



RIO BRAVO

estratégias estratégias

novembro 2023



Aprendizados tardios

por Gustavo Franco



*“Equilibrar o orçamento é como ir para o céu: todos querem ir, mas ninguém quer fazer o que tem de ser feito para chegar lá.”
(Phil Gramm, político norte-americano)*

*“Todos são favoráveis a uma economia geral e a uma despesa particular.”
(Anthony Eden, político britânico)¹*

O enredo orçamentário é a espinha dorsal da política econômica de qualquer democracia séria. O equilíbrio, ou desequilíbrio, nas contas públicas é o *resultado* desse debate, talvez mais frequentemente um embate, entre Legislativo e Executivo.

Nossos ritos para o enredo, bem como o olhar de Brasília sobre o equilíbrio, nunca foram muito bons. O viés inflacionista é forte, está na nossa origem, mas as coisas mudaram demais nos anos recentes. Muita gente nem reparou.

Historicamente, prevaleceu a displicência sobre os ritos e a indiferença quanto ao equilíbrio. Ou pior. Era forte uma tese pela qual o equilíbrio fiscal, e por consequência a responsabilidade fiscal, era uma construção ideológica e um limitador às nossas possibilidades de futuro.

Mas esse paradigma colapsou pelo efeito combinado da hiperinflação, e certo tempo depois, pelo *impeachment* de Dilma Rousseff, em cuja raiz se destacava o descaso quanto aos ritos da política fiscal.

A responsabilidade fiscal virou lei, e, portanto, obrigação da qual não se pode fugir sem graves consequências. Muita gente nem reparou.

É claro que os ritos, além de obrigatórios por lei, não existem apenas em razão de seu aspecto burocrático e cerimonial: as restrições ao poder de gastar (e de se endividar) do Executivo são parte muito importante da organização de uma democracia adulta.

“O Orçamento Público é uma instituição tão importante quanto a separação de poderes”

O Orçamento Público é uma instituição tão importante quanto a separação de poderes, e talvez não seja inteiramente coincidência que, em novembro de 2023, esses dois assuntos tenham esquentado.

Simplificando uma trama política de altíssima octanagem observada em novembro, o Legislativo reagiu ao que se conhece como “ativismo judicial”. O Senado aprovou em dois turnos a PEC 8/2021, que limita decisões monocráticas em tribunais superiores. O texto recebeu somente 18 votos contrários, ante o apoio de 52 senadores, incluindo do líder do governo, Jaques Wagner (PT), que votou contra a orientação do PT na Casa.

Seguiu-se uma crise política de alta temperatura e curta duração. Afastados os excessos verbais, a vida seguiu, e os poderes da República estão corretos em observarem-se uns aos outros. Para isso existem.

Novembro termina com o presidente indicando para o STF o seu ministro da Justiça, Flávio Dino, magistrado de carreira, e ex-secretário do CNJ – Conselho Nacional de Justiça – e ex-governador do Maranhão. E para a PGR, Paulo Gustavo Gonet Branco, sub-procurador do MPU dito de perfil conservador.

1. Colhidas em G. H. B. Franco & F. Giambiagi (orgs.) *Antologia da Maldade: um dicionário de citações, associações ilícitas e ligações perigosas* Rio de Janeiro, Zahar, 1025, p. 93.

Ambos os nomes foram bem recebidos, tanto no STF quanto no Senado, e seguirão provavelmente sem percalços oritodasabatina pela Comissão de Constituição e Justiça antes de suas respectivas nomeações.

De volta aos assuntos fiscais, é interessante notar que o presidente e sua equipe econômica parecem estar *aprendendo* sobre os enredos orçamentários e sobre equilíbrio fiscal. O enredo de um *“bildungroman”* (romance de formação) não caberia para um presidente em seu terceiro mandato.

Mas nunca é tarde para a virtude.

Maturidade nos assuntos fiscais

Quem conversa com as autoridades, e passeia pelos corredores de Brasília, tem a sensação de que terminou uma mocidade romântica, meio juscelinista, pela qual o governo acreditava na infinita flexibilidade de suas ferramentas de estímulo fiscal (via orçamento, bancos públicos, estatais, CMN, etc.) bem como na tese heterodoxa sobre a irrelevância do equilíbrio fiscal, e mesmo da desimportância da inflação.

O que vem depois da superação dessa mocidade – sobretudo em vista do fato de que as instituições monetárias foram consideravelmente aperfeiçoadas depois de 1994 – seria a missão de (re) construção ou reforço institucional da política fiscal, e sobretudo do orçamento. Mas, infelizmente, nesse terreno, os avanços têm sido bem modestos.

Essa agenda poderia perfeitamente estar contida nas prioridades declaradas do ministro Haddad, a reforma tributária e o arcabouço fiscal. Mas não foi o caso, ao menos a julgar pelos primeiros onze meses de governo.

“A reforma tributária vai avançando, ainda que com concessões que tiram um tanto de seu brilho”

A reforma tributária vai avançando, ainda que com concessões que tiram um tanto de seu brilho. Há certo caminho a percorrer até a versão final, mas o que já se pode dizer, antes de ver o a versão sancionada, é que o assunto se revelou muito difícil e desgastante.

Não apenas o tema contém um enorme conteúdo federativo, como também é verdade que não possui DNA

petista. Para começar, é uma “reforma” (era, inclusive, parte do chamado “Consenso de Washington”) e parte da pauta de melhoria do “ambiente de negócios”, portanto, assunto duplamente estranho ao PT.

A reforma dos impostos de consumo não se mistura com a tributação progressiva, nem com debates distributivos, senão de forma muito indireta. Pode-se dizer, inclusive, que a reforma tributária drena um tanto das energias políticas que poderiam ser empregadas em pautas tributárias mais tipicamente de esquerda.

O “arcabouço”, por sua vez, também não era um tema “puro sangue”, ou uma tese abraçada pelo petismo. A oposição ao “Teto de Gastos” era, em primeiro lugar, birra com Michel Temer, e em segundo lugar,

“A pauta do ambiente de negócios, que sempre foi a razão de ser dessa e de outras reformas, não é bem a cara do atual governo.”

inflacionismo armazenado.

Não vieram do campo petista ideias muito concretas de aperfeiçoamento do Teto ou de limitações ao crescimento exagerado do gasto primário. Menos ainda sobre aprimoramentos no Orçamento. O petismo, e a esquerda brasileira em geral, ainda encontra dificuldades para se adaptar à ideia de responsabilidade fiscal.

O que veio, diante de tantas dúvidas, foi o “arcabouço”, e por força do mandamento da PEC da Transição, que determinava (em seu artigo 6) que o governo encaminhasse ao Congresso Nacional, até 31 de agosto de 2023, projeto de lei complementar com o objetivo de “instituir regime fiscal sustentável para garantir a estabilidade macroeconômica do país e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico”.

Era um enunciado vago, e um tanto dissonante do DNA petista. Muitos imaginaram que viria uma nova lei das finanças públicas aperfeiçoando o processo orçamentário brasileiro. Do Senado vinha um texto pronto sobre o assunto.

Mas não foi isso o que o governo trouxe quando apresentou o “arcabouço”: o PLP93 foi apresentado em abril, e aprovado em agosto, para, em seguida, se tornar a Lei Complementar 200 de 2023.

A percepção sobre o compromisso do governo com as metas sabidamente ambiciosas do “arcabouço” foi decrescendo com o tempo até que o próprio presidente da República pareceu confirmar os diagnósticos mais negativos sobre esse “novo” regime fiscal, “um mal disfarçado esquema de expansão fiscal inconsequente”, nas palavras do professor Rogério Werneck, da PUC-Rio².

“O mês de novembro assinala o retorno do tema do contingenciamento de gastos”

O mês de novembro assinala o retorno do tema do contingenciamento de gastos, assunto de alta voltagem política, o que apenas se compreende quando se nota que não vai bem a “pauta” de aumentos de arrecadação minimamente necessários ao menos para “perder por pouco” a meta do arcabouço.

