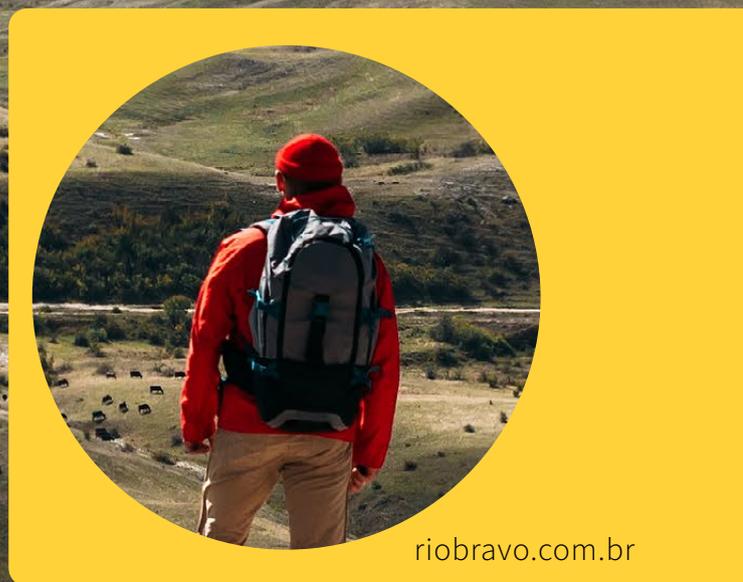




CARTA ESTRATÉGICAS

Novembro 2024



riobravo.com.br



Conjunto vazio

Texto de Gustavo Franco

“

O governo achava que a economia ia muito bem

Novembro trouxe uma bela imagem nos principais jornais do país: chefes de estado de vários países tendo ao fundo o Pão de Açúcar num dia iluminado.

Eram os oitenta e tantos signatários de uma aliança internacional contra a fome, países e organizações multilaterais, uma conquista da diplomacia brasileira. A foto, se não vale mil palavras, vale o suficiente para compensar as frustrações em temas muito difíceis em que o Brasil buscava algum protagonismo: o clima, as guerras e o tão sonhado assento no Conselho de Segurança das Nações Unidas.

A declaração conjunta ao final do G20 foi gasosa, como costumam ser esses documentos, de nenhuma importância prática, e gerou um tanto de noticiário sobre as divergências adverbiais no seu texto.

Mas a foto foi espetacular, e dispensava legendas e explicações. Foi o melhor resultado da presidência brasileira do G20. E foi o que tivemos de melhor nesse mês difícil, que terminou com um pacote revelador, muito mal-recebido, talvez um dos grandes fiascos de política

econômica nos últimos anos, um incidente cujas consequências são difíceis de se vislumbrar por inteiro nesse momento.

“Quebrei o estado, mas fui reeleito”

Tudo começa com o diagnóstico, ou com uma ideia um tanto romanceada sobre o estado da economia. O governo acha que a economia vai muito bem. Os sinais parecem, de fato, positivos, o PIB do terceiro trimestre veio forte, mas há sutilezas. Os números do mercado de trabalho sugerem o “pleno emprego”, e o crescimento do PIB, ainda que baixo (na faixa entre 2% e 3%, chegando a 4% em algumas comparações escolhidas), tem sido melhor que a encomenda. Circulam teorias otimistas sobre o PIB potencial, que estaria sendo vítima recorrente de subestimativa, talvez por má vontade dos analistas. Círculos governistas repetem-se, dizendo que “o mercado errou” nesse tópico, várias vezes seguidas, quando não é o próprio presidente da República.

Mas o fato é que o aquecimento do mercado de trabalho e de atividade econômica pode ser simplesmente febre.

Não é impossível que o PIB cresça mais que o potencial. É mais tenso, pois o sistema fica estressado, quando se pisa fundo no acelerador e no freio ao mesmo tempo, o que tende a se expressar

mais habitualmente em inflação, e em importações, mas pode explodir em tensões financeiras na presença de uma fagulha. Na maior parte dos casos conhecidos de sobreaquecimento (essa é a linguagem habitual), é por excesso de demanda, e a expansão pode prosseguir por certo tempo, sem qualquer sinal de alerta, até que os problemas parecem vir de onde não se espera. Ao longo do caminho, as advertências de cautela vão sendo descontadas, desmoralizando o prognóstico e servindo para aguçar a propensão a correr riscos.

O Brasil vive uma expansão um tanto além do PIB potencial, e do “pleno emprego”, impulsionada por estímulos fiscais fortes, isto é, por gasto público financiado por aumento na dívida pública. Na primeira metade desta presidência, a dívida pública subirá de 72% para 84% do PIB, aproximadamente. Não é um ritmo sustentável, e evoca a máxima de Orestes Quécia, “quebrei o estado, mas fui reeleito”, uma observação clássica, mas feita bem depois de as coisas darem errado. Pouca coisa se nota durante a caminhada, é o que se diz de todas as grandes crises financeiras, que parecem surgir de repente, sem aviso nem fanfarra, cada uma de um jeito. O fato é que não se entende muito bem como é possível haver pleno emprego com os juros onde estão, senão em um extremo de *crowding out* talvez ainda não catalogado.

O problema brasileiro

O arcabouço fiscal não é como o Teto de Gastos, ou seja, não é impeditivo, mas indicativo. É quase que apenas uma meta, com diversas possibilidades de contorno. Muita coisa fica fora do limite do arcabouço, como explica o economista Marcos Mendes, em detalhes exaustivos. E quando vai se tentando criar gatilhos

para o arcabouço ele vai ficando parecido com o falecido Teto de Gastos, porém sem os mesmos poderes.



Não há saída fácil para o problema fiscal

Uma expansão fiscal financiada por aumento de dívida pública em grande escala cria uma situação de *crowding out* de livro texto, com pressão sobre a taxa de juros, sobre o câmbio e, afinal, sobre a inflação. O problema brasileiro parece ser um *hiper-crowding out*. Os cálculos para o juro neutro ficam cada vez mais impressionantes, bem como as expectativas de inflação cada vez mais desancoradas, isso tudo sugerindo que o Banco Central do Brasil terá de subir a SELIC mais agressivamente do que se imaginava. Ainda mais juro para ainda mais aquecimento. Isso não parece saudável. O paciente está febril, acima do peso e cada vez mais rebelde na sua alimentação.

O mês de novembro parecia terminar mal, mas estava em preparação o pacote que pretendia trazer a correção de rumos. Desde algum tempo, as circunstâncias apontavam com muita clareza a necessidade de ajuste fiscal, mas, numa primeira avaliação, o governo deu todas as indicações de que pretendia restaurar o equilíbrio fiscal pelo lado da receita. Afinal, é um governo de esquerda, que mal parece controlar sua ansiedade para começar a temporada de conversas sobre tributação progressiva da renda.

Mas não era realista.

É claro que é mais simpático apelar aos impostos sobre os “super-ricos” que se abraçar às “maldades” inevitáveis nos ajustes pelo lado da despesa. Mas não

é prático nem viável. Repetidamente se discutiu a lista de gastos tributários e renúncias fiscais, bem como os números alucinantes do Sindifisco para “privilégios”, até que o governo admitiu que não é viável pretender que o ajuste se faça unicamente pelo lado da receita. Ainda vai vir alguma novidade pelo lado da receita, mas todos em Brasília sabem que essa conversa é muito difícil.

Seria ótimo (do ângulo político) que a adesão à responsabilidade fiscal pudesse ser feita com um aumento na progressividade da tributação, idealmente sem aumento global de carga, e com aumentos das receitas tributárias decorrentes de maior atividade econômica. Seria fácil e politicamente funcional. Só que não existe essa alternativa. Não há saída fácil para o problema fiscal. Na verdade, ficou evidente entre técnicos que a inconsistência entre as políticas monetária e fiscal, da qual resulta o juro alto, não poderá ser resolvida sem um pacote de redução de despesa.



Os bons presidentes são os que tomam as decisões corretas nesses momentos

Esse era um consenso entre os especialistas, mas que não incluía o presidente da República. Era um trabalho para o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, que já tinha conduzido muito bem a confirmação do nome de Gabriel Galípolo para a presidência do Banco Central. O presidente da República, inclusive, já havia baixado as armas de sua cruzada pessoal contra Roberto Campos Neto e mesmo contra os juros altos, admitindo que, se Galípolo achava mesmo necessário manter as coisas como estavam, e mesmo subir um bocado a

mais, ele se conformava. Era um grande avanço.

O passo lógico a seguir era o de acolher o diagnóstico pelo qual era preciso fazer um pacote pelo lado da despesa. Os ministérios econômicos já vinham trabalhando há tempos nesse tema, mas o trânsito no interior do governo era complexo, e o problema não estava apenas no presidente Lula.

O ministro Haddad não quis se expor ao apresentar uma proposta dele, ou da área econômica, para, em seguida, vê-la atacada frontalmente por outros ministros ou pela liderança petista. Por isso, o assunto foi levado ao presidente da República para que escolhesse entre alternativas. Foi prudente para o ministro renunciar à autoria do pacote, trazendo o ônus e o bônus para o presidente Lula. Mas é claro que há custos nessa alternativa.

Nem sempre os presidentes gostam de ver um problema depositado na soleira da sua porta. É muito melhor quando o ministro especialmente encarregado do assunto traz uma solução, e boa. É ruim quando não vem desse jeito.

