestre desde 2018. Ou seja, a absorção líquida foi positiva, com essas novas áreas disponíveis sendo fortemente consumidas, o que fez a vacância ficar estável mesmo com tamanha área entregue.

Já o nível da atividade construtiva – ou seja, empreendimentos em fase de desenvolvimento – apresentou forte recuo, permanecendo no menor nível em mais de 20 anos, com área acumulada de 495 mil m<sup>2</sup>. Esse controle do novo estoque pode significar maior poder nas negociações para os proprietários nos próximos anos, com menos áreas novas disponíveis, o que deve representar um consumo das áreas existentes conforme a atividade econômica e a demanda evoluam.

### Principais Entregas do 2T 2023



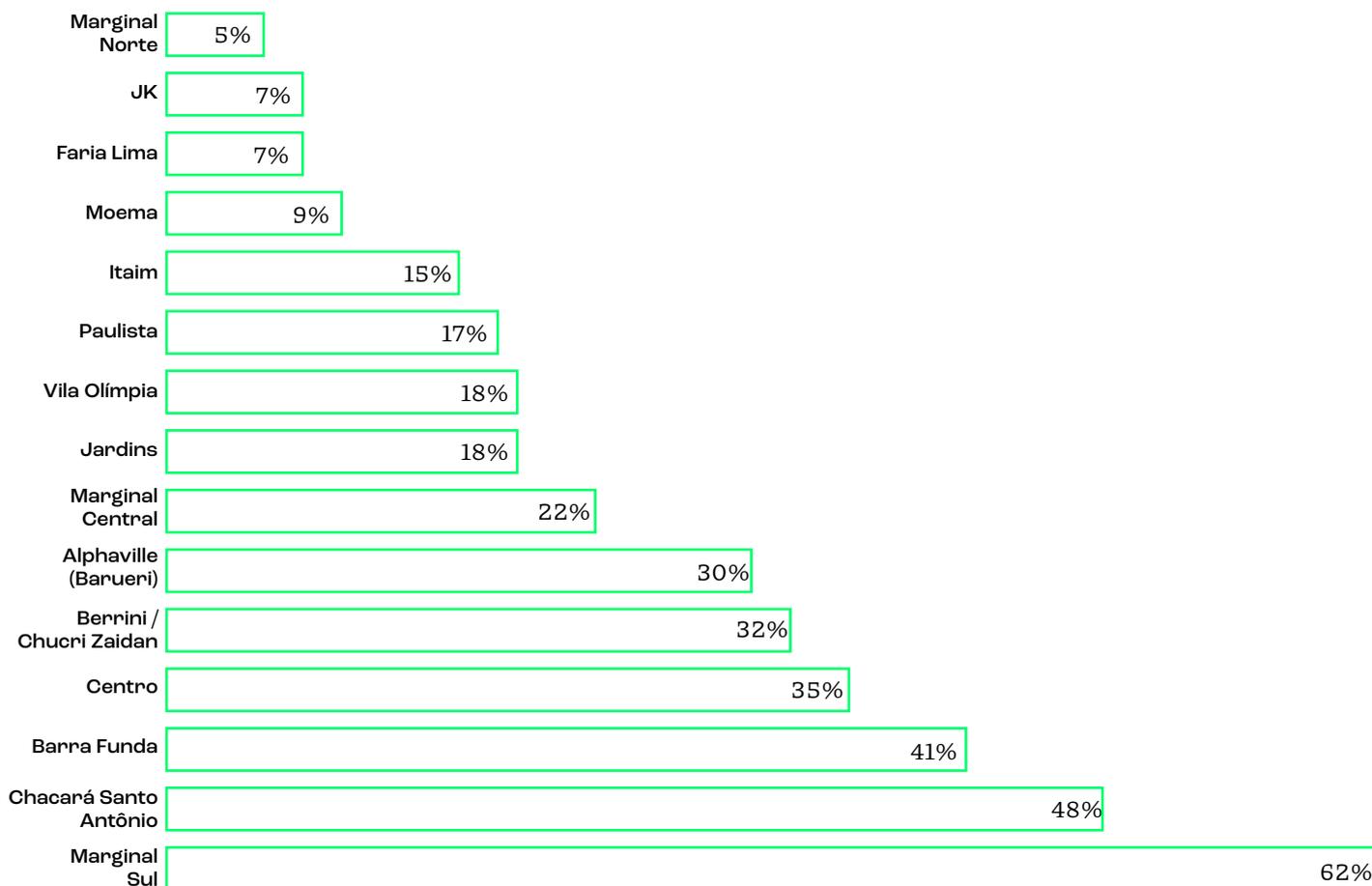
Fonte: Buildings

Com a significativa entrega de edifícios de alta qualidade, a taxa de vacância de escritórios Classe A apresentou leve

aumento frente ao último trimestre, fechando no mês de junho em 23,42% frente 22,53% do período anterior.

