



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

 RIO BRAVO

# CARTA ESTRATÉGICAS

Janeiro 2025



# A entrevista

Texto de Gustavo Franco

Janeiro costuma ser vazio de notícias, exceto quando há um novo inquilino no Palácio da Alvorada. Mas não foi o caso de 2025, quando muitos enredos convergiram para o fim do mês, exatamente no dia 30, quando o presidente da República concedeu uma coletiva solo, com a intenção expressa de recolocar a comunicação do governo nos trilhos.

Para muitos, o governo tinha um problema de comunicação. Mas é comum de se observar em Brasília que, quando muitas autoridades concordam que há um problema de comunicação, é certo que há um problema de substância<sup>1</sup>.

Como expressão desse teorema, ao menos sete boas razões foram alinhadas para explicar a crise de credibilidade em que se encontrava a política econômica, conforme artigo recente<sup>2</sup>. Como expressão desse conjunto, a chamada crise do PIX avultava como o grande evento do mês, uma evidente indicação de que a economia havia caído na vala das banalidades. Como é possível que um episódio tão grotescamente irrelevante pudesse se tornar uma crise?

Mas não se pode negar que, sem credibilidade, o governo não consegue rezar uma “Ave Maria” sem provocar críticas, e sem errar.

O ministro Haddad tinha feito a sua tentativa de consertar as coisas no dia 17, numa entrevista para a CNN, com resultados desastrosos.

Era preciso fazer alguma coisa.

De todo jeito, a ideia de uma entrevista solo do presidente Lula era a primeira iniciativa de impacto do novo ministro da secretaria de comunicação do governo, o publicitário Sidônio Palmeira, marqueteiro de Lula. Era preciso “virar o jogo”, inclusive tendo em vista os achados de uma pesquisa publicada dias antes (encomendada pela Genial/Quaest, e divulgada na segunda-feira, dia 27), mostrando queda pronunciada de aprovação e popularidade do governo.

Todos os enredos do mês tiveram sua síntese nesta fala do presidente da República, que se mostrou acertada, como iniciativa de comunicação, pois o presidente Lula se sente mais à vontade quando exerce sua profissão como estivesse a conduzir um grande programa de auditório. Nada havia de novo sobre a substância, nem novas medidas de nenhuma espécie, pois, afinal, era uma iniciativa no plano da comunicação. Puramente comunicação.

“

**Sem credibilidade, o governo não consegue rezar uma “Ave Maria” sem provocar críticas**

O Ibovespa subiu 2,82% no dia, alcançando 126.913 pontos, e no dia seguinte devolveu só um pedaço (0,61%), voltando a 126.135

<sup>1</sup> Chama-se o princípio do autoengano, 44ª lei do Kafka. Cf. As Leis secretas da economia: revisitando Roberto Campos e as leis do Kafka. Zahar Editora, Rio de Janeiro, 2012, p.122.  
<sup>2</sup> Gustavo H. B. Franco “Sete razões” O Estado de São Paulo de 26/01/2025.

pontos. O dólar caiu nesses dois pregões, 0,23% e 0,28%, terminando o dia 31 a R\$ 5,84, significativamente abaixo dos 6 reais, uma espécie de fronteira do stress nesses dias.

A julgar por esses números, a primeira ideia do secretário Palmeira foi um sucesso, ou não?

Antes de responder, vale mencionar a segunda ideia do secretário Palmeira, a de criar um equivalente brasileiro ao movimento MAGA (“make America great again”) a favor do governo.

Alguns ministros e parlamentares, durante as eleições dos novos presidentes das duas casas legislativas no dia 1 de fevereiro, sábado, deixaram-se fotografar com vistosos bonés de cor azul, com a inscrição “o Brasil é dos brasileiros”. Era o MAGA lulista, um adereço curioso nessa sessão atípica do Congresso, casa cheia num sábado, e parecia em sintonia com as candidaturas nanicas desenhadas para perder honrosamente para Hugo Mota e Davi Alcolumbre.

A esse respeito, vale o registro que os muitos elogios ao cuidadoso e calculado discurso de posse de Hugo Mota deixaram de ressaltar uma notável passagem sobre a economia:

“Não se pode discutir mais o óbvio. Nada pior para os mais pobres do que a inflação, a falta de estabilidade na economia. E a estabilidade é a resultante de um conjunto conhecido e consensual de medidas de responsabilidade fiscal. Não se apaga fogo com gasolina. Não existe uma nova matriz de combate ao incêndio. Isso é apenas atear fogo com outro nome. E nosso dever é apagá-lo, pelo bem do povo brasileiro.”

A primeira ideia do novo secretário Palmeira foi muito melhor que a segunda, mas o conjunto dá uma boa noção do que está por vir em matéria de iniciativas de comunicação

por parte do Palácio.

Goste-se ou não, é difícil discordar da tese pela qual Lula é o melhor recurso de comunicação de que dispõe o governo. E no final de janeiro era preciso responder aos sinais de perda de popularidade, eloquentemente exibidos na pesquisa Genial/Quaest.



### A primeira metade da terceira presidência Lula é de crowding out

No dia 30, tudo considerado, inclusive a crise do PIX, três outros fatos (novos) estariam a merecer reações do Palácio, ou dissertações do presidente da República:

- A reunião do COPOM do dia anterior, a primeira de Gabriel Galipolo como presidente do Banco Central do Brasil (BCB), elevava a taxa Selic para 13,25%;
- O presidente do PSD, Gilberto Kassab, dera declarações públicas pelas quais Lula perderia as eleições se fossem naquele momento e que Fernando Haddad era um ministro fraco; e
- Donald Trump tomara posse no dia 20 e vinha exibindo certa hiperatividade que gerava inquietação pelo mundo.

Além disso, havia outro enredo não comentado abertamente, mas muito difícil, o estado de saúde e de ânimo do próprio presidente, que havia se internado no Hospital Sírio-Libanês em São Paulo no dia 9 de dezembro, para uma cirurgia de emergência para conter uma “hemorragia intracraniana, decorrente do acidente domiciliar sofrido em 19/10”. A cirurgia para a drenagem de hematoma transcorreu sem intercorrências, segundo o boletim médico do dia 10/12. No dia 15/12, depois de se deixar filmar caminhando e

falando pelo hospital, o presidente teve alta. Entretanto, apenas no dia 27 de janeiro, de acordo com boletim médico, depois de fazer exames na unidade de Brasília do Hospital Sírio-Libanês, o presidente “foi liberado plenamente para exercer sua rotina habitual de vida, como viagens e atividade física”.

Feitas as contas, o presidente teria ficado 49 dias abaixo de sua “plena capacidade”, ainda que não tenha se licenciado. O vice Geraldo Alckmin assumiu a agenda de Lula, mas não a presidência, nesses dias. Depois de deixar o hospital, o presidente passou a usar um vistoso chapéu Panamá, a fim de ocultar a cicatriz da cirurgia. Elegante o chapéu, mas indiscutivelmente um sinal de que há um problema de saúde que talvez o afaste da disputa de 2026. Por quanto tempo o presidente usará o chapéu?

### Caldeirão de influências

Eram muitos pratos no ar quando Lula começou a sua fala no dia 30 de janeiro.

O fato é que o mercado financeiro teve um dia feliz e o Palácio foi dormir com a sensação de que venceu uma batalha importante, ainda que tenha sido apenas “ganhar o dia”. Mas não era um dia como outro qualquer.



**Goste-se ou não, é difícil discordar da tese pela qual Lula é o melhor recurso de comunicação de que dispõe o governo**

Todavia, não eram claros – nem costumam ser – os exatos determinantes do comportamento do mercado, e em que proporção. O mercado é um caldeirão de influências, de apostas e blefes, com cacife variado, em torno de muitas notícias,

falsas e verdadeiras, e de resultados reconhecidamente imprevisíveis.