Para o ministro, pareceu muito prudente deslocar a escolha para cima, pois havia enorme potencial de fogo amigo. Ao final, o fogo amigo não veio porque o mercado financeiro detestou o pacote, razão suficiente para a liderança petista nutrir o sentimento exatamente oposto. Entretanto, o resultado político para Haddad foi acentuar a sensação de que ele é mais assessor que ministro. Mas tudo fica dependente da qualidade do pacote.

O presidente da República, de seu lado, percebendo o potencial de polêmica, resolveu abrir consultas junto a seus ministros, e alguns, que logo perceberam

que a tesoura vinha em sua direção, passaram a se pronunciar publicamente sobre o assunto. O ministro de Trabalho, por exemplo, declarou que não haveria cortes em gastos da sua pasta pois sequer tinha sido chamado para conversar, meio que ameaçando se demitir se algo ocorresse nos assuntos seus que não tivesse sido expressamente negociado. Outros ministros se manifestaram de forma semelhante, como o da Previdência, e alguns foram chamados para conversar, inclusive os militares, no pressuposto de que todos teriam que contribuir.

Seguiu-se uma pequena encenação de “pacto social”, como se fora uma competição entre prioridades, ou uma negociação com a sociedade civil e não entre subordinados do presidente da República. E depois de muita conversa, os ministros todos permaneceram como estavam (os sociais, os da casa, os do centrão e os militares): não houve nenhuma reforma ministerial, tampouco cortes relevantes, nem em ministros, nem em despesas. A solução política para um pacote de cortes de gastos foi trabalhar com cortes que não incomodam ninguém no governo, como descrito logo abaixo, cortes mais virtuais do que reais.

Quanto mais pompa, pior

O pacote foi apresentado com a pompa dos grandes anúncios na noite de quinta-feira, dia 28/11, com um pronunciamento do ministro da Fazenda em rede nacional de televisão, seguido de uma coletiva na sexta-feira, dia 29/11, pela manhã. Era o sinal inequívoco da grandeza da iniciativa, talvez aí uma indicação de que Fernando Haddad estava recebendo o tratamento de presidencial. Mas não foi uma boa ideia. Parecia que a máquina de comunicação do governo estava em dessintonia com a substância da coisa.

Um pacote pífio requer um anúncio discreto, livre de pirotecnia. Pelo mesmo raciocínio, quando se trata de pacote mal construído, quanto mais pompa, pior.

A repercussão foi péssima, e não foi unicamente um problema de comunicação ou porque o pacote era composto de “maldades”. Ou mesmo porque não devia ter falado na isenção de IRPF para as rendas menores que R\$5 mil. Na substância, o pacote é um conjunto vazio ao revelar muito claramente a extensão do desconforto do governo com a ideia de cortar gastos. É um desconforto profundo e compreensível de um governo de esquerda diante do imperativo de reduzir gasto, ou seja, com a redução do tamanho do Estado.

A renúncia de IRPF só chamou tanta atenção porque era como a cereja no bolo: o pacote de redução de gastos não apenas não tem muita carga como traz para enfeitar um aumento de despesa. Como pode ser?

Muitas vezes no passado se exaltou o pragmatismo do presidente da República ao contrariar teses históricas de seu partido. Desta vez, todavia, não houve nada disso. Trata-se de pacote de “revisão de gastos” de inspiração petista, a julgar pelo apoio de lideranças como Lindenberg Farias e José Dirceu, ambos exaltando as medidas tributárias progressistas, que, na verdade, não fazem parte do pacote.

De um ângulo mais operacional, o desconforto com a ideia de cortes de gastos se observa em vários aspectos do pacote: no formato, na filosofia, na natureza exata das medidas e, é claro, na estratégia de comunicação.

No formato, para começar, não há íntegras dos textos. Um pacote sem as medidas.

O Diário Oficial não mente. Onde estão as íntegras? Depois de várias semanas de conversas intensas, nas quais muitas possibilidades foram debatidas, como é possível que não haja texto? Seria um lapso freudiano?

Houve um pronunciamento do ministro em cadeia nacional de televisão, sobre o qual circularam o texto do discurso, duas páginas vagas, e um *power point*. Esse foi o pacote.

O anúncio (*power point*) aludiu a duas ferramentas principais, uma PEC e uma proposta de lei complementar, duas fórmulas de longa tramitação e nenhuma medida provisória, isto é, nada com o requisito constitucional de “urgência e relevância”.

Claro que os textos apareceram nos dias que se seguiram, uma PEC e dois projetos de lei complementar assinados pelo deputado José Guimarães (PT-CE), líder do governo na Câmara dos Deputados. Mas no primeiro momento, causou espécie a inovação representada por um pacote sem texto. Como se o governo quisesse trazer “temas” ou “teses” de forma mais aberta, deixando para os relatores das matérias a autoria do texto principal.

Sem prejuízo dessa nova técnica de encaminhamento parlamentar, na página 21 do *power point* oficial do pacote há números ano a ano, de 2025 a 2030, para os impactos das medidas, ainda que não sejam especificadas.

Numa avaliação mais realista, fica muito claro que o governo não resolveu o seu desconforto com a ideia de cortar gasto. Entende-se a objeção ideológica e conceitual, bem como a contrariedade do presidente Lula. As circunstâncias costumam contrariar os desejos dos

presidentes. Às vezes, são crises externas, ou são legítimas heranças malditas, que é preciso endereçar tomando medidas ditas impopulares, medidas que qualquer presidente preferiria não ter que tomar. Os bons presidentes são os que tomam as decisões corretas nesses momentos.



O que há para agregar a um pacote de cortes que não traz cortes?

Nesse momento em particular, a ação recomendada pela boa técnica era um pacote de redução de gastos, e o presidente Lula não gosta de cortes de gastos. Sempre que se fala nesse assunto, ele se esforça em dizer que os gastos não são gastos, mas investimentos. É puro negacionismo fiscal, até agora sem qualquer consequência.

Mas como se organiza um pacote fiscal nessas condições?

Os “cortes” precisam atender a certas condições para serem aceitos no pacote. Precisam ser o resultado do consenso dos ministros e precisam soar como programas do governo, ou seja, devem ser cortes que se pareçam com aumentos em gastos.

Deve ser claro que um pacote de cortes que atendem simultaneamente a essas exigências é um conjunto vazio. Esta é razão para o fiasco. O pacote é vazio de substância pois é inexistente a vontade do presidente Lula e do governo em cortar despesa. Simples assim. É uma opção legítima do presidente da República, isso não se discute. Mas as consequências vêm depois, como reza a boa sabedoria política. O câmbio foi a R\$6,00 e muitos petistas reclamaram de o Banco Central não fazer nada em oposição a esta especulação.

Jabuti na comunicação

No nível mais conceitual, o esforço de se fazer cortes que não eram cortes resultou em algumas variantes criativas: (i) cortar aumentos que ainda não aconteceram (como, por exemplo, os aumentos futuros do salário-mínimo); e (ii) remanejar despesas que já iam acontecer de qualquer jeito para que atendam requisitos que requereriam despesa nova (por exemplo, no item FUNDEB).

Junte-se a isso: (iii) um pente fino sobre programas sociais, o que se transforma em uma medida de *compliance* destinada a cortar despesas decorrentes de fraude; e a (iv) velha conhecida desvinculação (DRU), tão combatida no passado, agora uma escolha do presidente Lula.

Sempre há algum ajuste menor, que é um corte de verdade, como resultará, por exemplo, da redução da idade mínima da aposentadoria dos militares, e de dispositivos que pegam carona na PEC e nos projetos de lei complementar que compõem o pacote. Mas são valores pequenos, nada que chegue perto dos 70 bilhões falados para 2025/2026, e que foram colocados em dúvida.

Não se perca de vista que, mesmo que fossem 70 bilhões de verdade, estamos falando de um orçamento de 5 trilhões (somando as PLOAs de 2024 e 2025). Ou seja, o governo não foi capaz de identificar nem 1,5% de corte na despesa pública. É claro que isso foi muito claramente percebido como um fracasso.

É nada mais que um agravante a mistura, no anúncio do pacote, que o governo tenciona ampliar a faixa de isenção de IRPF para os rendimentos menores que R\$ 5 mil. Diz-se que a inclusão do tema no anúncio foi pela vontade expressa do

próprio presidente Lula. Não é um acidente que as lideranças petistas tenham saído em defesa do pacote exatamente nesse tópico que, como já observado, e bem lembrado por lideranças como Rodrigo Pacheco, presidente do Senado, não fazem parte desse pacote.

O governo quer muito discutir o que tem designado sobre a “reforma da renda”, um pacote tributário que se quer definir como “reforma” a fim de absorver um tanto do *goodwill* que se viu na reforma tributária (do consumo). As chances da “reforma da renda” já não eram boas antes desse pacote, talvez ficado ainda menores. Mas será impossível ignorar a sombra dessa matéria enquanto se discute o pacote dos cortes.

A “reforma da renda” está no futuro, e o governo parece calcular o momento de lançar essa tese da isenção para a “classe média”, promessa de campanha do presidente Lula, no pressuposto que os “super ricos” vão pagar essa conta.

Muitos apontaram aí um erro do governo em misturar aumento de despesa (redução de imposto) no pacote de redução de despesa. Outros falaram em antecipar 2026. Mas está tudo misturado mesmo.

Curiosamente, o assunto da isenção foi o que mais atraiu a atenção da imprensa. Mais curioso é que não há nada de extravagante em que jabuti na comunicação seja mais importante que a substância do pacote, quando o pacote é confuso na substância. O pacote de cortes não traz cortes, talvez refletindo a sabedoria pela qual gasto não é gasto. Talvez exatamente por isso, o pacote terá (provavelmente) um percurso fulminante e uma aprovação rapidíssima no Congresso. O que há para opor ou a agregar a um pacote de cortes que não traz cortes?