4. Disponível em: <https://www.correiobraziliense.com.br/economia/2023/07/5107771-home-office-declina-e-movimento-de-volta-ao-escritorio-ganha-forca.html>

## Vacância por região



Fonte: JLL

As incertezas do período pandêmico ficaram para trás na medida em que mais e mais empresas adotam o modelo presencial ou híbrido de trabalho e exigem a presença de mais dias no escritório. O cenário para o mercado de escritórios corporativos na cidade de São Paulo se mostra promissor, impulsionado pela volta da ocupação dos escritórios e principalmente pelos fortes indicadores da região da Faria Lima, que contam com vacância entre 5% a 7%. A disputa por espaços na região acaba transbordando para os bairros vizinhos.

Vale destacar que grandes tomadores de área na cidade de São Paulo, como XP, Google, dentre outras, no auge da pandemia, foram responsáveis por expressivas devoluções de área. No momento atual, muitas delas não só foram responsáveis pela redução da taxa de vacância, como, em alguns momentos, voltaram a alugar o mesmo espaço que ocupavam anteriormente.

Essa demanda fica clara quando observamos as últimas locações do FII Rio Bravo Renda Corporativa (RCRB11),

por exemplo: desde o começo de 2023, já foram realizadas 15 novas locações nos imóveis do fundo, localizados em regiões corporativas primárias como Av. Paulista e Vila Olímpia, em São Paulo/SP. O Fundo sai de uma vacância física de cerca de 23% no começo do ano para menos de 10% ao final de agosto com absorção de aproximadamente 5.000 m<sup>2</sup> de área locável.

A maior busca por escritórios e a baixa tendência de novo estoque entrando no mercado geral de São Paulo tendem a manter a redução do índice da taxa de vacância observada nos últimos trimestres. Vale lembrar que, historicamente, quando falamos de novas locações, os 3º e 4º trimestres do ano são sempre os mais aquecidos, ocasionado por empresas aproveitando o investimento aprovado pela diretoria para melhoria de localização e/ou imóvel e expansão. Com isso, 2023 deve ser um ano promissor para o mercado imobiliário.

# Renda Variável

*Evandro Buccini*

*Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino*

## Temporada de resultados do 2T23

Há cerca de duas semanas, a temporada de divulgação dos resultados referente ao segundo trimestre do 2023 terminou. Em geral, os resultados apresentados pelas empresas foram fracos.

Em uma amostra de 140 empresas de diferentes setores, apenas 24% reportaram receita líquida acima das expectativas do mercado, enquanto 59% em linha e 17% abaixo do consenso.

Quanto ao EBITDA (lucro operacional), 36% superaram as estimativas, 41% vieram em linha com as projeções e 23% ficaram abaixo. Já em termos de lucro líquido, 53% superaram nossas estimativas, 32% ficaram abaixo e 15% ficaram em linha.

A soma das receitas chegou a R\$ 632 bilhões, estável na comparação trimestral, mas caiu -4,4% no ano.