O ministro parece à vontade em muitas teses tributárias difíceis, mas que servem ao *marketing* político (e. g. tributação dos “super-ricos”). A falta de programa, e a necessidade de fechar as contas, levou o ministro a se deixar capturar pela Receita e assim deteriorar a qualidade de suas iniciativas de natureza fiscal.

Como ilustração para as contradições em que se vê enredado o ministro, note-se que o arcabouço “determina” uma expansão do gasto primário e, ao mesmo tempo, uma redução do déficit. É claro que essas duas coisas somente podem ocorrer simultaneamente se a receita crescer. Se isso não acontecer, o que vai se passar? Qual a determinação que vai prevalecer? A do gasto ou a do equilíbrio fiscal (na forma da lei de reponsabilidade Fiscal, que também é lei complementar)? São ponderáveis os riscos de desobediência aos ritos da política fiscal?³

O presidente vetou a prorrogação da desoneração de impostos de Dilma Rousseff, uma decisão difícil, como tem sido o trâmite de medidas de aumento de imposto

no Congresso. Na mesma linha, falou-se abertamente de contingenciamento de gastos, o que estaria a indicar alguma revisão na política fiscal. A penúria de recursos é um fato da vida, e o descontrole fiscal não é mais uma opção, como no passado.

Sem novidade na política monetária

Não houve surpresa na política monetária: o COPOM, em sua reunião no primeiro dia de novembro, reduziu a SELIC em 0,5% para 12,25%, e não se espera nada diferente para a última reunião do ano, prevista para 12 e 13 de dezembro.

O comportamento da inflação foi mais benigno do que se esperava, o que se confirmou ainda dentro do mês de novembro, com a publicação do IPCA-15 mostrando variação de 0,33% no mês e 4,84% no acumulado de 12 meses. Esse parece ser o padrão para os próximos tempos, acima da meta, mas dentro do intervalo de tolerância (que está limitado, por cima, em 3,5% +1,5% = 5% para 2023). Para 2024, o intervalo de tolerância tem limite superior em 4,5%, mas o FOCUS exhibe expectativas em 3,91%, maiores que a meta, embora menores que a tolerância.

O estado do mercado de trabalho – melhor do que se imaginava – trouxe um debate curioso sobre o “produto potencial”, que poderia ser maior do que se imaginava. É claro que isso afeta as estimativas sobre a taxa neutra, ou sobre onde será a “taxa terminal” desse ciclo de baixa, um debate difícil, com data marcada para meados de 2024, lá pela terceira ou quarta reunião do ano.

A Autoridade Monetária não deixou de repetir o alerta pelo qual o descontrole da política fiscal ensejará uma resposta da política monetária no campo contracionista. Oxalá não seja necessária, e tampouco que venha a crescer a tese pela qual essa possibilidade possa ser afastada por um nome heterodoxo para substituir Roberto Campos Neto.

Mas esses são problemas para meados do ano que vem.

2. “O Arcabouço fiscal como ele é” O Globo, 10/11/2023.

3. A pergunta é feita exatamente nesses termos por Marcos Mendes e Marcos Lisboa em “Sobre o limite de despesas no Arcabouço Fiscal” em Brazil Journal 22/1/2023.

Renda Fixa

Crédito privado



Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Alex Hirai

Crédito privado

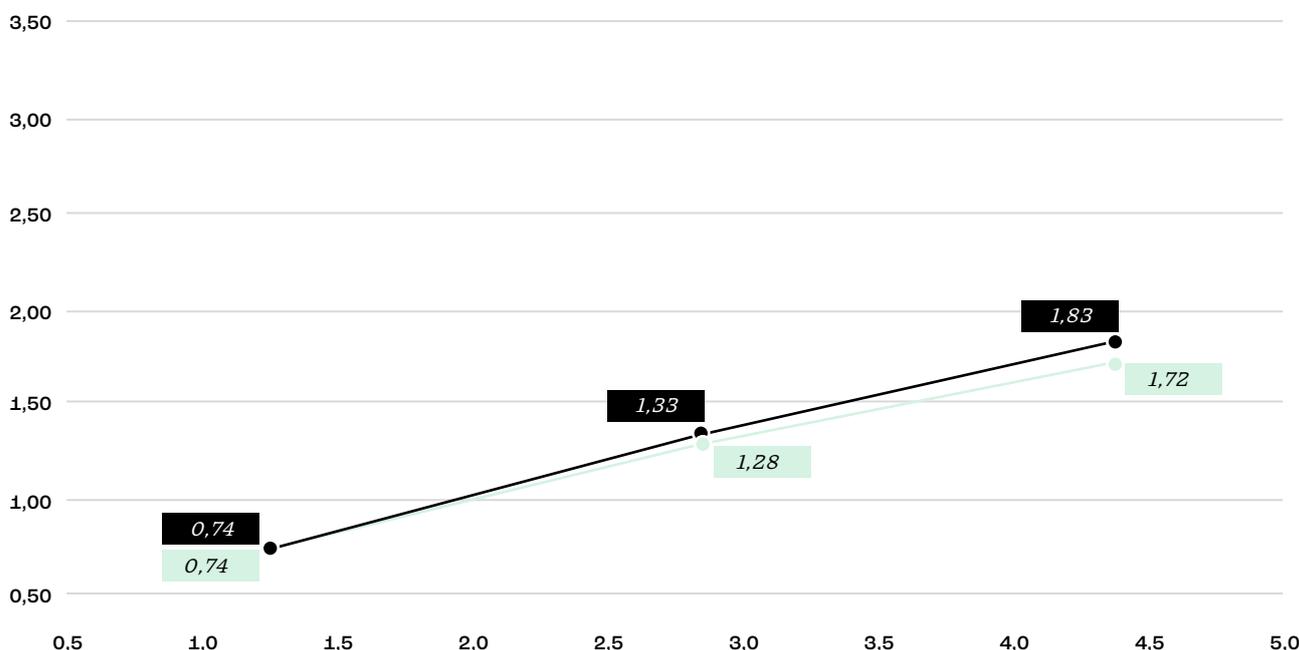
No mês de novembro, as debêntures atreladas ao CDI alcançaram rentabilidade positiva e superior ao CDI, conforme indicado pelo índice de debêntures ANBIMA IDA-DI de 1,23%a.m. vs. CDI de 0,92%a.m. Essa performance deve-se a: (i) fechamento dos *spreads*; (ii) retomada da captação líquida; (iii) retomada das emissões de emissões primárias que ajudam a ancorar os preços no mercado secundário. Já as debêntures incentivadas concentradas no mercado de infraestrutura tiveram rentabilidade positiva de 2,42% a.m., de acordo com índice de debêntures ANBIMA IDA-IPCA infraestrutura (*duration* de cinco anos). No entanto, esse número está inferior ao seu *benchmark* IMA-B, que apresentou um retorno de 2,62% (*duration* de sete anos), impactado pela leve abertura de spread.

Fechamento de *spreads*: Os *spreads* das debêntures corporativas indexadas ao CDI apresentaram fechamento no mês, porém com uma intensidade menor que o reportado nos meses anteriores. Observamos um movimento de procura para ativos de maior risco (*mid-yield*), considerando que esses ainda possuem uma gordura e estão em níveis superiores ao observado antes dos eventos de Americanas e Light no início do ano. Já os *spreads* das debêntures incentivadas demonstraram estabilidade ao longo dos últimos meses, atingindo patamares equivalentes ao do começo de 2023, mas com leve abertura no mês de novembro.