Crédito Privado, tendência de desaceleração continua

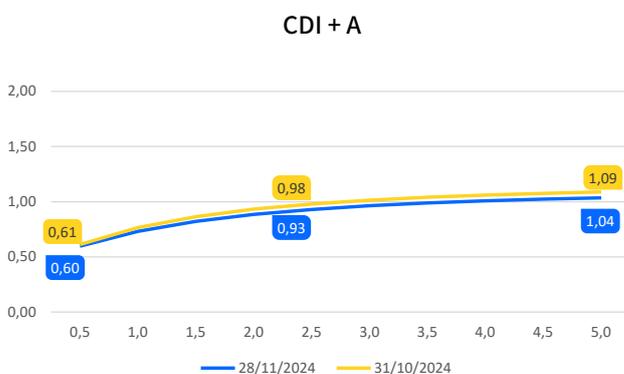
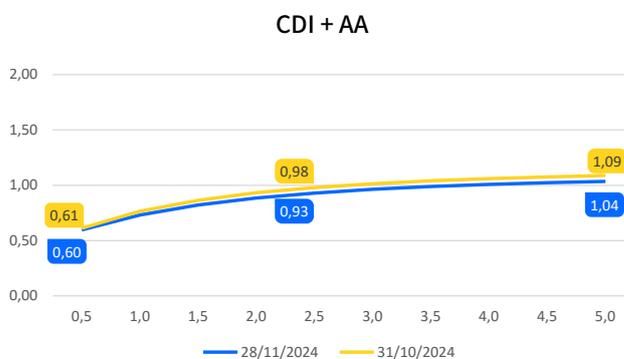
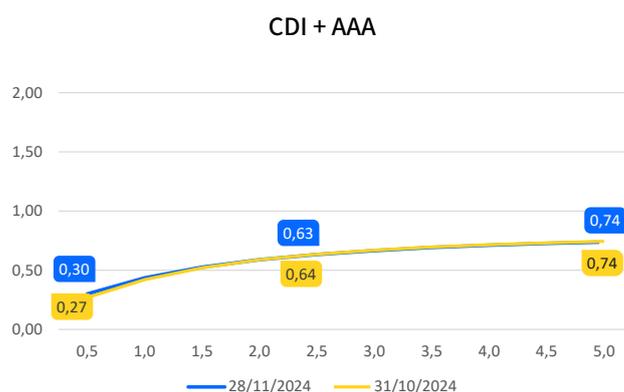
Texto de Evandro Buccini e Victor Tâmega

A mudança de direção no mercado de crédito privado, que começou no mês de outubro, continuou no mês de novembro. As debêntures atreladas ao CDI alcançaram rentabilidade superior ao CDI, conforme indicado pelo índice de debêntures ANBIMA IDA-DI com variação de 0,87% a.m. vs. variação de 0,79% a.m. do CDI em novembro. Olhando o acumulado do ano, a tendência segue positiva, com o índice ANBIMA IDA-DI atingindo retorno de 12,59% contra o CDI de 9,85%.

Associado a isso, mercado apresentou: (i) um misto de abertura e fechamento dos spreads, (ii) captações líquidas positivas, mas em patamares inferiores ao observado nos meses anteriores; e (iii) volume de emissões no mercado desacelerando. Com a volatilidade nas taxas de juros soberanas, as debêntures incentivadas focadas no mercado de infraestrutura tiveram rentabilidade negativa em novembro, de acordo com o índice de debêntures ANBIMA IDA-IPCA infraestrutura com rentabilidade de -0,47% a.m., inferior ao IMA-B, que, no mesmo período, apresentou rentabilidade de 0,02% a.m.

Comportamento dos spreads: Ao olharmos os spreads das debêntures corporativas indexadas ao CDI segmentando pela qualidade de crédito, observamos um comportamento heterogêneo. Nesse sentido, observaram-se tanto aberturas marginais como fechamentos marginais dos spreads, finalizando o mês em um patamar muito similar ao do mês anterior.

SPREADS CDI+



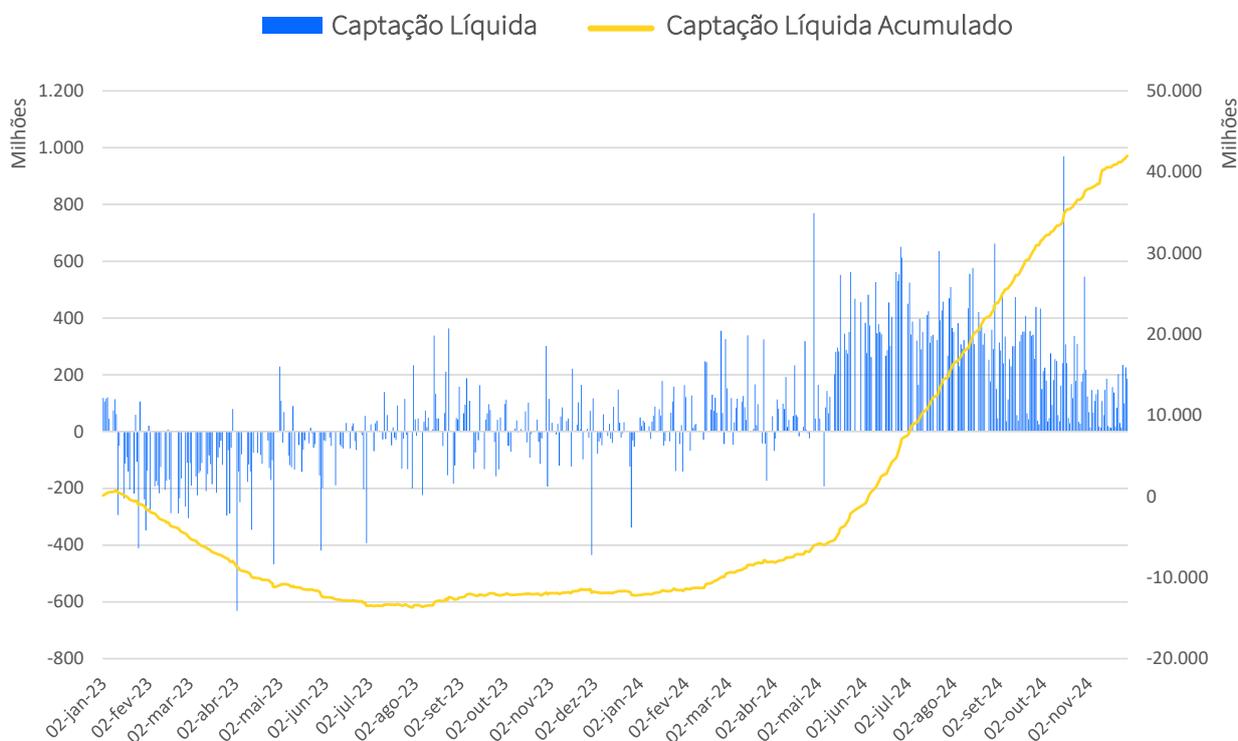
Fonte: ANBIMA

Manutenção de captação líquida positiva:

O fluxo de recursos em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45 manteve a tendência de captações positivas,

porém em um ritmo inferior ao observado em outubro. A captação dos fundos de resgate mais curto (D+1) foi menos intenso quando comparado a fundos com prazos mais longos.

Captação Líquida Renda Fixa LTM (até D+45)

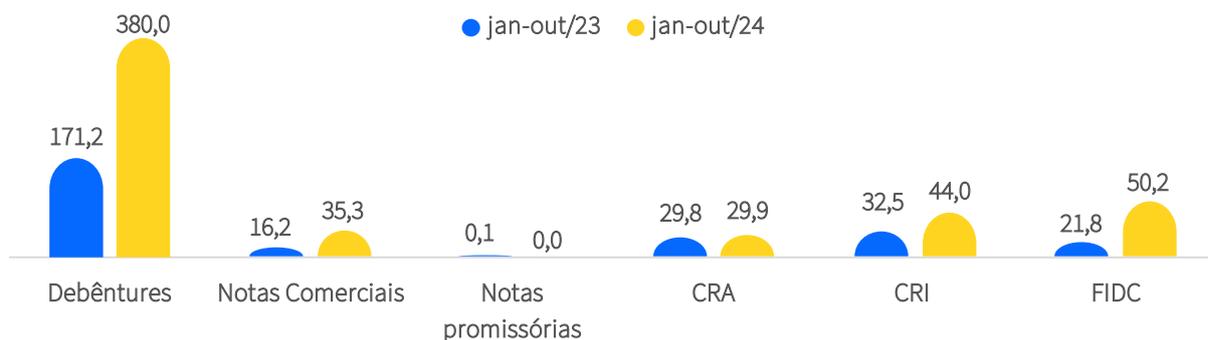


Fonte: Quantum e CVM (*) de 03/01/23 a 29/11/24

Emissões primárias seguem fortes: No acumulado do ano, as emissões primárias de renda fixa seguem apresentando um volume robusto, superando em 99% do mesmo período de 2023. Mas as emissões vêm desacelerando, e os fundos vêm demandando em menor volume, dado o atual nível de spread. Além disso, muitos

desses fundos de investimento anunciaram que estão fechados para captação, de maneira que eles vêm absorvendo uma parcela cada vez menor das emissões que vem a mercado. Desse montante total, os bancos relacionados à respectiva oferta vêm absorvendo cada vez mais.