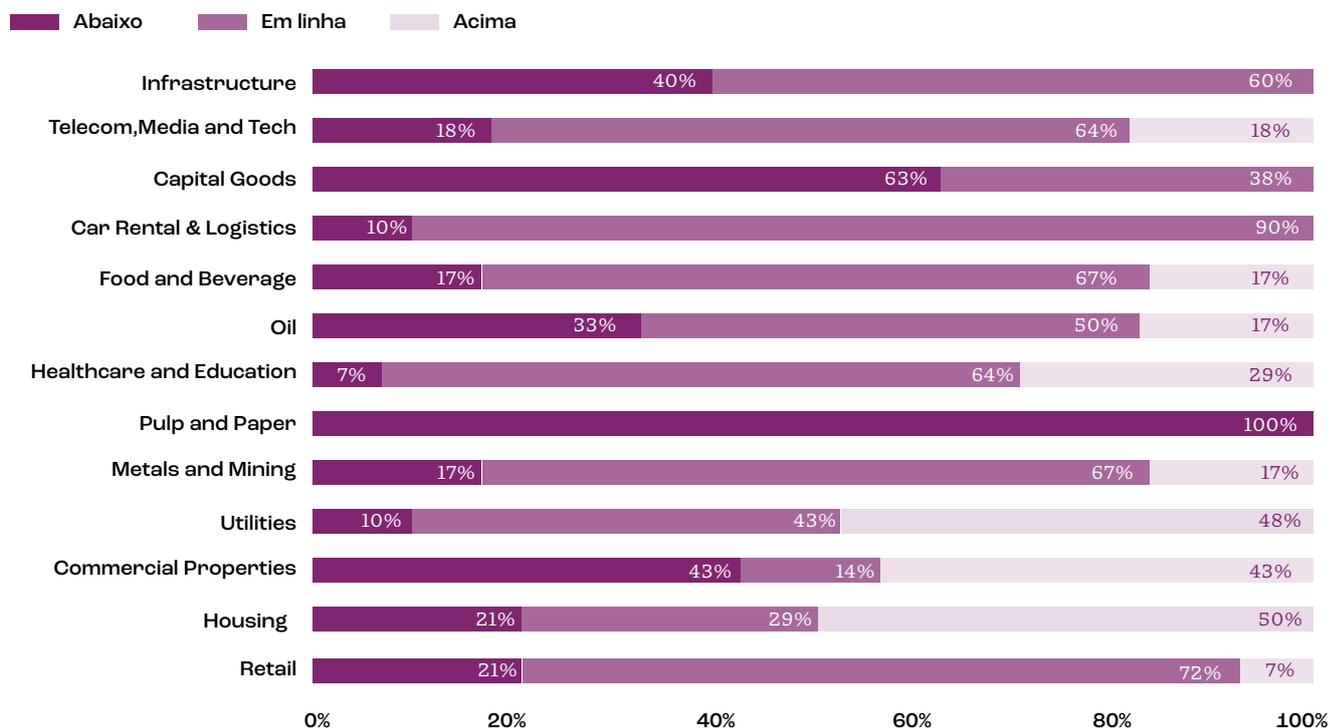
O destaque positivo foram custos e despesas. Apesar de as margens operacionais continuarem abaixo

da média histórica, elas continuam melhorando sequencialmente. Assim, em que pese o recuo do EBITDA em -4,5%, chegando a R\$102 bilhões, a margem EBITDA no último trimestre alcançou 16,1%, em linha com os números do ano passado e um aumento de 0,3 p.p. na comparação trimestral.