Foram várias notícias naquele dia:

- O juro mais alto. Ou a confirmação de que o novo presidente do BCB, Gabriel Galípolo, com as bênçãos do presidente da República, mantaria intacto o regime de metas para a inflação e suas táticas mais recentes, inclusive atribuídas a Roberto Campos Neto. Que não haja engano: é muito comum que notícias ruins sobre a economia tenham impacto positivo no mercado, que as interpreta como indicação de outras coisas boas ainda por acontecer. O aumento nos juros repercute bem, pois é visto como o remédio para a crise fiscal e o sinal de que o BCB não foi capturado.

- O CAGED mais fraco. Outra notícia ruim, teoricamente. Trata-se de um indicador de atividade, como tantos que se publica ao longo de cada mês, mas que mostrava pela primeira vez certa desaceleração do ritmo do mercado de trabalho, apontando para a eficácia da política monetária. O efeito teria sido o de trazer para baixo a “curva de juros”.

- Falas de Lula na área política. Lula prestigiando Haddad, dizendo-se apto a continuar na direção de 2026, inclusive achando graça das observações do “companheiro Kassab”. Nenhuma indicação sobre reforma ministerial, especialmente sobre Gleisi Hoffman no ministério. Falas, sem dúvida, muito positivas.

- Falas de Lula sobre a economia. Lula negou que ia interferir na política de preços da Petrobras, desautorizando mensagens sobre controles de preços e medidas alternativas de controle da inflação. Ótima notícia. Adicionalmente, o presidente da República busca prestigiar a responsabilidade fiscal ao dizer que cumpriu estritamente as metas fiscais (0,1% do PIB negativo para o primário)

e que “rombo” houve, mas no governo passado. Por isso, afirmou que não pensa em novas medidas fiscais, notícia mais ou menos, ou mesmo ruim.

Qual dessas “notícias” mexeu com o mercado e de que jeito e em qual proporção?

Talvez o secretário Palmeira tenha uma boa teoria, ou mesmo o próprio presidente. Mas parece difícil que se tenha algum exercício econométrico que traga essa resposta com qualquer grau aceitável de convicção.

De maneira geral, não há dúvida de que o presidente Lula ganhou o dia; naquela ocasião, ele venceu esta batalha. Mas há muito chão pela frente, trata-se apenas do início da segunda metade dessa presidência, e a estreia de um novo secretário de comunicação de viés marqueteiro. Não era boa a situação, pois não é normal que haja tanta fadiga, ou desconfiança, com relação ao governo nessa altura, na exata metade da presidência, mas tudo pode mudar para o pleito de 2026.

Para o encerramento do mês de janeiro de 2025, todavia, não havia ainda tanto a dizer sobre Donald Trump, cujas iniciativas viriam a se acumular, bem como sua presença no noticiário, nos dias subsequentes. As tarifas viriam na semana seguinte e os aviões com os deportados para o Brasil, bem como os que iam para a Colômbia, estavam no ar ou ainda não haviam se convertido em crises quando Lula fez sua coletiva. Trump e suas consequências serão, provavelmente, assunto para outras falas de Lula ao longo do ano, resta esperar.

Sobre Galípolo e a política monetária, o presidente da República não precisou dizer mais que apoiava integralmente o novo presidente do BCB. Acerca das declarações de Gilberto Kassab, o presidente estava em seu elemento e trouxe muitas frases de efeito.

## Problema fiscal

O COPOM fez sua 268ª reunião nos dias 28 e 29 do mês de janeiro de 2025, a primeira presidida por Gabriel Galípolo e com a maioria dos membros da diretoria nomeados por Lula. Mas nenhum traço de mudança de passo da Autoridade Monetária pode ser percebido. O comitê decidiu de forma unânime pelo aumento da Selic em 100 pontos, para 13,25%, e o léxico do comunicado continuou o mesmo: com expressões chave como “assimetria altista no balanço de riscos” e “desancoragem adicional das expectativas de inflação”.



**Que não haja engano: é muito comum que notícias ruins sobre a economia tenham impacto positivo no mercado**

Na sua fala, o presidente da República indicou que já esperava a decisão, uma sutil indicação de que o presidente do BCB o avisou sobre o que ia se passar, e que, adicionalmente, o aumento “já estava demarcado pelo outro presidente” e que não poderia haver “cavalo de pau”. Afirmou, ainda, que espera que o BCB possa entregar juros menores “no tempo em que a política permitir”, que o governo “cumprirá sua parte”, e que o “companheiro Galípolo cumpra a função que ele tem que é de coordenar a política tributária brasileira [digo] política monetária brasileira”.

Novamente o COPOM destacou o problema fiscal, que deteriora as expectativas. Nada comentou dos números publicados para o resultado primário de 2024. O número oficial é 0,1% do PIB negativo, na métrica do arcabouço, o que permite que o presidente, à moda de Donald Trump, declare vitória

no assunto, e proclame como resolvido o problema.

Na vida fora do Palácio não é assim. Há muitos descontos e pequenos atalhos contábeis para o cálculo do resultado a ser comparado à meta. Marcos Mendes refez o cálculo e achou um déficit de 2,1% do PIB<sup>3</sup>. Felipe Salto e Gabriel Garrote fizeram ajustes na mesma conta e a reduziram a estimativa de déficit para 0,7% do PIB<sup>4</sup>. Cálculos da **Rio Bravo** para o “déficit estrutural” estariam na faixa de 1,5% do PIB – portanto, muito afastados de um número que assegure estabilidade da dívida pública.

As dificuldades conceituais com a contabilidade do déficit público são intermináveis, sobretudo quando, em seu DNA, o governo petista não acredita em equilíbrio fiscal. Ampla evidência sobre isso foi fornecida pelo anúncio do número para o resultado fiscais das estatais, do qual se destacava o desempenho dos Correios, responsável por cerca de metade da conta, R\$ 3,2 bilhões.



**Haddad desponta como o nome mais forte se Lula estiver fora do pleito em 2026, mas o PT não parece simpatizar com a ideia**

A ministra Esther Dweck, em coletiva, explicou que “não é rombo”, pois o resultado fiscal “pensa só as receitas e despesas do ano”, e teria desconsiderado o fato de que, tirando o CAPEX, a empresa é lucrativa. Não é um raciocínio intuitivamente deslocado, mas apenas deslocado. Claro que o efeito fiscal negativo é real, a decisão do acionista foi gastar o que poderia receber em dividendos em investimentos para fazer dos

correios uma empresa de logística de classe mundial. A ministra não considerou que talvez não fosse a melhor conduta para o acionista, que já está muito endividado.

No dia 31, a ministra e o presidente dos Correios estavam reunidos com o presidente Lula. Mas dificilmente vai haver demissão, ou privatização da empresa. O fato é que a confusão conceitual e contábil sobre a medição do resultado primário só fez crescer. Nessa linha, em sua fala, o presidente da República quis encerrar o assunto afirmando peremptoriamente que “zero vírgula um é zero”, e que quem duvidou na aderência do governo à reponsabilidade fiscal deveria pedir desculpas a Haddad.

### “Frenesi” no PT

Gilberto Kassab era o outro assunto delicado a tratar.

A dúvida sobre a saúde do presidente Lula, ou mais maliciosamente, se já estava em seu momento Joe Biden, só poderia ser dirimida pelo próprio desembaraço de Lula na entrevista, o que parecia bem encaminhado. Mas 2026 está longe, disse o presidente. Um argumento que servia ao propósito de desmontar a problema da impopularidade, por um lado, mas, por outro, tornava mais longa a estrada para o chefe do Executivo que mostra sinais de fadiga ou fragilidades em sua saúde. Logo antes da entrevista solo, o presidente Lula afirmou que a decisão sobre a candidatura em 2026 dependerá “da vontade de Deus” e de sua saúde<sup>5</sup>.