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



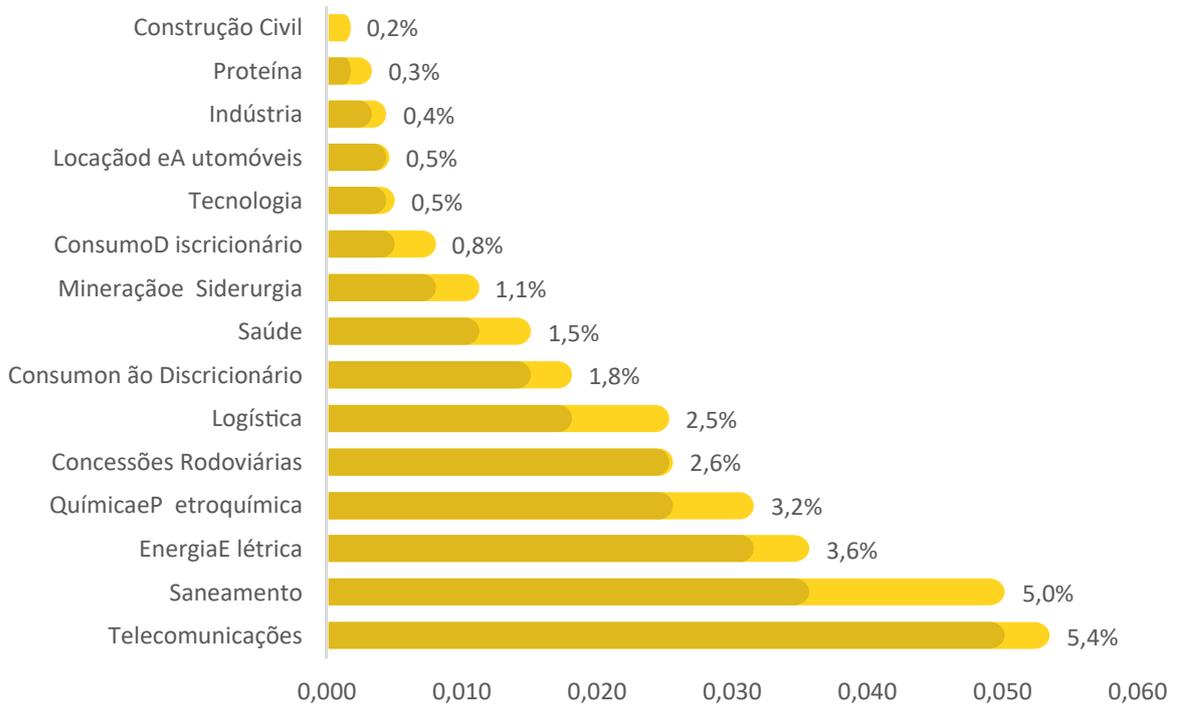
Fonte: ANBIMA

Rio Bravo Crédito Privado

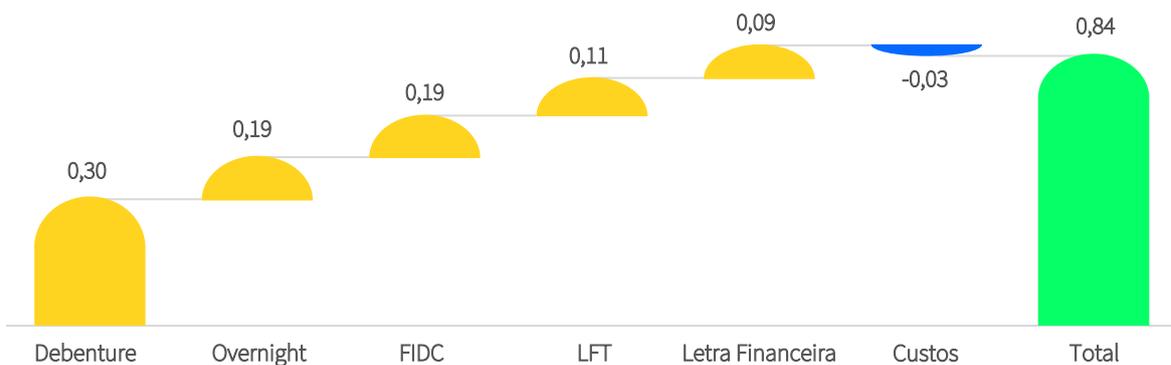
O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** foi de 111,73% do CDI no mês de novembro. Olhando a performance das debêntures, os papéis de destaque vieram dos setores de Telecomunicações, Saneamento e Químico, devido ao desempenho da debênture da Livetech, Aegea e Braskem. Já o impacto negativo foi o setor da Indústria, devido à performance negativa da Simpar.

Sobre as outras classes de ativos, elas apresentaram uma boa performance, principalmente da classe de FIDC e LF, que contribuíram, respectivamente, com 0,186% e 0,087% (equivalente a 172,5% e 103,1% do CDI se considerarmos uma posição de 100% dessas classes de ativos no fundo).

Novembro/24P erformance Breakdown por setor (%)



Outubro 24 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Com relação ao nosso portfólio, seguimos com uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menos de 2,3% da carteira, totalizando 35 emissores em 16 diferentes setores, e uma exposição total a 19 setores, quando consideramos os papéis de FIDC e Letra Financeira que carregamos na carteira.

Nesse último mês, fizemos uma nova alocação no fundo: a debênture da Vibra, na qual entramos via mercado primário. Para os meses seguintes, vamos continuar buscando elevar do percentual de LFs e reduzir a exposição a debêntures que consideramos estar com um *spread* baixo e com *durations* longas, com o objetivo de reduzir o risco de uma marcação negativa.

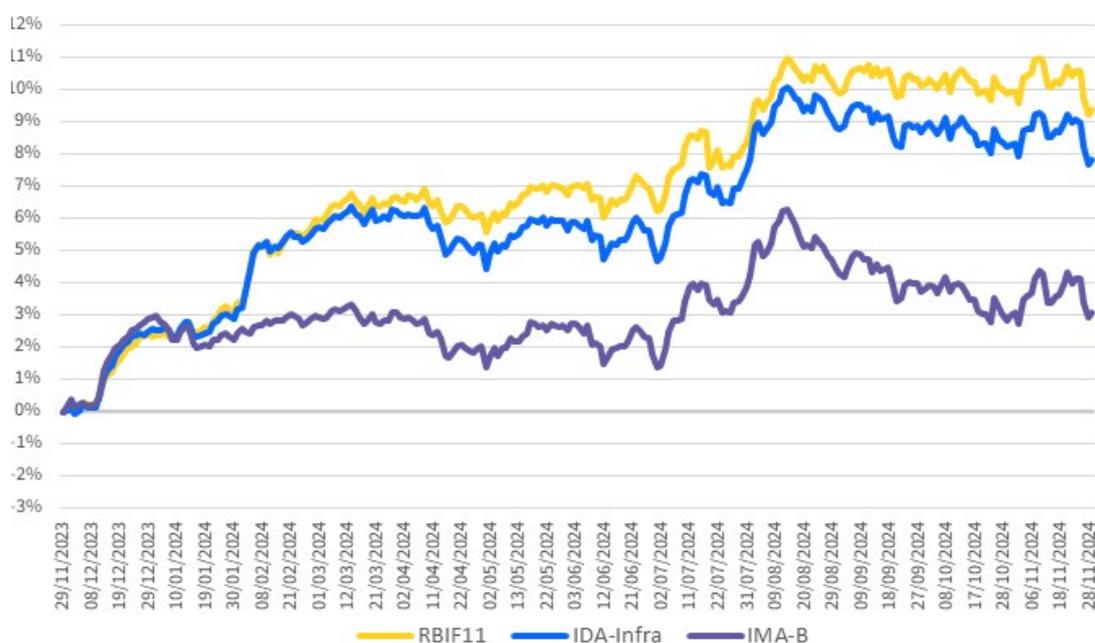
Rio Bravo ESG IS FIC FI-INFRA (Ticker: RBIF11)

O RBIF11, nosso fundo de crédito para infraestrutura isento para pessoas físicas, fechado e listado na bolsa registrou performance de -0,52% no mês de novembro, cerca de 0,05% abaixo do IDA IPCA Infra

(carteira teórica da ANBIMA composta por debêntures incentivadas) e -0,54% abaixo do seu benchmark, o IMA-B. Nos últimos 12 meses, o fundo performa 9,3%, contra 7,8% do IDA IPCA Infra e apenas 3,08% do IMA-B.

Relativo à distribuição de proventos do Fundo referente ao mês de novembro/24, em função da distribuição recente de todos os rendimentos auferidos será amortizado de R\$ 0,87/cota (pago em 20.12.2024) de forma a linearizar a distribuição do carregamento líquido do fundo. Dessa forma, a distribuição total equivale a um *dividend yield* mensal de 1,13% na cota a mercado de fechamento do mês (anualizado de 14,4%), ou 0,96% sobre a cota patrimonial do fechamento (anualizado de 12,1%). O racional para distribuição de rendimentos é o IPCA projetado para os próximos doze meses (4,2% a.a.; 0,34% a.m.) mais o carregamento líquido de custos do fundo (7,9% a.a.; 0,62% a.m.). Eventuais ganhos com giro de carteira deverão ser distribuídos nos meses de julho (ref. Junho) e janeiro (ref. dezembro).