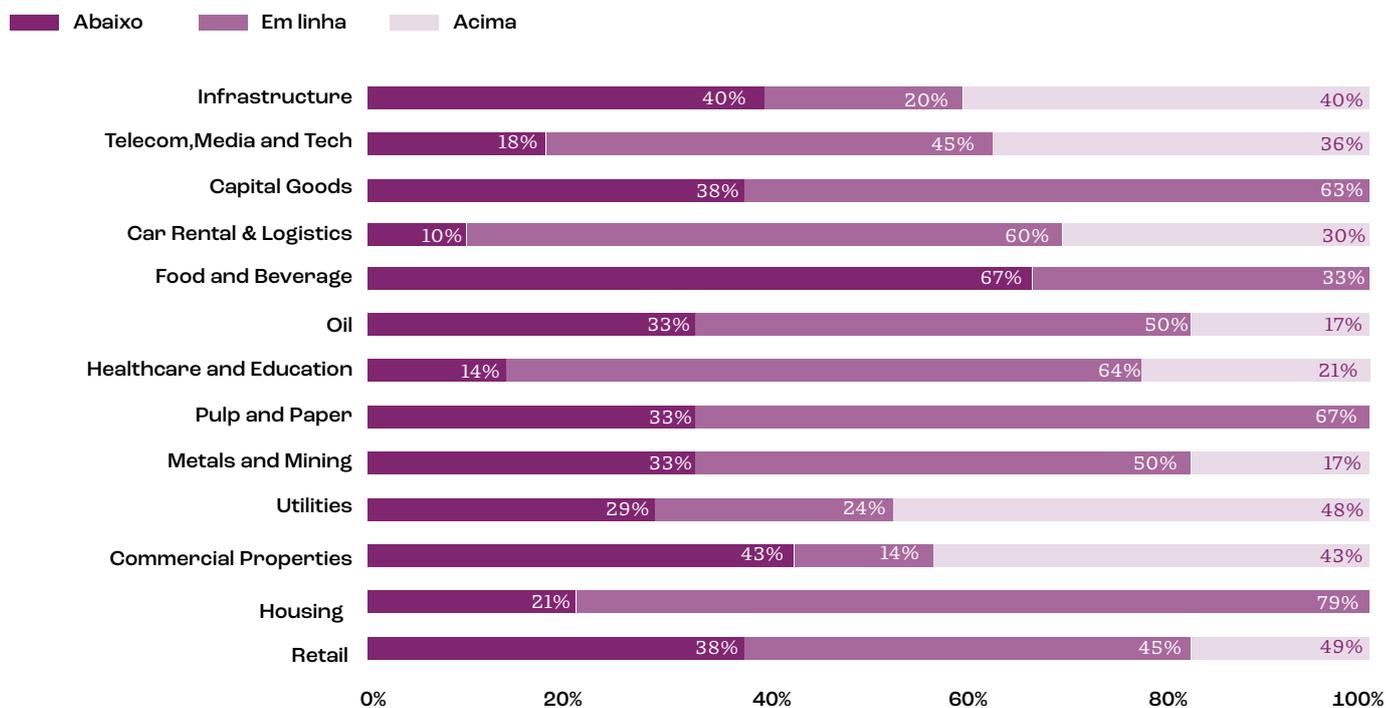
O que continua preocupando é a alavancagem das empresas. A dívida líquida/Ebitda segue aumentando – no segundo trimestre, chegou a 2,54x, um acréscimo de 0,7x em relação ao mesmo período do ano de 2022. Além disso, os indicadores de liquidez continuam piorando sequencialmente, reflexo dos aumentos das dívidas de curto prazo. Com isso, o indicador de liquidez, Ativo corrente/Passivo corrente, caiu de 1,5x para 1,37x.

Isso se refletiu diretamente no resultado líquido das companhias. Em função das despesas com juros, o lucro líquido caiu -18,7% no ano, e a margem que recuou -0,9% p.p.