A declaração teria causado “frenesi” no Partido dos Trabalhadores, pois o presidente “não tem herdeiros aparentes”, conforme a avaliação da revista *The Economist*<sup>6</sup>, dentre muitas na mesma direção.

O ministro Fernando Haddad desponta como o nome mais forte se Lula estiver fora do pleito

3 Marcos Mendes “Autópsia do déficit primário de 2024” Folha de São Paulo, 24/01/2025. 4 Felipe Salto e Gabriel Garrote “Um contraponto aos cálculos de Marcos Mendes para o déficit público” UOL 03/02/2025. 5 “Lula diz que decisão de concorrer à reeleição em 2026 depende de Deus e de sua saúde” O Estado de São Paulo, 20/01/2025. 6 “A esquerda brasileira sobreviverá sem Lula?” *The Economist*, 01/02/2025.

em 2026, mas o PT não parece simpatizar com a ideia. O Partido faz carga contra as políticas pragmáticas do ministro, ao que muitos associam à “fraqueza” apontada por Gilberto Kassab.

Há outras vertentes para esta suposta fraqueza, talvez a principal a que Haddad é um ministro político, nem muito claramente o chefe dos seis ministérios de que se compôs o outrora poderoso ministério da Economia. Haddad tem perfil de assessor, e não de formulador, uma consequência inevitável de sua fidelidade literal à Lula, sua única defesa factível diante da contrariedade do PT.



**A política econômica  
é mais presidencial do  
que em qualquer outro  
momento no passado**

Haddad aceitou a função de ministro da Fazenda mesmo sem ter participado decisivamente das conversas sobre a PEC de Transição, em que ficou decidido um nível de gasto público talvez inviável para a nova presidência. Em sua fala, Lula pareceu buscar consertar o problema de uma forma gentil para seu ministro: “eu acho que o Kassab foi injusto com o significado do companheiro Haddad no Ministério da Fazenda. Não reconhecer que o Haddad começou o governo coordenando a PEC da Transição, porque a gente não tinha dinheiro para governar o País em 2023”.

Seria mais exato seria reconhecer que Haddad concordou em assumir o que se conhece como o “pior emprego do mundo”<sup>7</sup> sem saber ao certo o que já estava determinado nos acertos referentes à PEC de Transição. Aliás, no livro de Thomas Traumann, Lula responde à pergunta sobre

como escolher um ministro da Fazenda de modo muito claro: “Eu não quero um gênio para ser responsável pela economia. A decisão para a economia tem que ser política. Eu quero um cara que execute a decisão política que o governo toma para a economia. Porque, se você não tem chefe, se esse chefe não dá ordem, se o chefe não tem objetivo e estratégia, cada um vai fazendo o que bem entende”<sup>8</sup>.

A política econômica é mais presidencial do que em qualquer outro momento no passado, eis aí a sua força, e talvez a sua maior fraqueza.

7 É o título do livro do jornalista Thomas Traumann sobre os últimos 14 ministros da Fazenda antes de 2018.

8 Thomas Traumann “O pior emprego do mundo” Editora Planeta, São Paulo, 2018, p.323.



# Crédito Privado, começo do ano positivo

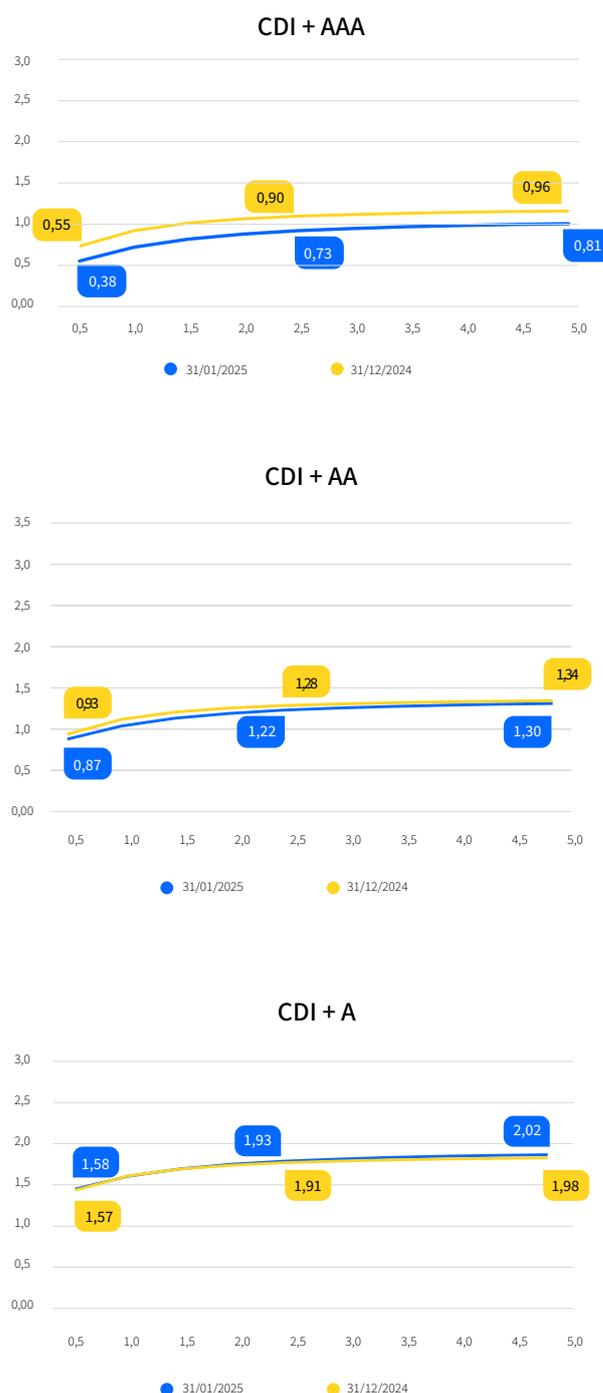
Texto de Evandro Buccini e Victor Tâmega

O mercado de crédito privado começou o ano lento, depois de uma forte correção no mês de dezembro, mas com perspectivas positivas pela frente. As debêntures atreladas ao CDI, medidas pelo índice de ANBIMA IDA-DI, sofreram variação de 1,51% a.m. vs. variação de 0,96% a.m. do CDI em janeiro.

O desempenho dos ativos pode ser explicado pelos seguintes fatores: (i) fechamento dos spreads de crédito, sobretudo nos títulos de crédito de maior qualidade, devolvendo parte da abertura que ocorreu em dezembro; (ii) captações líquidas positivas; e (iii) volume de emissões no mercado em expansão. Esses três fatores podem ser destrinchados da seguinte forma:

**Comportamento dos *spreads*:** ao olharmos os spreads das debêntures corporativas indexadas ao CDI segmentando pela qualidade de crédito, notamos um comportamento heterogêneo. Nesse sentido, vimos um fechamento nos spreads no seguimento AAA, assim como observamos um fechamento, porém em menor intensidade, no seguimento AA. Por fim, reparamos em mudanças bem marginais nos spreads no seguimento de maior risco, de rating A.