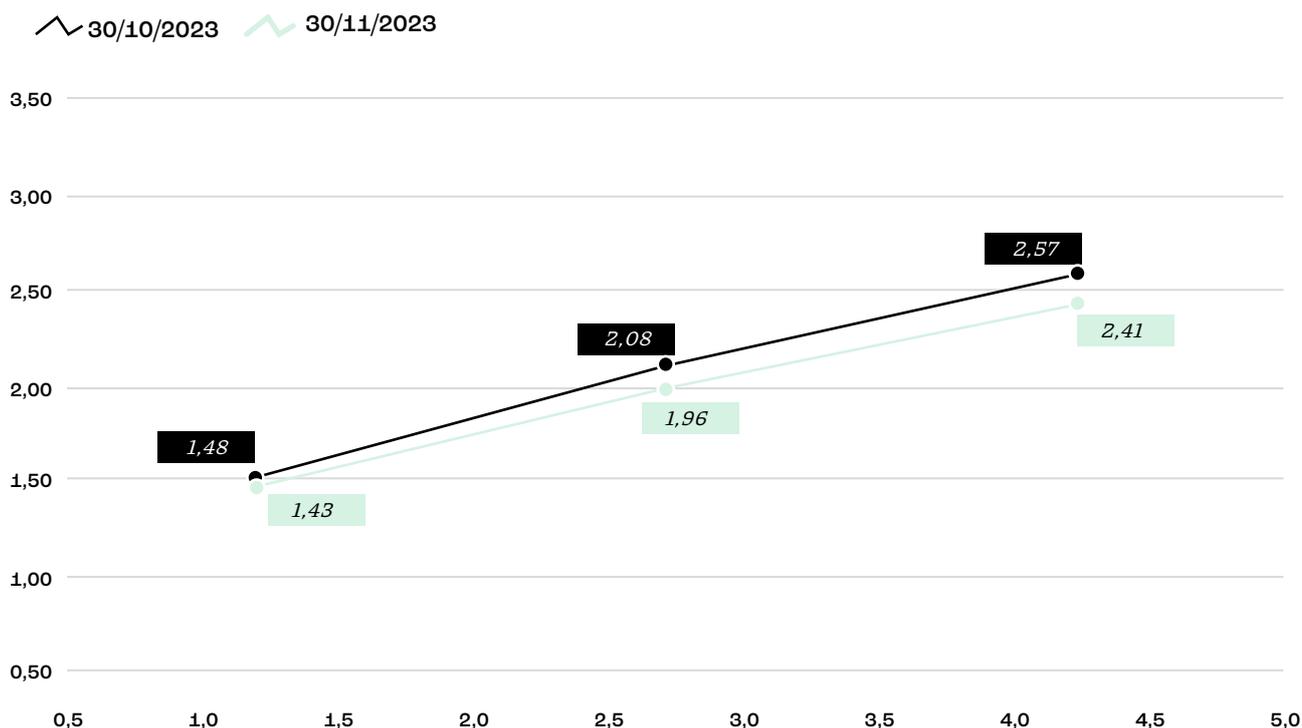
Spreads CDI+

CDI +AAA

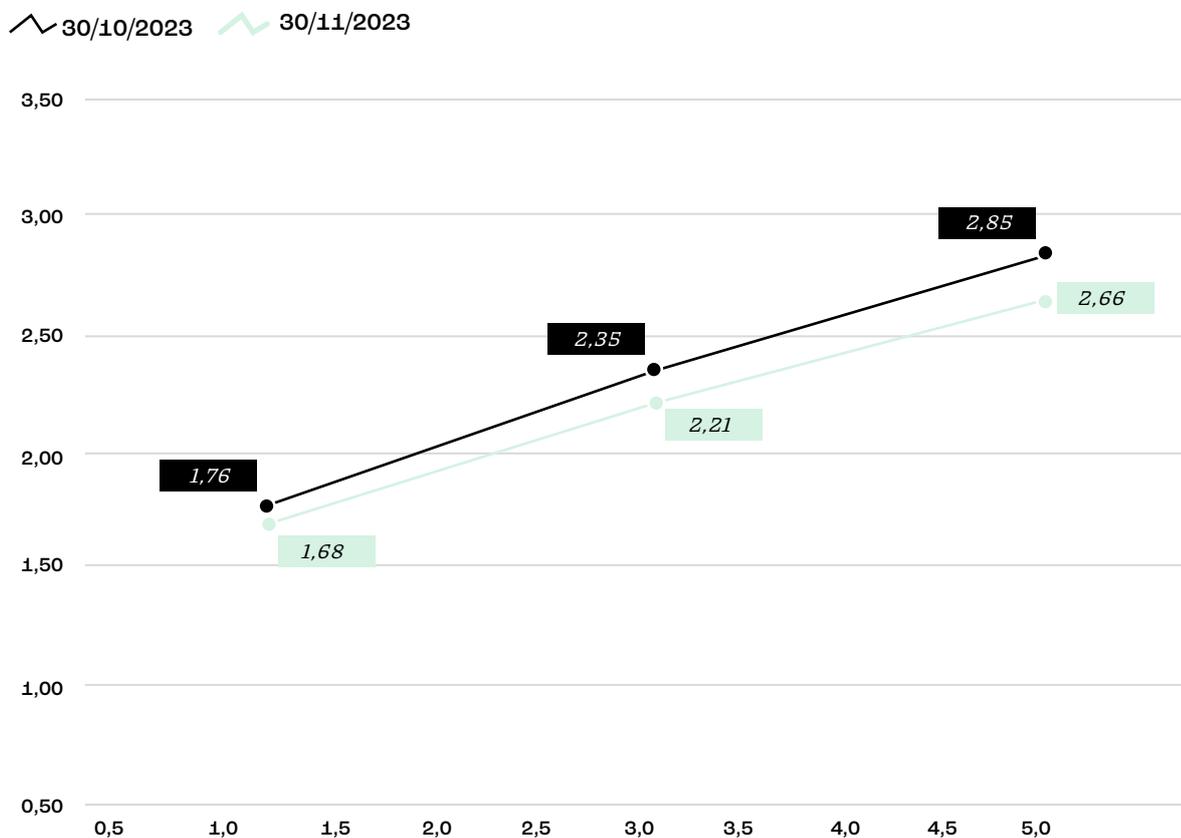
30/10/2023 30/11/2023



CDI +AA



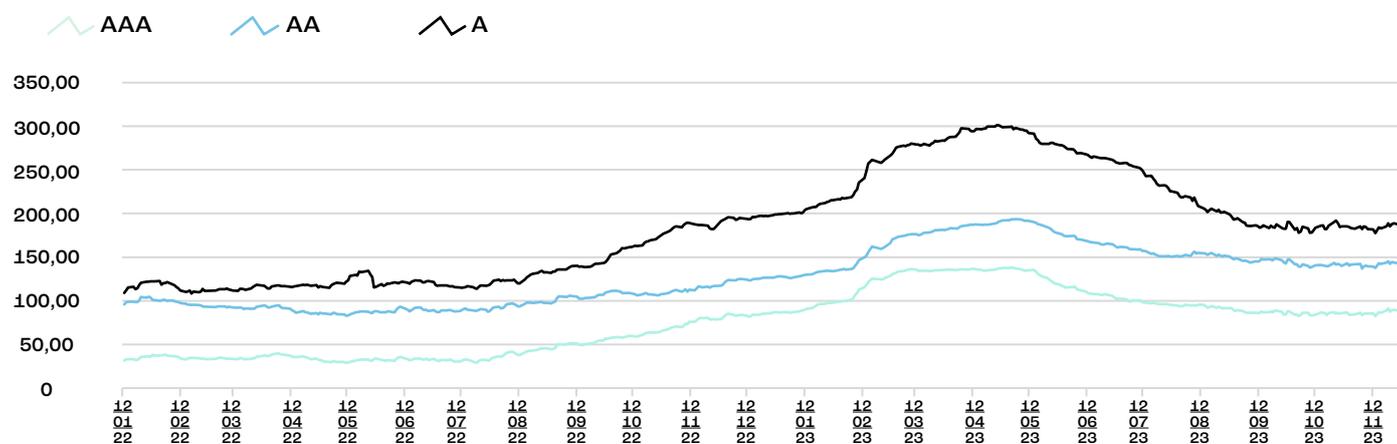
CDI +A



Fonte: ANBIMA

Spreads Incentivados

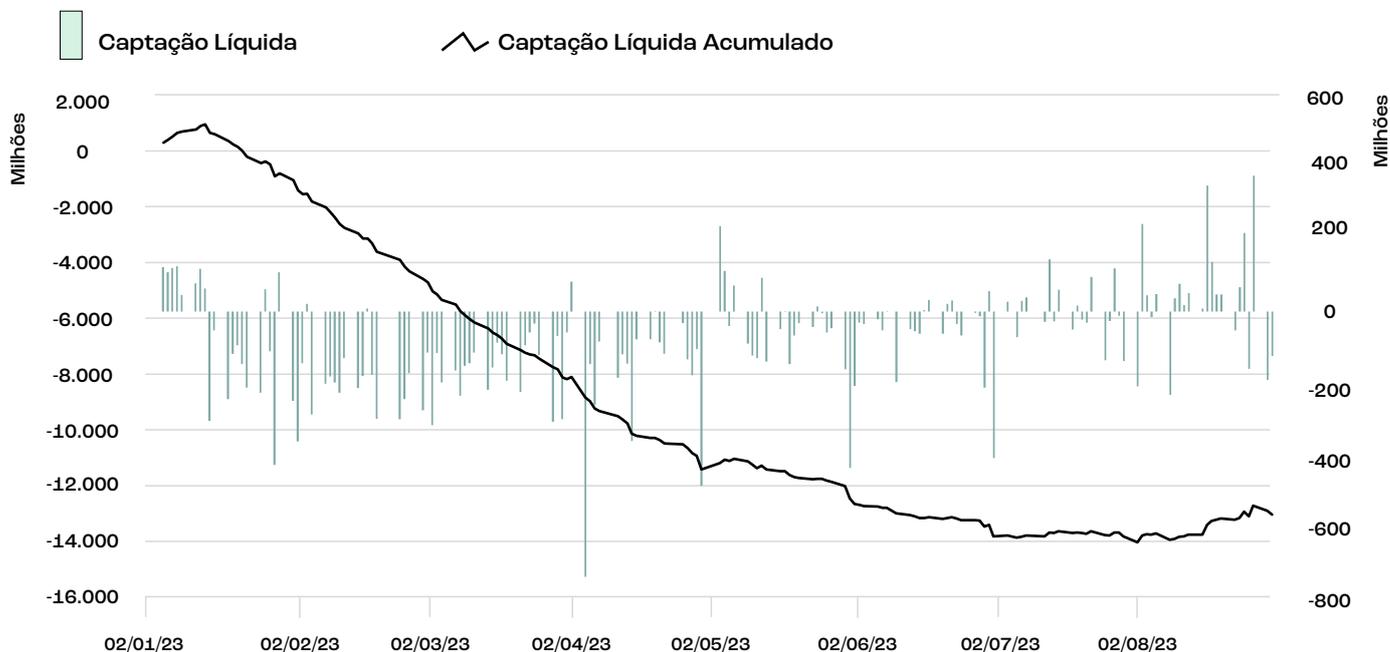
Evolução dos spreads de crédito (IPCA +) por rating



Retomada da captação líquida: O fluxo de recursos em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45 manteve captação líquida positiva desde o ponto de inflexão em agosto, porém de forma mais lenta.

Diferentemente dos meses anteriores, os fundos de prazo de resgate mais curto também tiveram captação positiva relevante, porém os fundos com prazos de resgate mais longos ainda são destaque.

Captação Líquida Renda Fixa (até D+45)



Fonte: Quantum e CVM

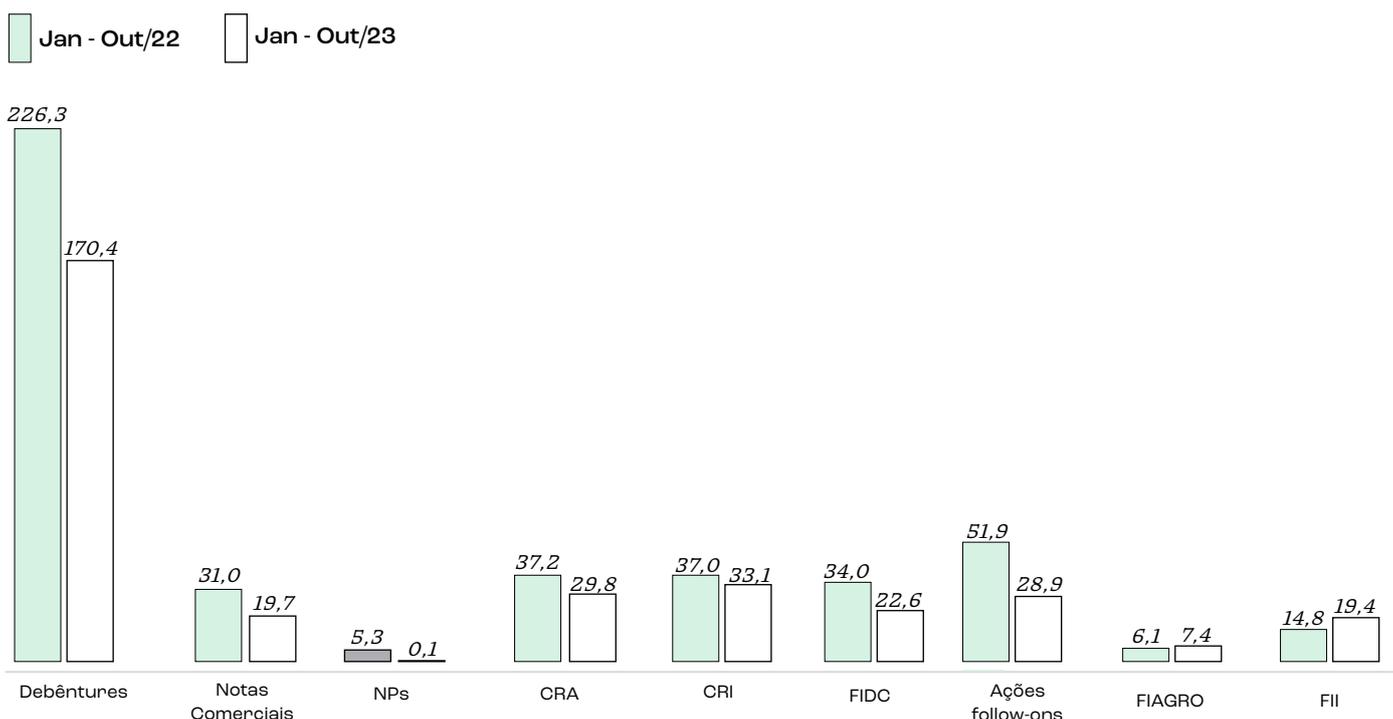
R\$ mm	D+1	D+45	Total
Janeiro	-1.892	368	-1.523
Fevereiro	-3.189	8	-3.182
Março	-3.113	-149	-3.262
Abril	-3.133	-69	-3.201
Maio	-1.287	93	-1.194
Junho	-986	-127	-1.114
Julho	-202	-6	-208
Agosto	837	219	1.056
Setembro	-148	650	503
Outubro	8	499	506
Novembro	211	345	556
Total	-11.002	1.462	-9.540

Fonte: Quantum e CVM (*) de 03/01/23 a 28/11/23

Retomada das emissões primárias: as emissões seguem apresentando melhora no ano, com as emissões de debênture no mês de outubro superando em 34% o mesmo período de 2022. No entanto, no acumulado do ano, emissões de debêntures corporativas ainda permaneceram em patamares inferiores, totalizando R\$ 170,4 bilhões vs. R\$ 226,3 bilhões no mesmo período do ano de 2022. No ano, grande parte do

volume continua sendo absorvido pelos participantes e intermediários ligados à oferta. As novas emissões têm apresentado uma taxa de spread inferior à do mercado secundário e com um perfil de maturidade inferior as emissões primárias de 2022. Essa retomada e novas características das emissões são importantes para balizar a precificação do mercado secundário.