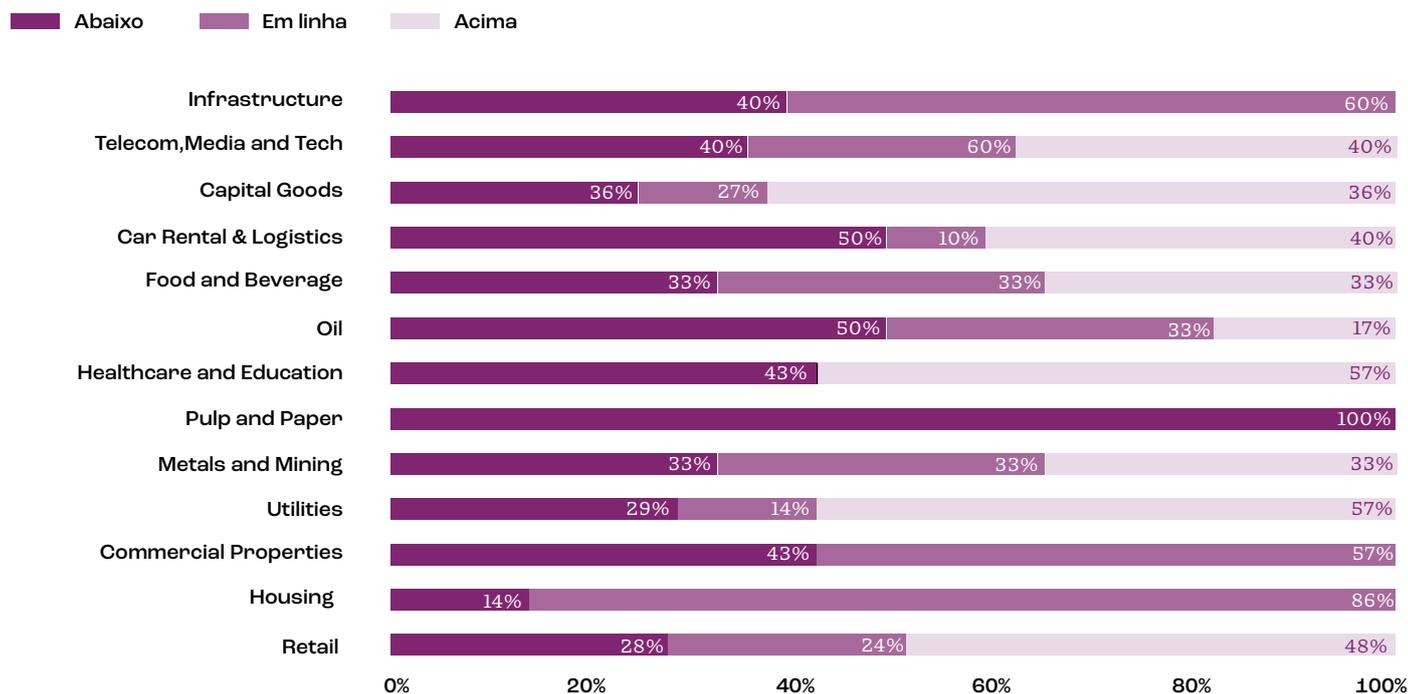
## Receita Líquida VS Expectativas



## EBITDA VS Expectativas



## Lucro Líquido VS Expectativas



### Destaque por setor

**Petróleo e Gás:** A 3R é o destaque positivo da temporada, com melhoras no desempenho operacional, principalmente no mês de junho. Embora os resultados continuem poluídos por conta de custos de transição e mudanças nas operações, estamos confiantes com a contínua melhora dos resultados oriundos do ramp up dos ativos. Petrobras ficou abaixo das expectativas, mesmo tendo uma geração de caixa operacional que surpreendeu positivamente, o aumento do custo de extração e a menor produção comercial pressionaram o resultado consolidado e a rentabilidade.

**Bancos e Fintechs:** Os bancos tradicionais tiveram resultados mistos, continuam com altas provisões e NPLs crescentes. Mesmo assim, alguns deles conseguiram apresentar um resultado resiliente com melhora na rentabilidade. As Fintechs foram a surpresa positiva no trimestre, demonstrando crescimento na receita e uma melhora na rentabilidade.

**Saúde:** Os resultados das empresas continuam muito pressionados, mas vemos melhora na rentabilidade

vindo principalmente do aumento e preços. Para as operadoras de saúde (Hapvida e Sulamérica), esse movimento de preço provocou, como consequência, perda líquida de clientes, mas reduziu a sinistralidade. Para os prestadores hospitalares, os resultados foram mistos. O destaque positivo foi da Oncoclinicas, que registrou melhora na geração de caixa operacional e a normalização do capital de giro.

**Varejo:** Continuam resultados fracos, com dinâmica de receita e retornos operacionais pressionados por variáveis macroeconômicas que se traduzem em queimais de caixas. Destaque positivos foram as varejistas de alta renda, com uma tendência de crescimento e recuperação, enquanto as demais, principalmente varejo alimentar, apresentaram piora no resultado vindo da queda nas vendas da mesma loja (SSS) e alta dos custos.

**Elétrico e saneamento:** No setor, os principais destaques foram Eletrobras e Sabesp registrando fortes resultados e acima do esperado. Adicionalmente, a Energisa e Neoenergia apresentaram resultados em linha com o esperado.

# 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
agosto 23	0,16	-4,77	-0,14	0,74	0,14	1,14	-5,09	-0,38	0,49	0,73
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	-3,14	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
Ano	5,82	10,66	3,18	1,79	16,08	8,87	5,47	11,84	12,06	6,92
12 meses	10,83	0,71	8,76	5,03	12,67	13,61	4,81	13,86	8,64	8,18
24 meses	23,34	-14,30	-	12,30	-	25,16	-3,34	19,57	17,20	-12,25
36 meses	28,18	2,34	-	12,84	-	28,54	15,02	23,90	15,66	3,49
48 meses	28,82	11,42	-	17,06	-	33,56	17,87	32,88	22,06	61,20
Desde o início	282,51	720,05	8,75	77,98	23,61					
PL Atual (R\$Mil)	192.132,46	2.160,77	17.838,67	6.101,89	6.921,03					
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)

**Keite Bianconi**

Gerente Comercial  
11 3509-6603  
[keite.bianconi@riobravo.com.br](mailto:keite.bianconi@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](http://riobravo.com.br)