## SPREADS CDI+

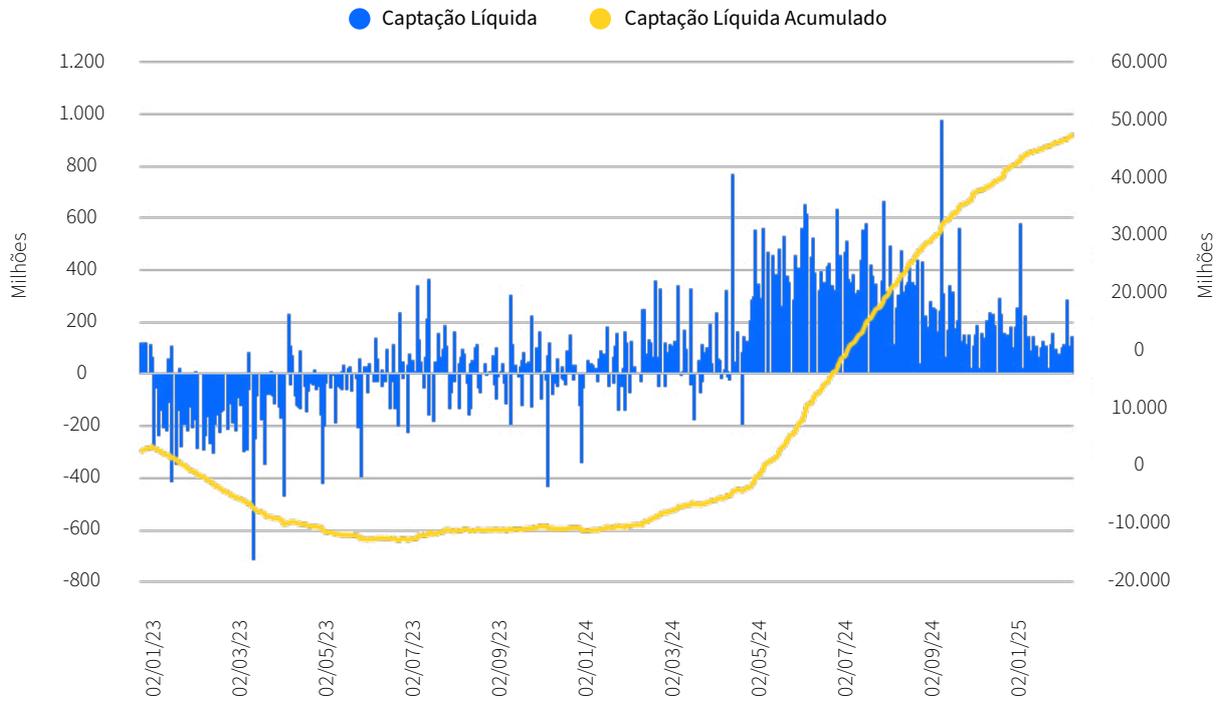


Fonte: ANBIMA

**Manutenção de captação líquida positiva:** o fluxo de recursos em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45 foi positivo, mas ainda em um nível abaixo do praticado ao longo do ano, quando o mercado

estava sobreaquecido. A captação dos fundos de resgate mais curto (D+1) teve perda de intensidade, quando comparado a fundos com prazos mais longos.

**Captação Líquida Renda Fixa (até D+45)**

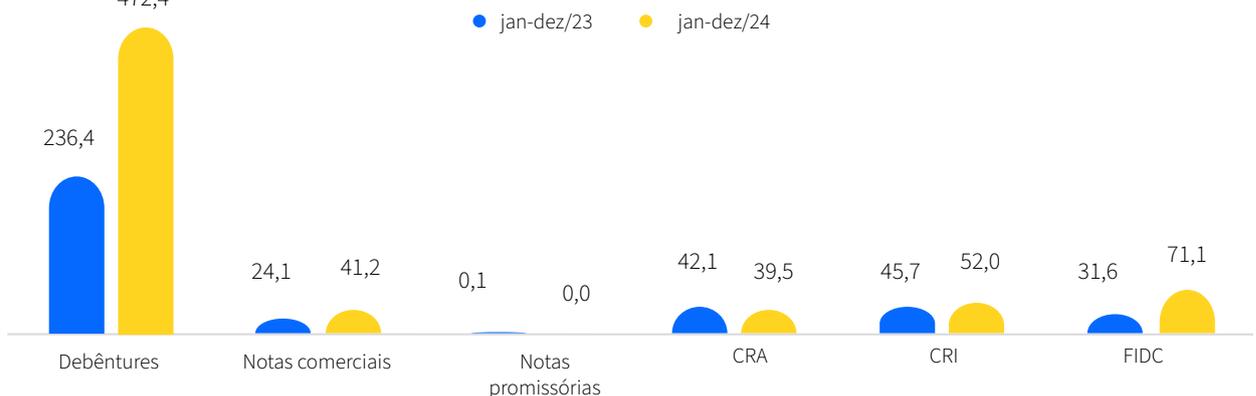


Fonte: Quantum e CVM (\*) de 03/01/23 a 31/01/25

**Emissões no mercado primário:** Olhando o ano fechado de 2024, as emissões primárias de renda fixa apresentaram um volume robusto, superando em 77,9% o ano de 2023. O principal destaque foram as debêntures, que tiveram aumento de 99,8%, uma parte significativa desse

aumento é explicado pelo aumento da demanda por produtos incentivados. Outro destaque do ano de 2024 foram os FIDC'S, com um aumento anual de ofertas primárias de 124,9%, beneficiadas por mudanças regulatórias implementadas pela CVM no ano de 2024.

**Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)**



Fonte: Quantum e CVM (\*) de 03/01/23 a 30/12/24

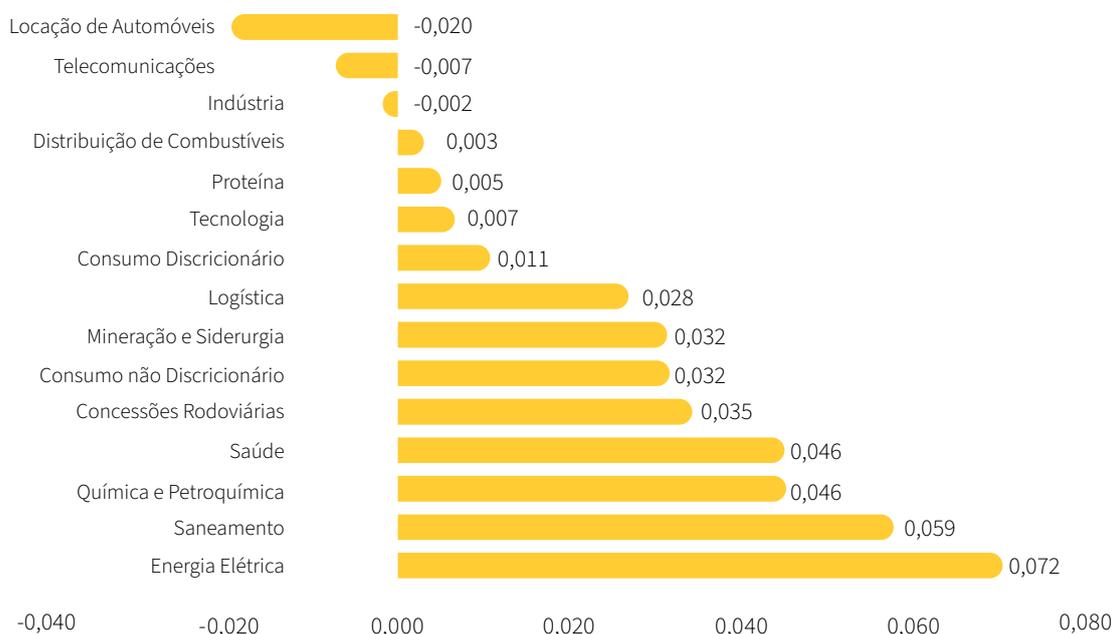
### Rio Bravo Crédito Privado

O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** foi de 0,977%, o que representa 106,00% do CDI, no mês de janeiro. Olhando a performance das debêntures, os papéis de destaque vieram dos setores de Energia, Saneamento, Saúde e Petroquímico.