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)

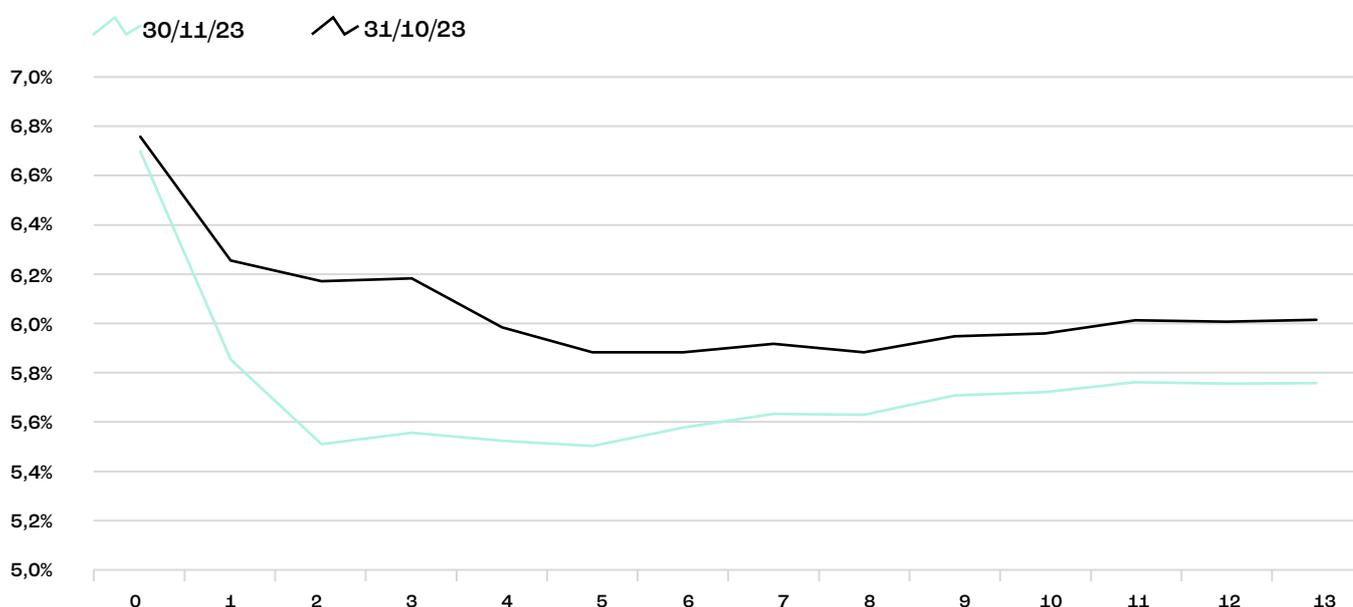


Fonte: ANBIMA

Fechamento da curva de juros real: Em novembro, dados divulgados nos EUA, principalmente relativos à atividade econômica, provocaram o fechamento na curva de juros americana. A melhora vinda de uma

expectativa de política monetária menos restritiva em 2024 impactou positivamente a dinâmica da curva de juros no Brasil.

Evolução das curvas de Juros Reais (NTN-Bs)



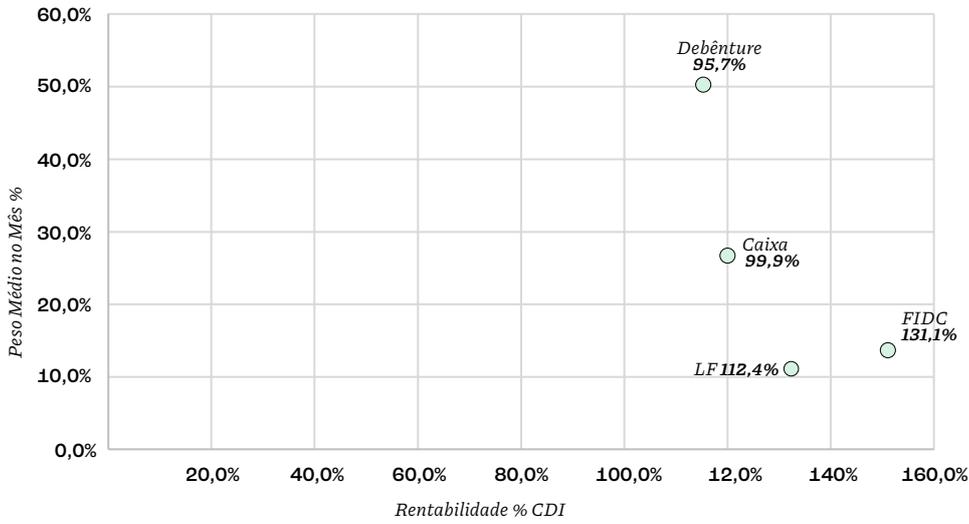
Rio Bravo Crédito Privado

O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** foi 99,26% do CDI no mês de novembro, com destaque positivo para os setores de Energia, Concessões Rodoviárias, Saneamento, Consumo Discricionário e Telecomunicações. Já com impacto negativo, o setor de saúde apresentou uma performance fraca, sobretudo devido à marcação negativa da debênture da Elfa Medicamentos, empresa controlada por fundos de Private Equity geridos pelo Pátria Investimentos, que atua no setor de logística de saúde. Ao longo do ano, os principais acionistas realizaram aporte no montante total de R\$ 864 mm, dos quais R\$ 254 mm integralizados no início do ano, R\$ 464 mm em setembro e o restante em outubro de 2023, reduzindo um pouco as pressões de liquidez no curto prazo. No entanto, mesmo com os aportes, a empresa apresentou resultados acumulados

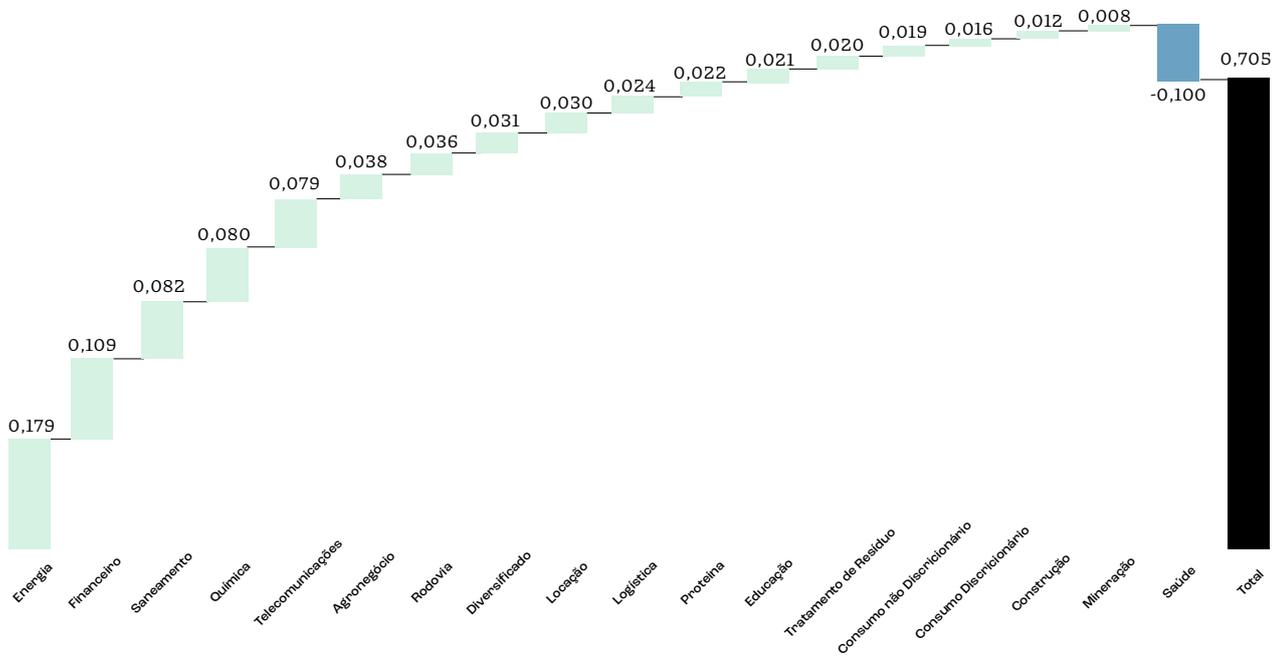
de 9M23 abaixo da expectativa do mercado. Estamos acompanhando de perto a situação da empresa para executar a melhor ação na recuperação de rentabilidade aos nossos cotistas. Vale ressaltar que a debênture possui garantia real da alienação de 100% das ações da empresa Descarpak, que foi adquirida em 2021 por R\$ 900mm.