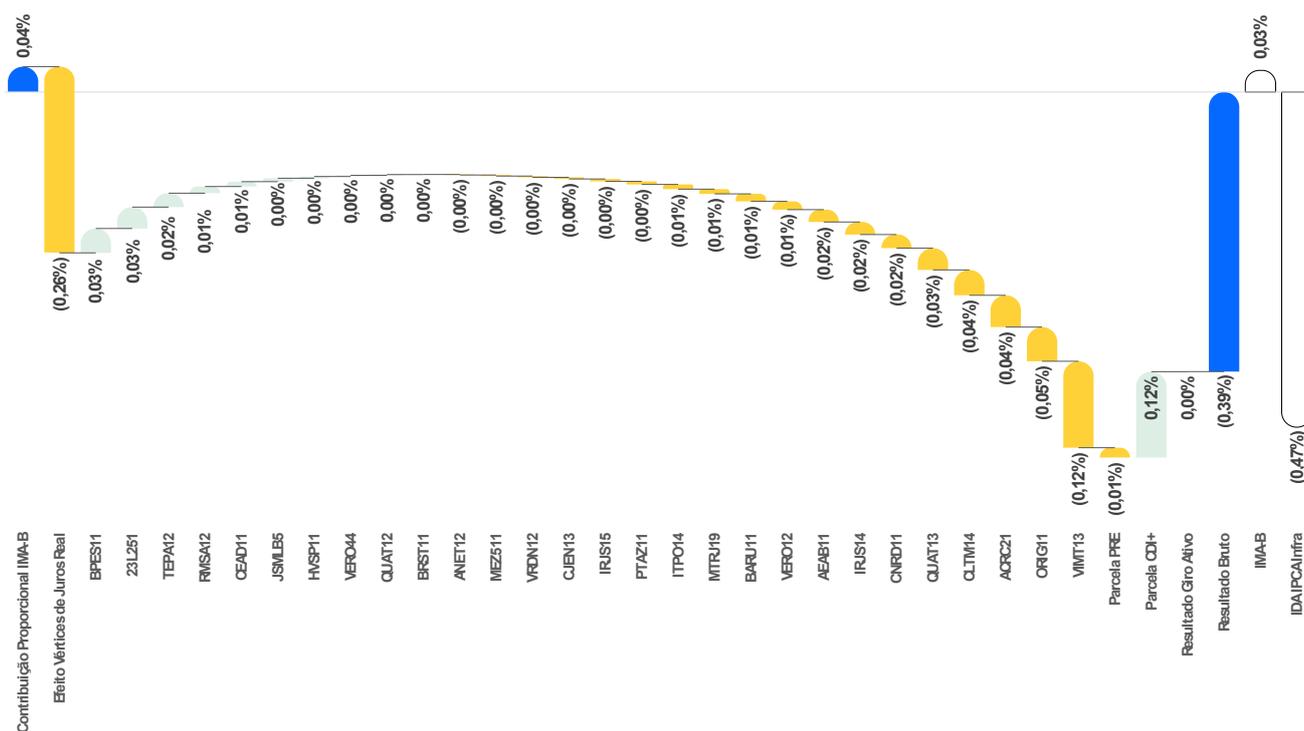
Performance Histórica RBIF11



Atribuição de Performance RBIF11

Os componentes que mais contribuíram para uma performance do RBIF11 abaixo do IMA-B no mês de novembro foram (1) abertura da curva de juros real nos vértices curtos e médios, resultando num desempenho inferior em razão da concentração maior do RBIF11 nestes

vértices e (ii) a abertura dos spreads de crédito de aproximadamente 8 pontos base. Importante reforçar que, na média, os spreads de crédito vêm abrindo nas últimas semanas, podendo mostrar um ponto de inflexão no longo ciclo de fechamento observado. No gráfico abaixo, atribuição de performance bruta da carteira do RBIF11:

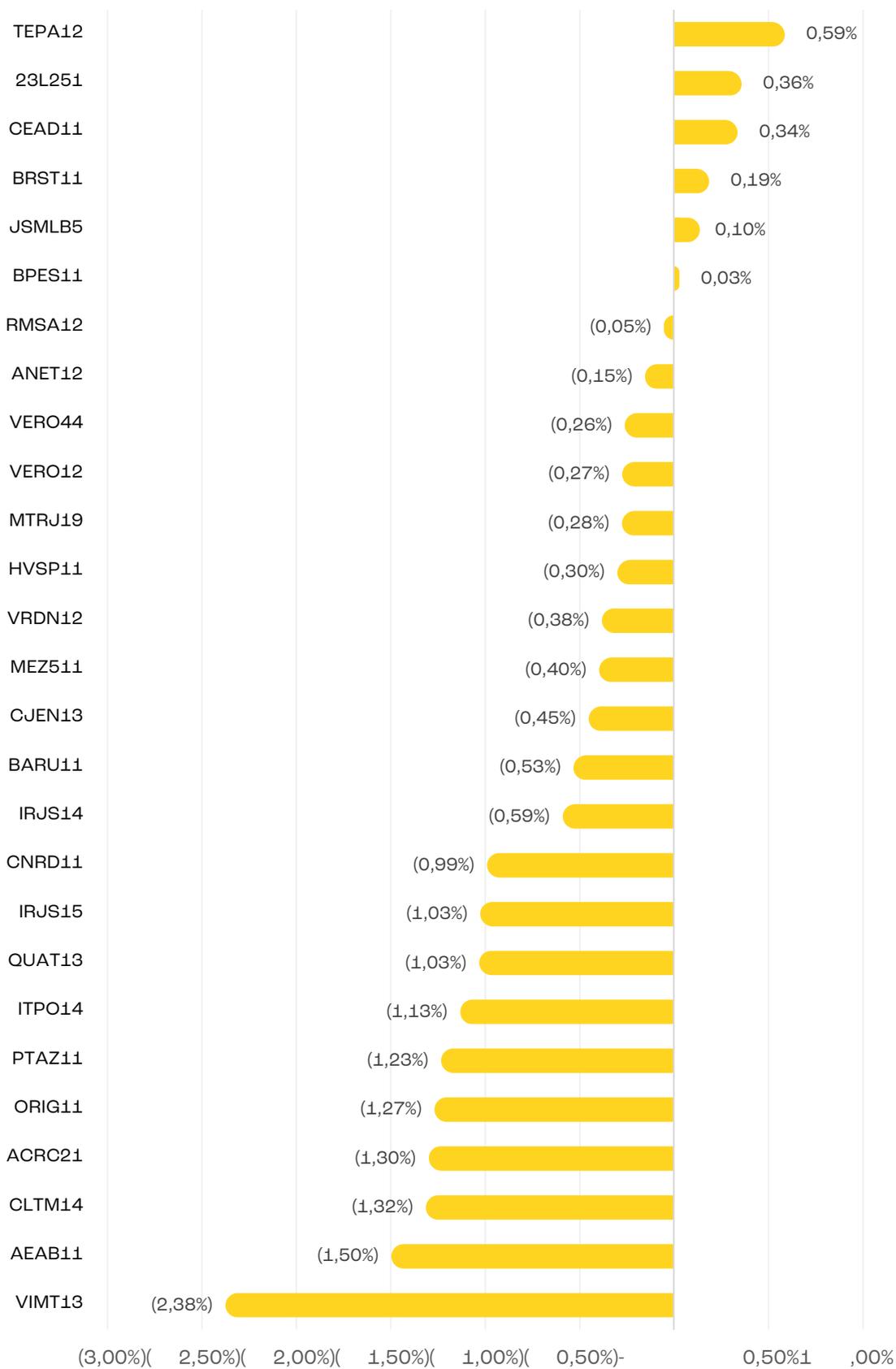


Performance dos Ativos da Carteira do RBIF11

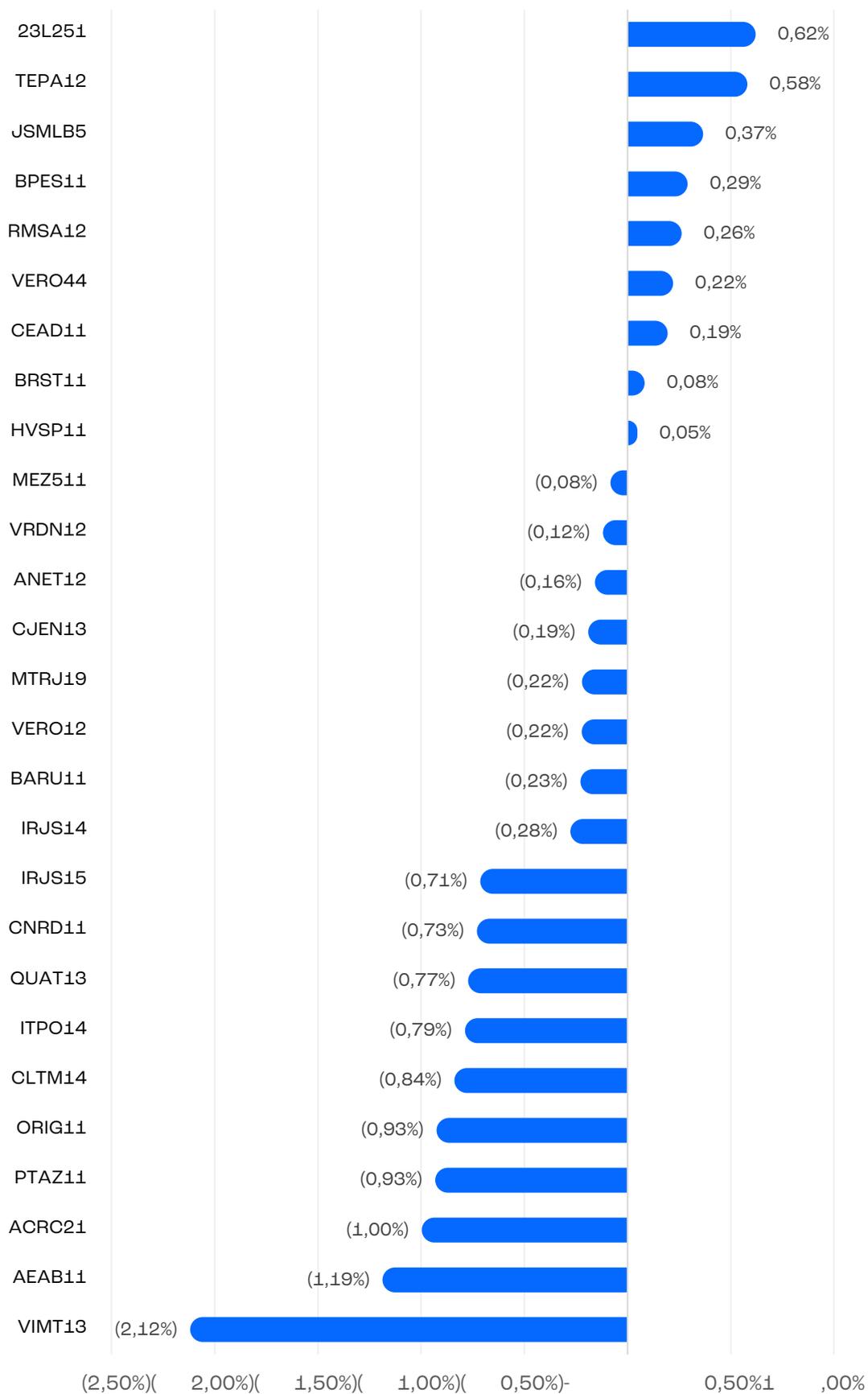
Conforme ilustrado nos gráficos abaixo, os ativos que melhor performaram foram Brasil Tecpar (TEPA12; Telecomunicações); Elleven Energy (CRI 23L2510336; Geração Solar Distribuída) e Centrais Eólicas

Assuruá II (CEAD11; Geração Eólica). Por outro lado, Via Brasil 320 (VIMT13; Rodovia Pedagiada); Cajuína (Auren Energia) (AEAB11; Geração Eólica) e Linha 8 e 9 da CPTM (CLTM14; Mobilidade Urbana) registraram os piores desempenhos no mês.

Retorno Absoluto (%)



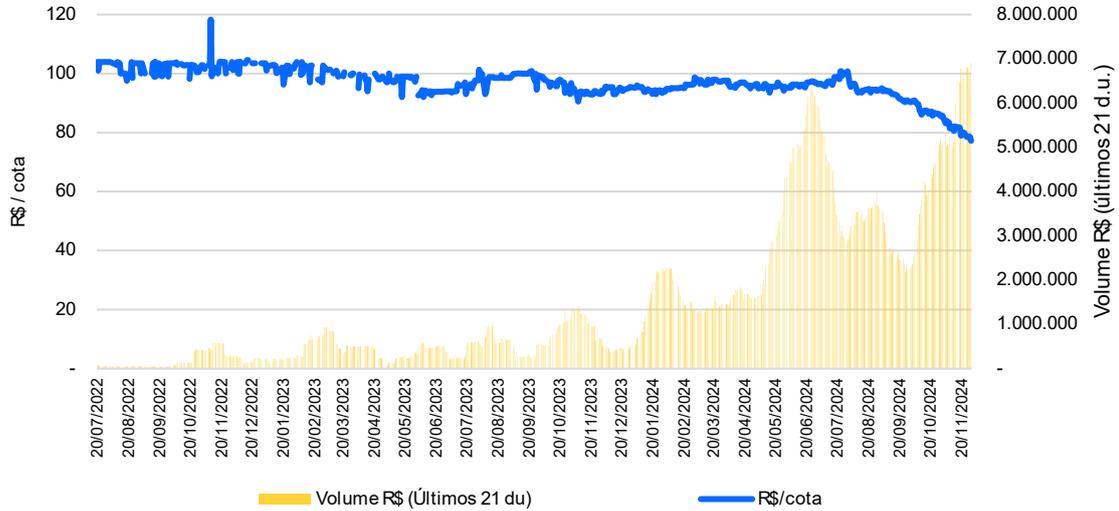
Retorno sobre a NTN-B (% over B)



Liquidez das cotas do RBIF11 (B3)

Desde a contratação de formador de mercado em dezembro de 2023, a liquidez do RBIF11 aumentou consideravelmente no mercado

secundário (B3), atingindo cerca de R\$ 2,3 milhões no mês de outubro. Atualmente, o RBIF conta com aproximadamente 1.700 cotistas.



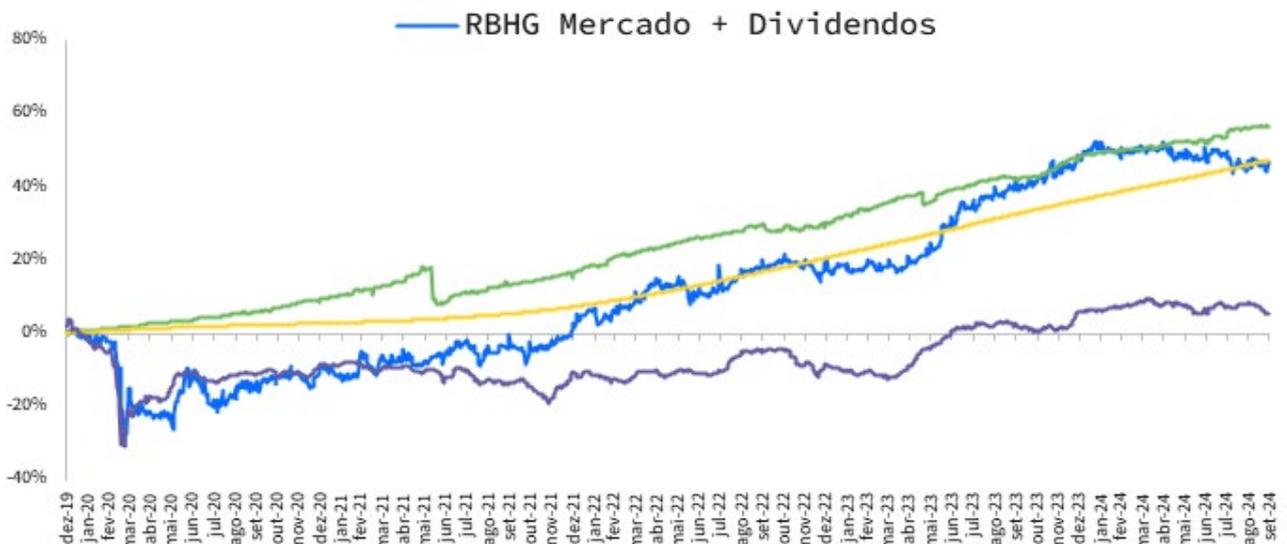
Rio Bravo Crédito Imobiliário High Grade (Ticker: RBHG11)

A distribuição de rendimentos do Fundo referente ao mês de setembro/24 foi de R\$ 0,90/cota, um *dividend yield* anualizado de 13,91% na cota a mercado, ou 1,02% sobre a cota patrimonial do fechamento do mês, valor

equivalente a uma remuneração bruta de imposto de renda de 144% do CDI.

No mês de setembro/24, utilizando nossa Reserva de Lucros, passando de R\$ 0,07/cota em agosto/24 para R\$ 0,03/cota em setembro/24.

Performance Histórica RBHG11



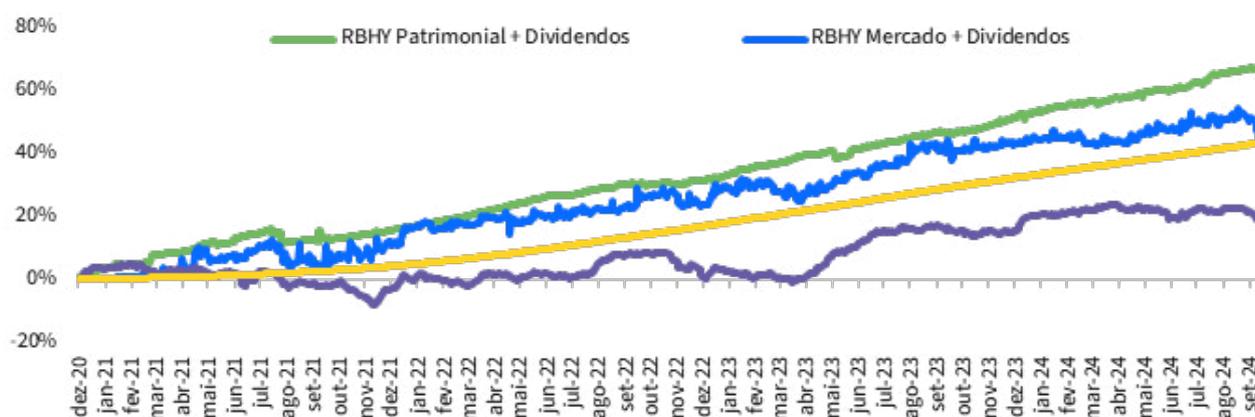
Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield (Ticker: RBHY11)

A distribuição de rendimentos do Fundo referente ao mês de setembro/24 foi de R\$ 1,03/cota, um *dividend yield* anualizado de 15,40% na cota a mercado, ou 1,11% sobre a cota patrimonial do fechamento do mês, valor equivalente a uma remuneração bruta de imposto de renda de 156% do CDI. No mês de setembro/24, utilizamos nossa Reserva

de Lucros, passando de R\$ 0,29/cota em agosto/24 para R\$ 0,19/cota em setembro/24.