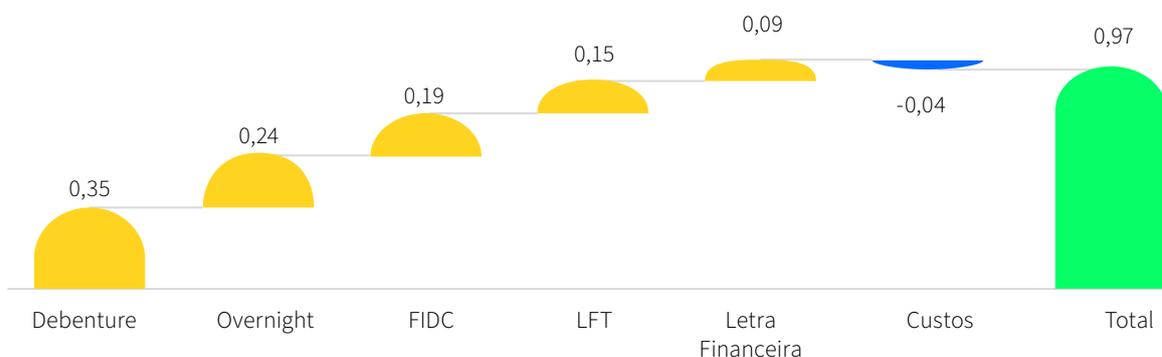
Já os setores que geraram um impacto

negativo foram: Locação de automóveis, Telecomunicações e Indústria. Os papéis de destaque foram da Copel (CPGT18), CSN (CSNAA1) e Cemig Distribuição (CMGD18). Os que tiveram performance ruim foram as debêntures da Aeris (-0,002%), Vamos (-0,020%) e Livetech (-0,043%), posição que liquidamos nesse mês.

Janeiro/25 Performance Breakdown por setor (%)



Janeiro 25 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 34 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. Para os meses seguintes, vamos continuar buscando 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.

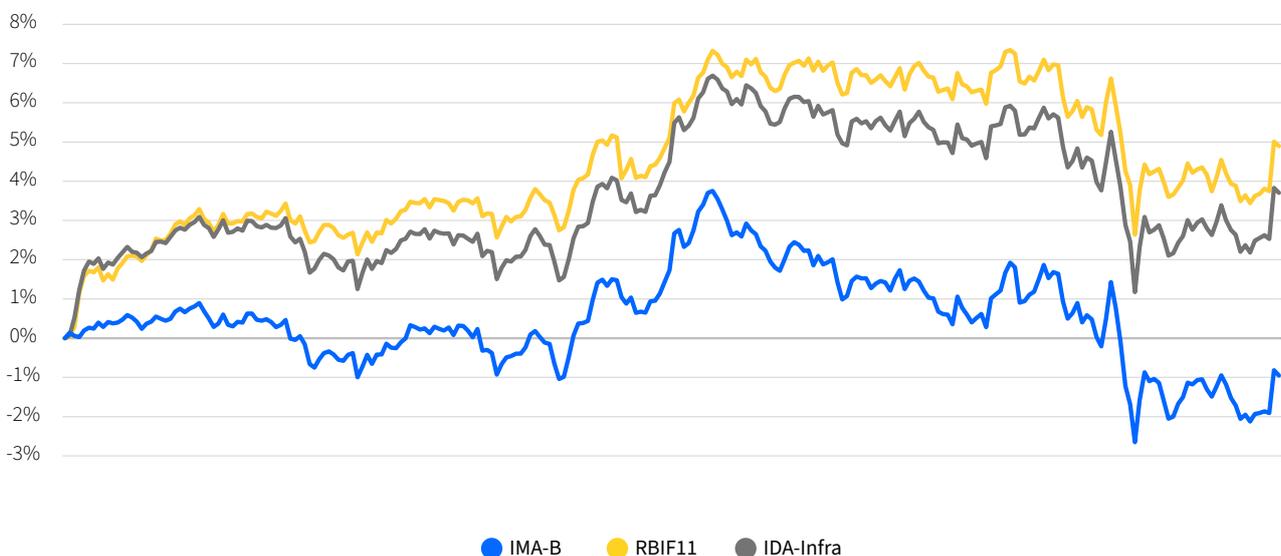
### Rio Bravo ESG IS FIC FI-INFRA (Ticker: RBIF11)

O **RBIF11** – nosso fundo de crédito para infraestrutura isento para pessoas físicas, fechado e listado na bolsa – registrou performance de +1,19% no mês de janeiro, cerca de 0,32% abaixo do IDA IPCA Infra (carteira teórica da ANBIMA composta por debêntures incentivadas) e 0,12% acima do seu *benchmark*, o IMA-B. Nos últimos 12 meses, o fundo performa 4,9%,

contra 3,7% do IDA IPCA Infra e decepcionantes -0,95% do IMA-B.

Relativo à distribuição de proventos do fundo referente ao mês de janeiro/25, em função da distribuição recente de todos os rendimentos auferidos, será amortizado de R\$ 0,87/cota (pago em 22.02.2025) de forma a linearizar a distribuição do carregamento líquido do fundo, conforme informado no *guidance* da Carta Mensal da Gestão (ref. dezembro 2024). Dessa forma, a distribuição total equivale a um *dividend yield* mensal de 1,33% na cota a mercado de fechamento do mês (anualizado de 17,25%), ou 0,98% sobre a cota patrimonial do fechamento (anualizado de 12,5%). O racional para distribuição de rendimentos é o IPCA projetado para os próximos doze meses (4,5% a.a.; 0,37% a.m.) mais o carregamento da carteira líquido de custos do fundo (7,8% a.a.; 0,62% a.m.). Eventuais ganhos com giro de carteira são comumente distribuídos nos meses de julho (ref. junho) e janeiro (ref. dezembro), como aconteceu agora em janeiro.

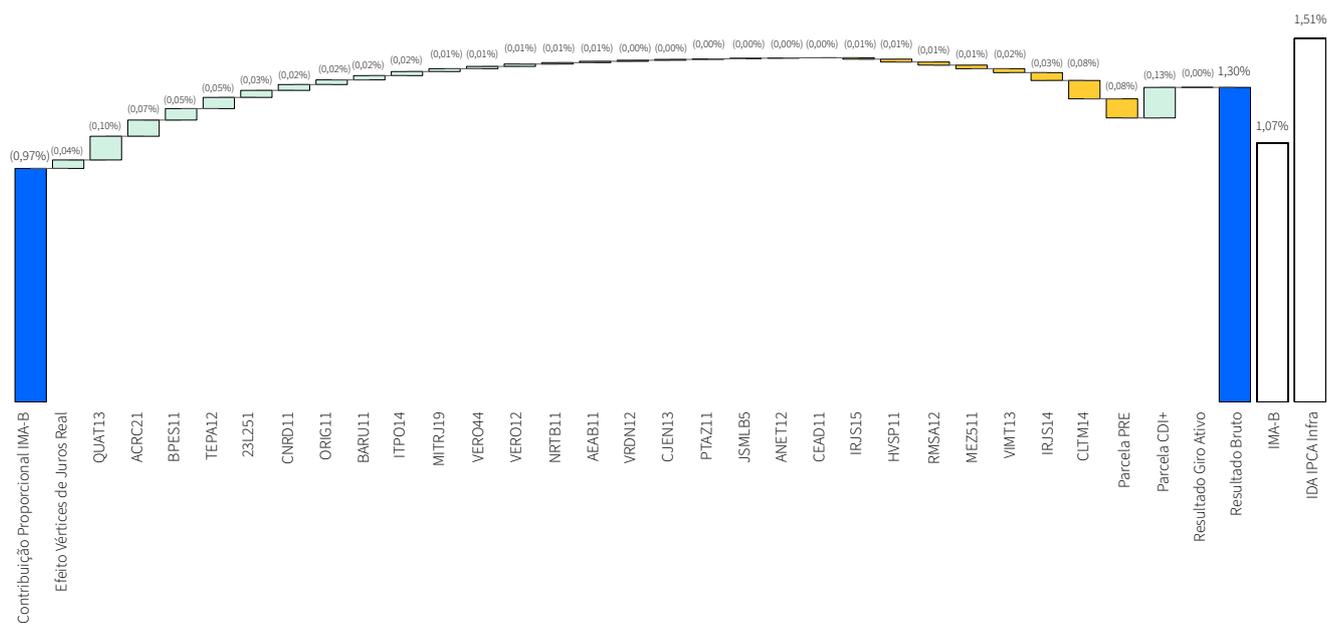
### Performance histórica RBIF11



## Atribuição de performance RBIF11

Os componentes que mais contribuíram para uma performance do **RBIF11** acima do IMA-B no mês de janeiro foram: (i) fechamento forte da curva de juros real nos vértices curtos e abertura nos vértices mais longos (a partir de 2032); (ii) o carregamento dos prêmios de crédito; e