Já as outras classes de ativos apresentaram uma boa performance, principalmente as de FIDC e LF, que contribuíram com 0,159% e 0,103% (equivalente a 135% e 112% do CDI se considerarmos uma posição de 100% dessas classes de ativos no fundo). A estratégia adotada ao longo do mês foi manter o percentual do portfólio em debêntures elevadas com o objetivo de absorver os impactos positivos da redução dos *spreads*.

Performance por Estratégia

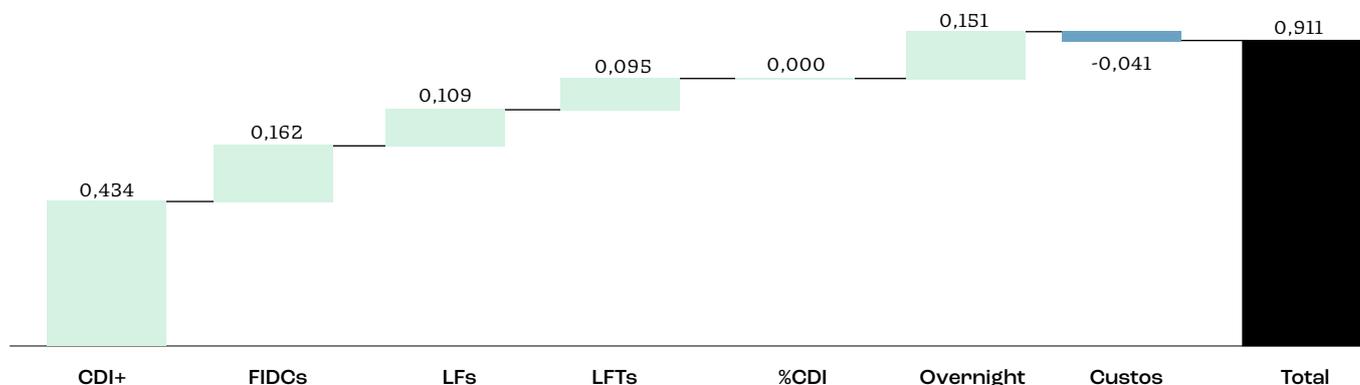


Novembro/23 Performance Breakdown por setor (%)



Fonte: Rio Bravo

Novembro/23 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Fonte: Rio Bravo

Com relação ao nosso portfólio, seguimos com uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menor de 3,0% da carteira, totalizando 40 emissores e em 19 diferentes setores.

Rio Bravo ESG IS FIC FII Infra

Ao contrário de outubro, em novembro houve fechamento forte da curva de juros reais curtas, num ambiente de estabilidade dos *spreads* de crédito da carteira.

Em razão dos ativos indexados ao CDI da carteira de crédito, a performance do RBIF11 no mês (+2,19%) foi um pouco inferior ao IMA-B (+2,62%) e ao IDA IPCA Infraestrutura (+2,42%), mas melhor que o IMA-B5 (+1,80%).

Os destaques positivos da carteira foram Tucano Holding (TNHLL1; retorno nominal de +3,57%; geração eólica), Porto de Itapoá (ITPO14; +3,48%; setor portuário) e BRK Ambiental – Região Metropolitana de Maceió (RMSA12; +2,96%; concessão de saneamento). Na ponta negativa, sem considerar os ativos em CDI+, os destaques foram Cajuína (AEAB11; +0,73%; geração eólica), Iguá Rio Saneamento (IRJS14; +0,93%; concessão de saneamento) e Açucareira Quatá (QUAT12; +0,84%; usina sucroalcooleira).

O fundo conta com uma carteira diversificada com mais de 26 emissores em 10 segmentos de infraestrutura e reconhecido como Investimento Sustentável (“IS”) pela ANBIMA, com um processo de seleção objetivo de ESG, com lista de exclusão, taxonomia de ativos e avaliação de riscos e adicionalidades socioambientais, além de possuir isenção de tributação nos rendimentos e no ganho de capital na venda da cota. Vale a pena mencionar, ainda, alíquota de imposto de renda de 0% apenas para pessoas físicas. Pessoas jurídicas estão sujeitas à alíquota de 15% nos termos do art. 3º § 1º da Lei 12.431/2011.

Para mais detalhes do fundo, confira no link abaixo:

<https://www.riobravo.com.br/fundos/rio-bravo-esg-fic-fi-infra/>

Investimentos imobiliários

Anita Scal



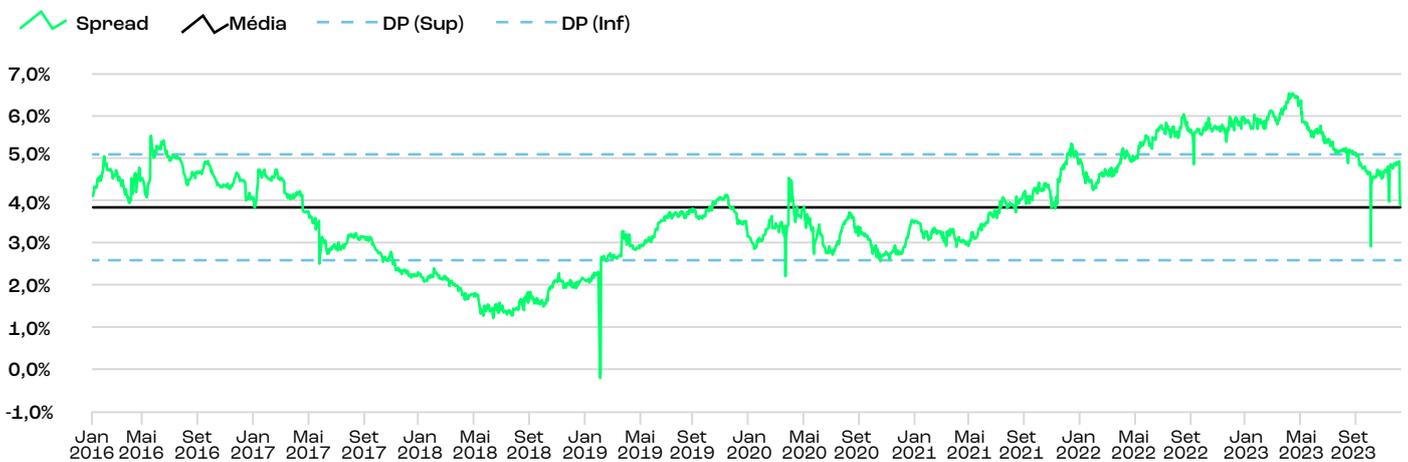
Por Anita Scal e Hilary Muramatsu

IFIX: recapitulação de 2023 e perspectivas para 2024

Ao longo de 2023, o IFIX (índice de fundos imobiliários da B3) apresentou momentos de altas e baixas. Após um ano marcado por pressão inflacionária e aumento do risco fiscal, o mercado mudou as expectativas e encarou um ciclo de aperto monetário mais longo do que o esperado. Tal cenário mostrou que, durante este

ano, os investidores continuariam a exigir um prêmio sobre o ativo livre de risco superior à média histórica. Isso fica evidenciado na diferença entre o *dividend yield* dos fundos imobiliários e da NTN-B de 2035, principal comparativo usado pelo mercado.