Nos últimos 24 meses, com uma análise criteriosa e busca pelas melhores oportunidades, a gestão vem aumentando o carregamento do fundo (aumento de 147 bps nos ativos em IPCA e 42 bps nos ativos em CDI) mantendo a qualidade de crédito resiliente da carteira.

Performance Histórica RBHY11



Alocações do mês de julho/24

A equipe de gestão segue priorizando a alocação em CRIs com alto nível de spread de crédito e que possuam, além de um bom risco de crédito, pacotes de garantias robustas, conforme previsto na Política de Investimento do Fundo. A previsão para o mês de outubro/24 é que o Fundo invista em um novo CRI, também oriundo de originação própria da casa.

Operação para financiar o CAPEX de uma empresa do ramo de mineração, com uma integralização de R\$8,0 milhões no Fundo

RBHY11 (aprox. 4,5% do PL) e R\$2,0 milhões no Fundo RBHG11 (aprox. 1,0% do PL) a taxa de CDI+ 5,25% a.a.

Atualmente, próximo de 80% da carteira do Fundo é formada por créditos estruturados originados pelo time de crédito da Rio Bravo. Isso significa que temos um contato muito próximo do tomador, com uma análise de crédito minuciosa, além de um monitoramento bastante controlado da saúde da operação, das garantias do negócio, com visitas constantes e reavaliações de crédito periódicas.



A resiliência do varejo

Texto de Anita Scal e Abner Melo

Os últimos anos se mostraram muito desafiadores para o varejo, especialmente para as empresas brasileiras. Em meio a recuperação da crise político-econômica que culminou no impeachment da presidente Dilma Rousseff em 2016, o varejo teve de enfrentar algo inédito em 2020, uma crise que promoveu mudanças estruturais radicais, da forma de vender à forma de entregar, do marketing para vender ao marketing para se conectar. A pandemia de COVID-19 convidou (ou intimou) os consumidores a mudarem seus hábitos e valores, e as empresas a reverem a forma de se aproximar dos seus clientes para fidelizá-los. A corrida tecnológica que se seguiu, para adaptar empresas analógicas/ físicos ao online, foi uma das grandes mudanças, em conjunto com a maior procura por centros logísticos *last miles*, para fazer frente a demanda do e-commerce, que valoriza entregas no menor tempo possível. Porém, outra mudança relevante está ligada à alteração das preferências dos consumidores.

De acordo com diversas pesquisas, os consumidores atuais são mais racionais, buscam mais experiências presenciais e primam por mais qualidade de vida. Isso se traduz em um público mais exigente, que privilegia a praticidade do online, mas não abre mão de experiências que o possam enriquecer e encantar. O varejo, que, por natureza, inova constantemente, soube atender essa demanda. Criou espaços-conceitos para manter e encantar este cliente: bancos consolidados como Itaú e Santander lançaram lojas físicas

totalmente repaginadas, com objetivo de desvincular a imagem de agência bancária convencional. O Itaú inaugurou Investment Centers para atendimento de cliente com foco em investimentos, já o Santander oferece o work café onde é possível tomar um café ao mesmo tempo que atualiza seu relacionamento com o banco. Marcas nativas digitais, como XP, Nubank, Decolar.com, Amaro, entre outras, já lançaram seus projetos físicos que objetivam proporcionar o melhor que a marca pode oferecer em termos de experiência – e, assim, fidelizar o cliente.



A XP, empresa do setor financeiro, voltada para investimentos, abriu em julho/24 na Faria Lima um espaço para relacionamento com clientes. A unidade tem três andares, com capacidade para 250 pessoas. O projeto tem o objetivo de ser um hub de experiências e eventos para clientes e profissionais do mercado financeiro.



O Nubank, banco digital brasileiro, inaugurou em novembro a Casa Ultravioleta, espaço destinado a clientes de alta renda e que oferece momentos de descanso e bem-estar para àqueles que frequentam o parque. O espaço é uma outra e nova forma de conexão da marca com o cliente, criando memórias duradouras.

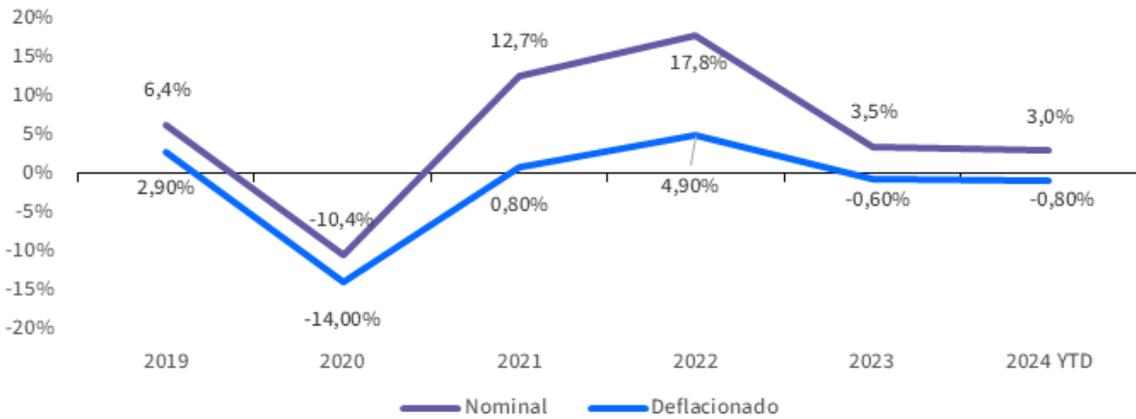


Reforçando a sua estratégia omnichannel, a Decolar abriu a partir de 2023 lojas físicas pela primeira vez desde sua fundação (em 1999). As unidades contam com atendimento personalizado e produtos exclusivos dos pontos físicos. A estratégia passa por aumentar a confiança do consumidor na marca, que nasceu no online, mas vê o físico como essencial para continuar seu crescimento.

Apesar dos momentos de aumento da desconfiança do mercado, como ocorrido em 2023 com a crise das lojas Americanas, que prejudicou o custo de crédito direcionado às varejistas, além do ambiente de juros básico elevado – iniciado pelo Banco Central do Brasil em março de 2021, quando a taxa selic estava em 2%, e tendo chegado a agosto de 2022 a 13,75%, permanecendo acima de dois dígitos

desde então –, o varejo tem se mostrado resiliente. O índice Cielo, especialmente o aumento da receita de vendas, aponta para crescimento nominal desde o pior ano da pandemia (2020). O crescimento indica um comércio aquecido de produtos e serviços, com consumidores dispendendo mais. O crescimento real tem mostrado estabilidade após a estilingada de 2022.

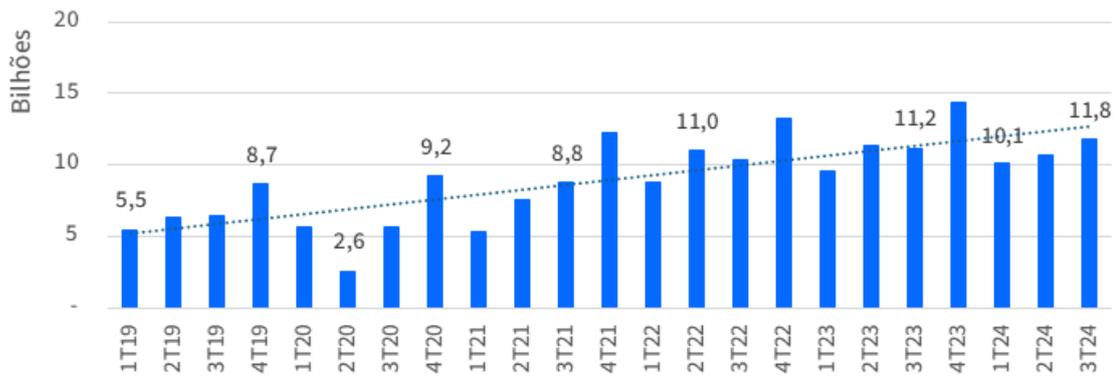
Índice Cielo - Crescimento Nominal da Receita de Vendas - Ano contra Ano



Afora isso, se segmentarmos o acréscimo do faturamento das principais varejistas listadas por área de atuação, conseguimos ver que, mesmo em um cenário restritivo nas variáveis macroeconômicas, as empresas seguiram aumentando seu faturamento de forma consistente. O setor de moda mostra um crescimento anual de 11,8% desde

2019 até o terceiro trimestre de 2024 (base últimos 12 meses). Esse movimento de alta, acima da inflação do período, aponta para um ambiente em que as maiores empresas souberam navegar, enquanto as empresas menos preparadas, com estrutura de capital mais sensível ao nível de juros, perderam *market share*.