(iii) da parcela em CDI da carteira do RBIF11. O fechamento dos *spreads* de crédito, que “jogou a favor”, foi de aproximadamente dois pontos base, aumentando a rentabilidade em 0,10%. No gráfico abaixo, atribuição de performance bruta da carteira do **RBIF11**:

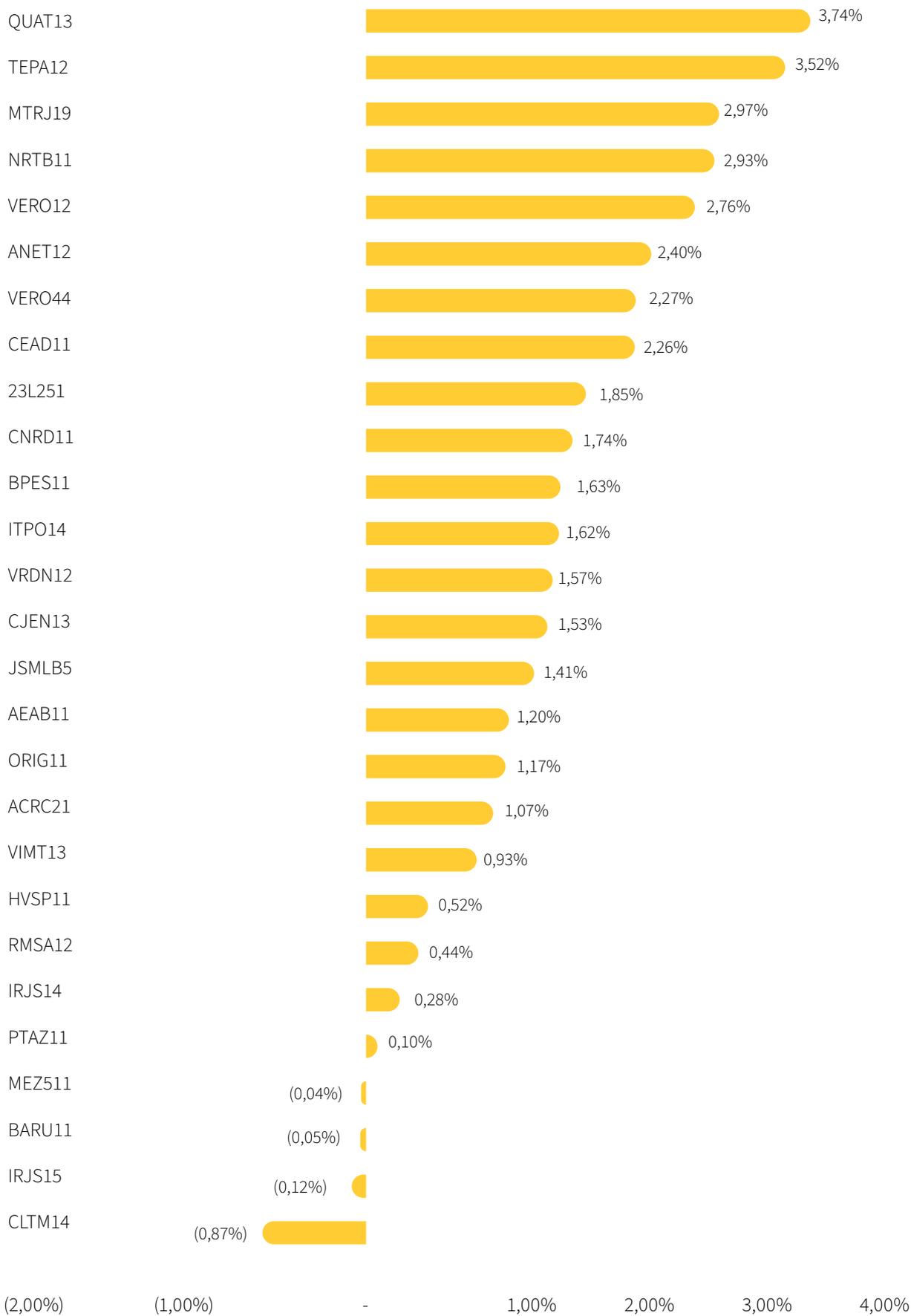


## Performance dos ativos da carteira do RBIF11

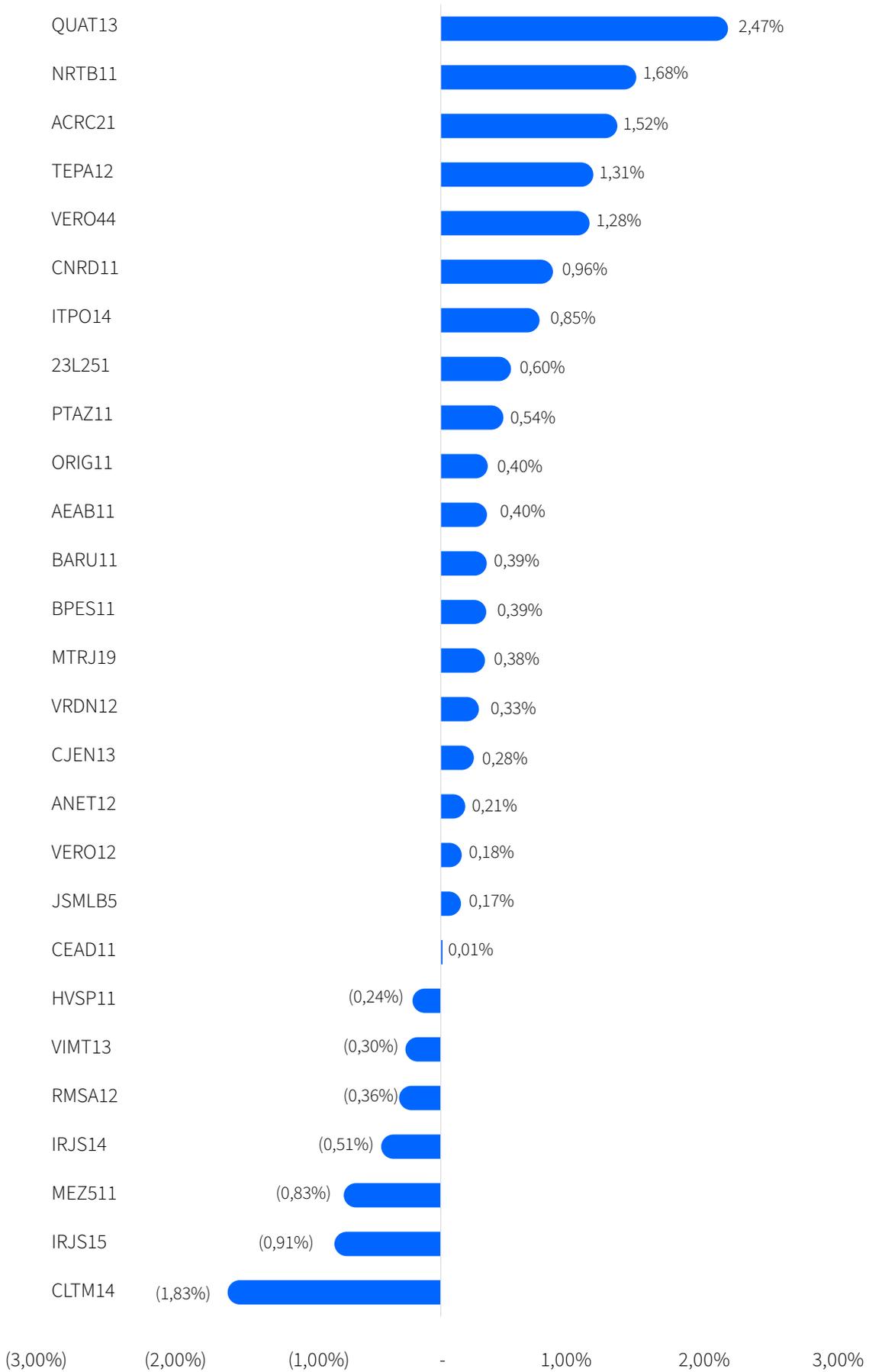
Conforme ilustrado nos gráficos abaixo, os ativos que melhor performaram foram Açucareira Quatá (QUAT13; Usina sucroalcooleira), Brasil Tecpar (TEPA12; Telecomunicações) e MetroRio (MTRJ19; Mobilidade urbana). Em contrapartida, todos no campo negativo registraram os piores