Spread Dividend Yield FIIs vs NTN-B 2035



2023 em Capítulos

Em janeiro, após encerrar 2022 com retorno positivo, o índice apresentou retorno negativo dado o cenário de incertezas do mercado com relação à trajetória da inflação e do juro no país. Além disso, a performance de alguns FIIs - principalmente do segmento logístico - foi afetada pelo evento de inconsistências contábeis das Lojas Americanas.

Em fevereiro, em meio a ruídos políticos relacionados à austeridade fiscal e demais notícias sobre o nível de endividamento de empresas do setor de varejo que impactaram o mercado como um todo, o índice também trouxe retorno negativo. Naquele momento, o mercado acendeu um alerta para a qualidade dos contratos de aluguel e para o risco de crédito das empresas que são locatárias de imóveis que compõem o portfólio dos

FIIIs, ressaltando a importância da análise do perfil do inquilino e a qualidade e localização dos imóveis visando um reposicionamento rápido e eficiente em caso de saída de inquilinos.

Encerrando o primeiro trimestre do ano, o índice fechou com retorno negativo. Desta vez, o influenciador negativo foram os eventos de crédito em FIIIs de CRI *high yield*, que apresentaram problemas de inadimplência e atraso de operações relevantes dos respectivos portfólios, penalizando a precificação no mercado secundário. Não bastasse o impacto para o segmento *high yield*, foi observado um efeito de “contaminação” nos demais fundos de papel.

Após um trimestre desafiador, em abril o retorno do índice foi positivo, sendo a maior valorização mensal desde agosto de 2022. Os FIIIs de tijolo foram os responsáveis pelo impulsionamento do IFIX e, mesmo com a valorização, permaneceram negociando abaixo do valor intrínseco dos ativos. Importante ressaltar que os preços no mercado secundário são sensíveis à taxa de juros. Por conta disso, as cotações dos FIIIs permanecem depreciadas até que exista uma sinalização de queda de juros, que, neste mês, com expectativas de inflação futura inferior ao projetado pelo mercado e a possibilidade de afrouxamento monetário, culminou no fechamento da curva de juros observado. Essa queda trouxe alívio para os ativos de risco, como os FIIIs, e pudemos começar a ver o início da recuperação de suas cotações.

Em maio, o retorno permaneceu em campo positivo e superando o mês anterior com as curvas longas de juros em queda contínua. Tal cenário favoreceu a migração dos investidores para o mercado de renda variável, o que foi percebido em todos os segmentos de FIIIs, principalmente de recebíveis - beneficiados pela marcação a mercado dos títulos que compõem o portfólio do fundo - e FoFs, que possuem correlação positiva com o IFIX.

A performance do IFIX no fechamento do segundo trimestre permaneceu positiva graças aos fundos de tijolo, que conseguiram destravar valor com a melhoria das negociações de locação e transações de compra e venda de ativos. O cenário macroeconômico, naquele momento, indicava um segundo semestre mais positivo na expectativa de queda na inflação e consequente queda na taxa de juros.

Em julho, apesar do desempenho volátil, o mês também teve desempenho positivo na expectativa de retornos positivos e potencial valorização dos FIIIs. Com o início do ciclo de corte da taxa de juros, o mercado imobiliário - usualmente composto por quatro fases: recessão, recuperação, expansão e excesso de oferta - entrou em uma nova etapa do ciclo: a recuperação.

Analisando historicamente, quando o cenário é de inversão do ciclo monetário, isto é, redução da taxa de juros, os ativos de risco tendem a se valorizar ao longo do processo de afrouxamento. E é justamente nesse cenário que os investidores encontram as melhores janelas de alocação em ativos bons e a preços atrativos prospectando ganho de capital no futuro. Isso ocorre porque os FIIIs são negociados no mercado secundário com um desconto relevante frente ao seu valor patrimonial e, em muitos casos, a preços inferiores ao custo de reposição de seus ativos.

Adiante, em agosto, o IFIX alcançou o patamar histórico até então, de 3.200 pontos. O mês foi positivo para o segmento de tijolo, sobretudo para os shoppings e varejo - setor que ancorou, ao longo do ano, emissões de cotas de montante relevante para a indústria.

Encerrando o terceiro trimestre, setembro foi um mês de alta volatilidade, porém mantendo o patamar acima dos 3.200 pontos. Cabe ressaltar que, mesmo com a alta dos FIIIs no decorrer de 2023, uma análise minuciosa e fundamentalista dos setores, que é o perfil da gestão **Rio Bravo**, permitiu inferir que ainda há potencial de valorização em diversos fundos com ativos bem localizados e que possuem um viés de alta nos rendimentos através de aumento de aluguel, redução de alavancagem e reciclagem do portfólio.

Em outubro, em contrapartida às altas seguidas, o IFIX fechou no negativo influenciado pela abertura da curva de juros futura, movimento que se deu por conta dos fatores de incerteza no cenário fiscal com as discussões recorrentes sobre o déficit primário em 2024. Mesmo em um mês de desempenho negativo, as oportunidades de investimento a preços atrativos continuaram sendo o foco de análise e alocação visando o potencial de valorização dos FIIIs e a possibilidade de ganho de capital.

No penúltimo mês do ano, o índice voltou para o patamar positivo do desempenho, ainda marcado pelo desenrolar das discussões do cenário fiscal. O cenário internacional de projeções de desaceleração do crescimento econômico global também influenciou a performance dos mercados de renda variável, assim como os FIIs, em função da expectativa de encerramento do ciclo de altas dos juros no exterior.

Como reflexo dessa recuperação ao longo do ano, com retorno positivo do IFIX em 10,4%, os FOFs tiveram desempenho superior ao índice, de 19,7%, justamente por conta do “duplo desconto” que carregam. Ou seja, em momentos de alta, além da precificação dos FOFs,

de maneira geral, se apreciar no mercado secundário, a carteira de ativos em seu portfólio, composta por fundos imobiliários em valorização, também sofre o impacto positivo em sua precificação, refletida diretamente no valor patrimonial dos FOFs.

Como exemplo, o **RBFF11, fundo de fundos da Rio Bravo**, que estava posicionado em bons fundos, comprados a preços atrativos, “surfou” a recuperação dos FIIs de forma ainda mais intensa e superando o desempenho geral dos FOFs do IFIX. De janeiro a novembro, a valorização do RBFF11 foi de 22,6%.

Performance IFIX 2023



Rio Bravo, Quantum Axis. Setor FOF considera todos os fundos do segmento que compõem o índice, conforme agrupamento feito pela Rio Bravo. Considera dados da cota ajustada por proventos.

De olho em 2024

Com o encerramento do ano e em linha com as condições e perspectivas do mercado, espera-se uma dinâmica positiva da indústria por ser o período usual de reavaliação do portfólio dos fundos. O cenário de corte de juros deve impactar positivamente na reavaliação dos ativos imobiliários, uma vez que podemos ver uma redução na taxa de desconto utilizada para avaliar os ativos, ou seja, a expectativa é de valorização devido aos ajustes do valor patrimonial dos imóveis. Tal processo desempenha papel relevante na precificação das cotas no mercado secundário e, conseqüentemente, no retorno dos investidores.

Continuamos analisando o cenário macroeconômico e esperamos que, com a continuidade de corte da taxa Selic, os ativos de renda variável se beneficiem e entreguem retornos positivos, evidenciando um ciclo de recuperação e potencial valorização dos FIIs, principalmente dos segmentos de FOFs e tijolo.

Ainda enxergamos potencial de alta em diversos fundos com ativos bem localizados e que possuem um viés de alta nos rendimentos através de aumento de aluguel, redução de alavancagem e reciclagem do portfólio.

Renda Variável

Evandro Buccini

Por Evandro Buccini e Francesco Lupo Pasino

Temporada de resultados do 3T23

A temporada de resultados do terceiro trimestre do 2023 acabou. À primeira vista, os resultados consolidados de 165 empresas (ex- Petrobras e Vale) foram positivos com receita em linha com o consenso do mercado e surpresas positivas no EBITDA e lucro líquido.