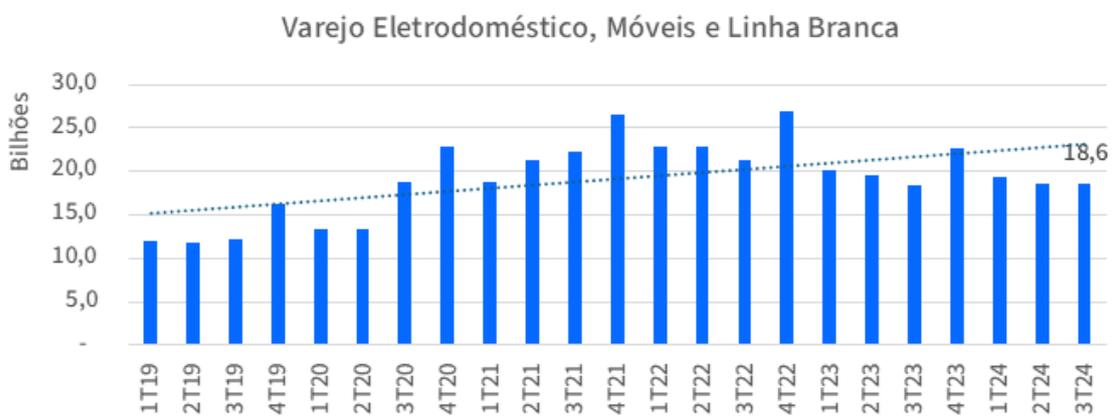
Receita Vendas - Setor Moda



Os dados contemplam a receita líquida de vendas trimestrais consolidada da Lojas Renner, Guararapes, C&A, Arrezzo, Grupo Soma e Centauro.

Não apenas no setor de moda este efeito foi predominante. O segmento alimentício também apresentou alta expressiva no período, acima da inflação. O faturamento das varejistas desse segmento cresceu incríveis 18,3% ao ano. Até o segmento que mais apresentou dificuldades,

de eletrodomésticos, móveis e linha branca, apresentou crescimento em seu faturamento. Mais sensível ao crédito, o setor demonstrou claras dificuldades nos seus dois principais representantes, Americanas e Casas Bahia.



Varejo Alimentício contempla as empresas GPA, Assaí, Carrefour e Grupo Mateus. Varejo de Eletrodoméstico, Móveis e Linha Branca contempla as empresas Magazine Luiza, Casas Bahia e Americanas.

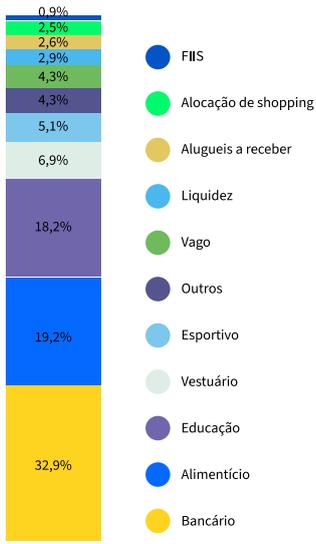
Neste cenário, o Fundo Rio Bravo Renda Varejo fez as movimentações corretas em busca de um portfólio mais diversificado e com inquilinos relevantes em seus segmentos, que possuem os requisitos para navegar por mudanças estruturais no varejo e para passarem por períodos de crédito restritivo e mais caro. Desde 2018, o Fundo tem se diversificado, agregando varejistas de peso em seu portfólio, como GPA, Assaí, Renner, Centauro, Itaú, Portobello, Plano & Plano, supermercado da bandeira Superosso, e academia da bandeira Ultra. Nesse portfólio, há ativos voltados para a nova tendência do varejo, com imóveis flagships (lojas conceitos) voltados para o encantamento. O imóvel locado ao Itaú, no Rio de Janeiro, é o único investment center do estado, e oferece uma experiência ímpar, a qual não se assemelha em nada como uma tradicional agência bancária: o cliente é recepcionado com um ambiente acolhedor, com diversas salas de reuniões, bar com aperitivos,

e palco para apresentações e eventos. Além disso, o Fundo possui outras lojas conceitos, como a Centauro na Av. Paulista e a Portobello (em construção) na famosa Alameda Gabriel Monteiro Silva no Jardins em São Paulo.

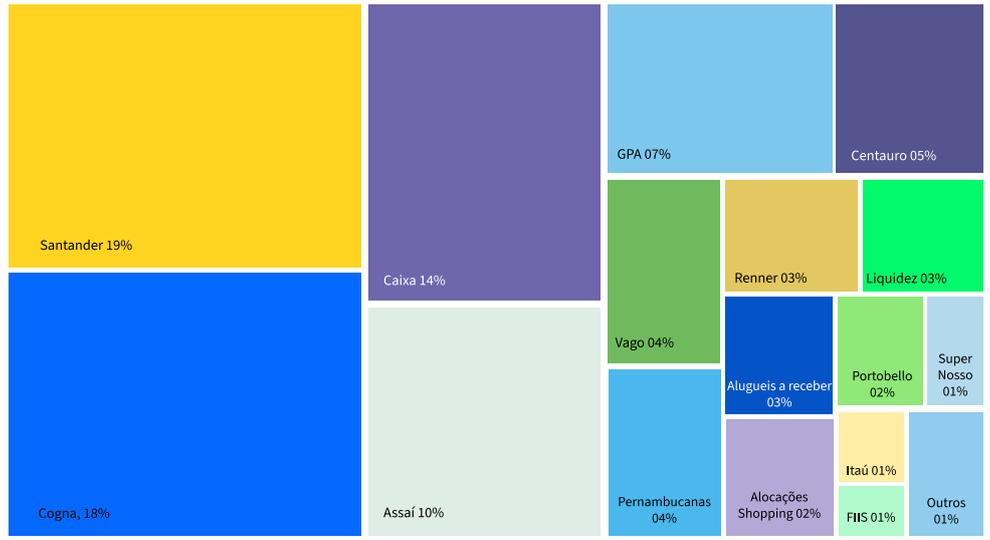
Ademais, em sua última emissão de cotas, o Fundo agregou ao portfólio lojas da Pernambucanas, empresa centenária no país e maior varejista do setor de cama, mesa e banho. Agregou, também, ao portfólio um setor inédito, o educacional, do qual falamos na carta de estratégias de julho. A Cogna, uma das maiores empresas desse setor, tem faturamento de mais de R\$ 6 bilhões anuais. Dessa forma, o Fundo fecha o ano de 2024 com, aproximadamente, R\$ 2 bilhões em ativos investidos, 15 inquilinos distribuídos em 11 setores diferentes e 83 imóveis. Uma pulverização que o protege de cenários restritivos e o posiciona de forma estratégica para cenários de crescimento econômico.

Patrimônio do fundo

Setores % Ativo investido



Locatário por ativo investido



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 FC FIM	Rio Bravo Valor Imobiliário FC FIM	CDI	IBOV	IMA-B	IFIX	MSCI ACWI
novembro 24	0,88	-4,50	4,82	-2,41	-2,30	0,79	-3,12	0,02	-2,11	8,57
outubro 24	0,96	-4,35	3,11	2,18	-2,45	0,93	-1,60	-0,65	-3,06	3,63
setembro 24	1,03	-4,16	0,14	-2,41	-2,41	0,83	-3,08	-0,67	-2,58	-1,59
agosto 24	1,01	3,05	-1,83	6,93	0,63	0,87	6,54	0,52	0,86	2,29
julho 24	1,09	1,12	2,57	1,51	0,52	0,91	3,02	2,09	0,52	3,40
junho 24	0,81	-0,04	1,39	0,36	-1,37	0,79	1,48	-0,97	-1,04	8,28
maio 24	0,87	-4,33	8,10	-3,17	-0,25	0,83	-3,04	1,33	0,02	5,22
abril 24	0,99	-5,62	2,37	-4,61	-1,57	0,89	-1,70	-1,61	-0,77	-
março 24	0,96	1,54	6,73	1,07	1,07	0,83	-0,71	0,08	1,43	3,14
fevereiro 24	0,95	2,43	2,13	-0,25	1,31	0,80	0,99	0,55	0,79	4,79
janeiro 24	1,35	-3,30	-1,86	0,92	1,00	0,97	-4,79	-0,45	0,67	2,86
dezembro 23	0,64	3,40	7,36	0,81	3,41	0,90	5,38	2,75	4,25	2,70
Ano	11,46	-17,19	29,71	0,11	-5,79	9,85	-6,35	0,19	-5,26	48,34
12 meses	12,17	-14,37	38,78	1,06	-2,58	10,84	-1,31	2,94	-1,23	52,35
24 meses	22,92	-3,25	31,94	7,94	14,13	25,65	13,31	16,90	10,03	59,27
36 meses	39,02	-12,26		15,42		40,66	22,23	24,36	22,37	26,04
48 meses	46,08	-15,80		25,92		45,96	14,11	29,19	12,07	57,26
Desde do início	338,80	637,71	44,36	115,16	20,64					
PL Atual (R\$Mil)	R\$ 116290410,80	R\$ 1877024,05	R\$ 21746778,39	R\$ 4517796,56	R\$ 6703369,46					
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%	0,50%					
Taxa de Performance (a.a.)	-	20% do que exceder o Ibovespa	-	20% do que exceder o Ibovespa	"15% do que exceder o 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

Gal Barradas

Diretora de Growth
gal.barradas@riobravo.com.br

Comercial

comercial@riobravo.com.br

Vanessa Valente

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

Ligia Pereira

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

Maisa Oliveira

Coordenadora de Distribuição
maisa.oliveira@riobravo.com.br

Relação com Investidores

comercial@riobravo.com.br

Isabela Perez

11 3509-6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br

**ANBIMA**

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 ADERANTE 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.