desempenhos no mês: Concessionária das Linhas 8 e 9 da CPTM (CLTM14; mobilidade urbana); Iguá Rio (IRJS15; Saneamento); e Barueri Energia Renovável (BARU11; Geração renovável de energia).

### Retorno Absoluto (%)



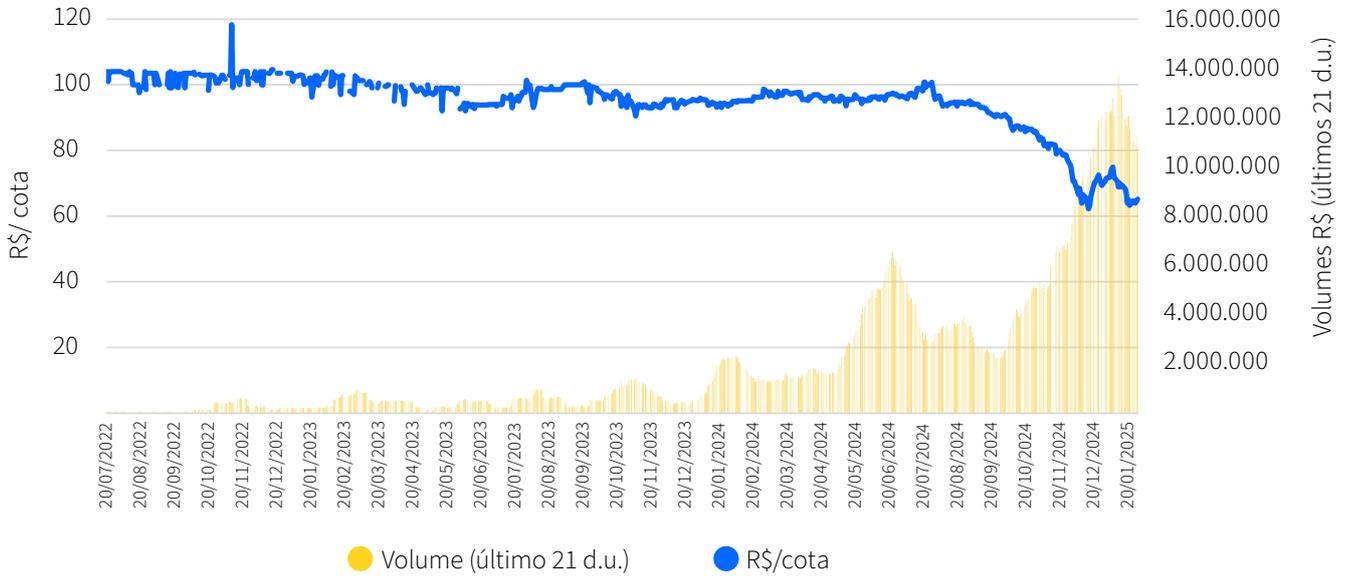
### Retorno sobre a NTN-B (% over B)



### 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 mais de R\$ 10,8 milhões no mês de janeiro. Atualmente, o RBIF11 conta com aproximadamente 1.600 cotistas.

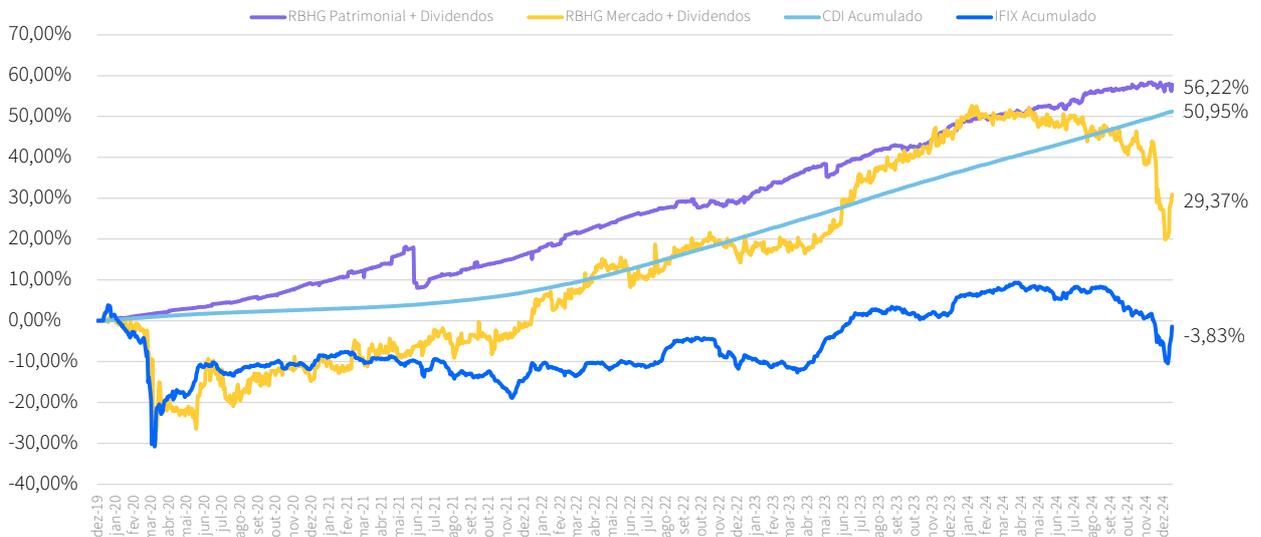


### Rio Bravo Crédito Imobiliário High Grade (Ticker: RBHG11)

A distribuição de rendimentos do Fundo referente ao mês de dezembro/24 foi de R\$ 0,85/cota, um dividend yield anualizado de 15,32% na cota a

mercado, ou 0,99% sobre a cota patrimonial do fechamento do mês, valor equivalente a uma remuneração bruta de imposto de renda de 125% do CDI.