Fazendo uma comparação anual, os resultados foram “mistos”. A receita líquida teve queda de -2,1 % em relação com o 3T22 devido, principalmente, às empresas no setor de commodities, que foram impactadas por a queda nos preços realizados. Embora o lucro líquido da maioria das empresas na amostra tenha ultrapassado as expectativas dos analistas, caiu -18,2% em relação ao mesmo período de 2022, ainda pressionado pelos juros e pela alavancagem das companhias.

Mesmo com os custos e despesas em relação à receita líquida acima da média histórica, continuamos vendo melhoras ao longo desses últimos trimestres. Com isso, o EBITDA foi outra surpresa positiva, expandindo 6,2% no ano, melhorando, assim, a rentabilidade operacional das empresas de +134bp.

Como mencionado acima, a alavancagem das empresas permanece elevada e segue sendo um ponto de atenção. Mesmo com um avanço positivo no EBITDA, a dívida líquida das empresas apresentou crescimento de 7,7% a/a, levando, assim, a relação Dívida Líquida/ EBITDA a expandir + 0,17x a/a, chegando a 2,43x.

O que nos surpreendeu no trimestre foi a geração de caixa operacional, que chegou a R\$ 102 bilhões, uma alta de 28% a/a, melhorando, assim, a conversão do EBITDA em caixa (CFO/ EBITDA) de 13 p.p.

Essa forte geração de caixa não foi suficiente para melhorar a liquidez nos resultados. Muitas dívidas estão próximas de serem amortizadas. Vemos as dívidas de curto prazo (aquelas com vencimento em 12 meses) aumentarem 24,7% no ano, pressionando a liquidez das empresas (a liquidez corrente, ativo corrente/passivo corrente, passou de 1,51x no 3T22 para 1,42x no 3T23).

Resultados			
R\$ bilhões	3Q23	3Q22	YoY
DRE - Consolidado			
Receita líquida	757,6	773,7	-2,1%
EBITDA	130,1	122,5	6,2%
EBITDA Margin (%)	17,2%	15,8%	+133,5bp
Lucro líquido	32,3	39,5	-18,2%
Fluxo de caixa e balanço			
CFO	101,90	79,57	28,1%
Dívida Líquida	1.212,7	1.126,4	7,7%
Dívida de curto prazo	285,8	229,2	24,7%
Liquidez corrente	1,42x	1,51x	-0,09x

Destaque por setor

Petróleo e Gás: A 3R Petroleum apresentou resultado robusto, superando fortemente as estimativas de mercado. O EBITDA reportado foi de R\$ 829 milhões (+350% T/T) e 28% acima do consenso da Bloomberg. A performance positiva se deve tanto ao aperfeiçoamento na produção, + 51% T/T, quanto à alta nos preços do petróleo tipo Brent na comparação trimestral. Mas o que mais nos surpreendeu foi a melhora comercial, uma vez que os preços realizados mantiveram a tendência de reduzir a diferença para os preços do Brent (desconto de USD 6/bbl vs USD 9,6/bbl no 2T23) no menor patamar já registrado. Além disso, o *lifting cost* médio consolidado diminuiu 21% T/T (em USD 18,5/boe).

Logística: A Hidrovias do Brasil apresentou bom resultado no 3T23, com EBITDA Adj. de R\$ 262 milhões (+18% a/a e +10% vs consenso da Bloomberg). Destaques positivos foram o **Corredor Norte**, que reportou EBITDA de R\$ 144 milhões (-4 % a/a) e uma margem EBITDA de 57%. No período, a companhia operou com volume recorde próximos da capacidade máxima do corredor. Além disso, houve reajuste tarifário de +11% a/a, o que ajudou a melhorar a rentabilidade. Por sua vez, Corredor Sul apresentou fortes melhorias, com EBITDA de R\$ 114 milhões (+59% A/A) e margem de 50,8% (+16,9p.p. A/A), em função do aumento de volumes (+19% A/A) à medida que os níveis de estiagem melhoraram significativamente e a uma safra positiva de grãos no Paraguai.

Apesar das fortes operações nos 9M23, a HBSA forneceu *guidance* de EBITDA de R\$ 740-770 milhões (vs. consenso de R\$ 904 milhões) para o ano fiscal de 2023 por causa de baixos níveis hidrológicos, implicando uma faixa de EBITDA no 4T23 de -R\$ 32 milhões a -R\$ 2 milhões. Esperamos que a seca seja um evento temporário que se reverterá até o final deste ano. No entanto, ainda mantemos uma perspectiva positiva sobre os fundamentos de longo prazo.

Papel & Celulose: A Klabin reportou números gerais resilientes no 3T23, com EBITDA de R\$ 1,35 bilhão (+1% t/t, -41% y/y) superando as estimativas do consenso em 5% acima. A surpresa positiva no resultado foi impulsionada por um desempenho de custos menor, que já era esperado pelo mercado por conta da queda dos preços de insumos (custo caixa total caiu -6% trimestralmente) e preços realizados de celulose mais altos. As vendas totais da Klabin cresceram 13% t/t, explicado em grande parte pelos maiores volumes de celulose (+27% t/t) devido à manutenção do projeto Puma no 2T23. No entanto, os volumes caíram -5% em uma base anual, em grande parte graças à redução nas remessas de papel (principalmente papelão para contêineres), devido à parada de manutenção em Monte Alegre. Nos últimos dias, as ações da KLBN11 tiveram desempenho negativo, -8,3% na primeira semana de dezembro, por conta do *guidance* divulgado no *investor day*. Provavelmente, esse foi o foco dos investidores durante o dia do encontro com os investidores da Klabin e é o motivo pelo qual as ações tiveram desempenho inferior ultimamente. A Klabin divulgou que as compras de madeira de terceiros representarão R\$ 1 bilhão até 2028 (vindo de R\$ 0,4 bilhão em 2023). Supondo um desembolso adicional de aproximadamente R\$ 500 milhões/ano, isso equivale a um NPV de 6-7% do valor de mercado. Mesmo com esse incremento adicional de Capex nos próximos anos, estamos confiantes na resiliência da companhia e na tese de investimento de longo prazo.

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
novembro 23	0,91	8,99	5,59	-0,48	0,07	0,92	12,54	2,62	0,66	6,44
outubro 23	0,70	-4,93	-7,48	0,90	-1,40	1,00	-2,94	-0,66	-1,97	-2,10
setembro 23	0,64	1,39	-2,09	1,95	1,53	0,97	0,71	-0,95	0,20	-2,61
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
Ano	8,22	16,26	-1,13	4,20	16,29	12,04	16,04	12,95	10,79	8,50
12 meses	9,58	12,99	-4,93	4,78	17,15	13,36	14,81	13,56	11,41	4,54
24 meses	23,93	2,47	-	10,39	-	26,90	23,85	20,80	23,90	-17,27
36 meses	30,23	-1,66	-	18,32	-	31,69	15,62	25,50	13,47	3,22
48 meses	30,68	6,26	-	20,64	-	35,72	17,15	27,58	10,60	50,78
Desde o início	291,19	761,54	4,02	82,20	23,84					
PL Atual (R\$Mil)	146.498,79	2.219,09	16.768,77	5.928,75	6.881,69					
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

Gustavo Franco

Senior Advisor
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

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

Anita Scal

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

Vanessa Faleiros

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

comercial

comercial@riobravo.com.br

Daniel Sandoval

Diretor Comercial
11 3509-6689
daniel.sandoval@riobravo.com.br

Vanessa Valente

Gerente Comercial
11 3509-6615
vanessa.valente@riobravo.com.br

Keite Bianconi

Gerente Comercial
11 3509-6603
keite.bianconi@riobravo.com.br

Lígia Pereira

Analista Comercial
11 3509-6687
ligia.pereira@riobravo.com.br

relação com investidores

Isabela Perez

11 3509-6657
ri@riobravo.com.br

ouvidoria

0800 722 9910
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. 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_{bi}
imobiliário

crédito,
multimercado e
renda variável

0,8_{mm}

solutions

1,5_{bi}

R\$13,3_{bi}

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