### Performance Histórica RBHG11

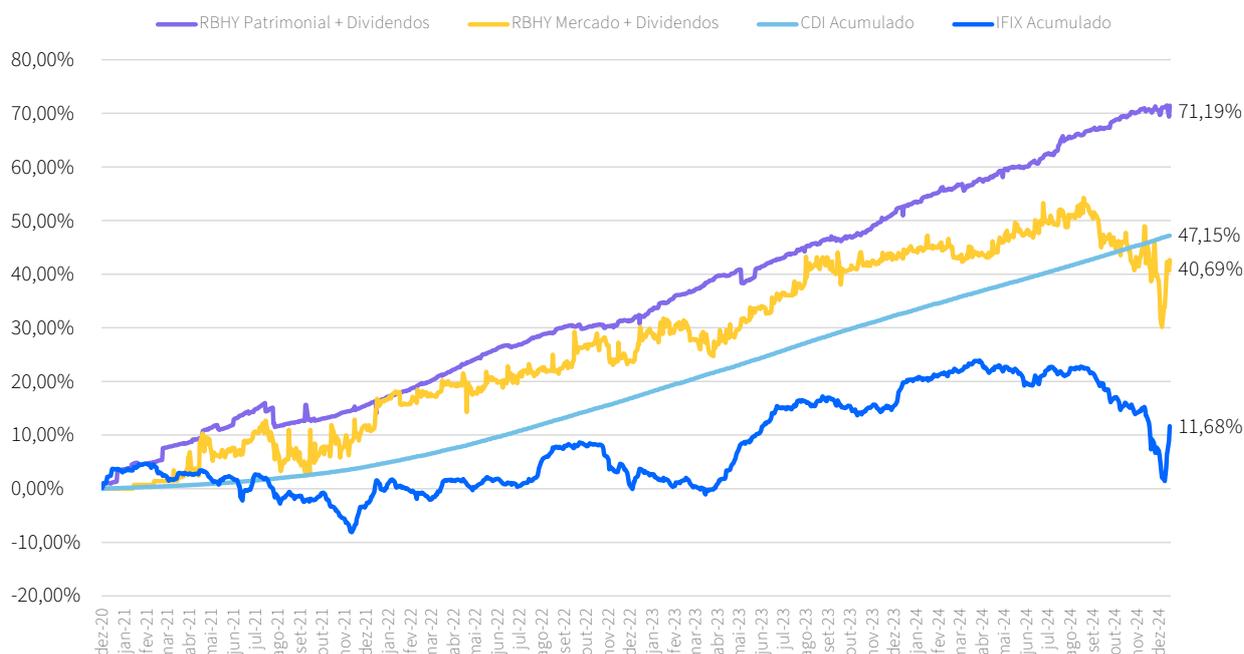


## Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield (Ticker: RBHY11)

A distribuição de rendimentos do fundo referente ao mês de dezembro/24 foi de R\$ 1,10/cota, um *dividend yield* anualizado de 17,81% na cota a mercado, ou 1,19% sobre a cota patrimonial do fechamento do mês, valor equivalente a uma remuneração bruta de imposto de renda de 151% do CDI.

Nos últimos 24 meses, com uma análise criteriosa e busca pelas melhores oportunidades, a gestão vem aumentando o carregamento do fundo (aumento de 102 bps nos ativos em IPCA), mantendo a qualidade de crédito resiliente da carteira.

### Performance Histórica RBHY11



### Alocações do mês de dezembro/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.

No mês de dezembro, os fundos investiram no CRI Porto5, operação para financiamento de término de obra em duas cidades do Rio Grande do Sul, com uma integralização de R\$13,0 milhões no Fundo RBHY11 (aprox. 7,4% do PL) e R\$6,0 milhões no Fundo RBHG11 (aprox. 3,2% do PL) a taxa de CDI+ 5,00% 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 estabilização do mercado de multifamily no Brasil e as principais perspectivas de curto e longo prazo

Texto de Anita Scal e Marcelo Zamuner

Por definição, empreendimentos *multifamily* são propriedades residenciais compostas por múltiplas unidades habitacionais, todas pertencentes a um único proprietário ou entidade, destinadas exclusivamente à locação. Esse modelo é amplamente consolidado nos Estados Unidos, representando a maior classe de ativos dentro dos Fundos de Investimento Imobiliário (REITs) americanos.

Apesar da relevância nos Estados Unidos, o conceito tem ganhado destaque no cenário imobiliário brasileiro apenas recentemente. De acordo com dados da SiiLA, o mercado de locação residencial para renda no Brasil deve crescer 31,5% em número de unidades até agosto de 2025. Atualmente, o país possui aproximadamente 9,2 mil apartamentos nesse modelo, sendo que 30% foram entregues nos últimos 12 meses, e outras 2,9 mil unidades estão previstas para serem disponibilizadas dentro de um ano.

Quando olhamos com o viés da demanda, no Brasil, 21,1% dos domicílios no país eram alugados no ano de 2022, um aumento significativo em relação aos 18,5% de 2016, segundo dados do IBGE. Esse crescimento reflete o crescimento na busca por moradias de qualidade, especialmente em mercados urbanos dinâmicos.

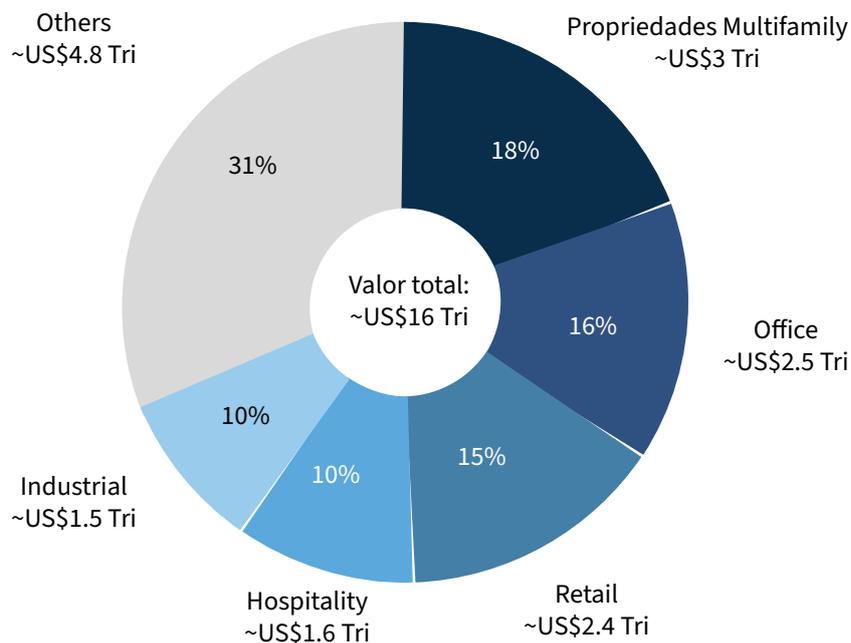
### Comparativo com o mercado dos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, o mercado *multifamily* é altamente desenvolvido e representa a maior classe de ativos em termos de investimento em imóveis comerciais. A indústria existe há mais de 100 anos, com diversas instituições financeiras e companhias focadas nesse setor.

Cerca de 40% da população vive em moradias locadas, com as propriedades “*multifamily*” movimentando mais de US\$ 3,5 bilhões diariamente na economia norte-americana (US\$ 1,3 trilhão/ano) e empregando mais de 12,3 milhões de trabalhadores, resultado de mais de 14,5 milhões de unidades multifamiliares espalhadas nas áreas metropolitanas, segundo números sobre o mercado de Real Estate nos Estados Unidos levantados pela XP em parceria com a CONTI.

O gráfico abaixo ilustra a participação do setor entre os diferentes segmentos dos Fundos de Investimento Imobiliário nos EUA. Observa-se que o *multifamily* responde por 18% do mercado, totalizando aproximadamente US\$ 3 trilhões, quase o dobro do setor Industrial/Logístico, que representa 10%. No Brasil, as residências para locação ainda representam menos de 1% do mercado de Fundos Imobiliários, evidenciando um potencial

significativo de crescimento e oportunidades para expansão desse segmento.



Mercado Imobiliário Comercial dos EUA. Fonte Cálculos da Associação Nacional de Fundos de Investimentos Imobiliários (NAREIT).

Entre os principais elementos para a robustez do setor, podemos citar:

#### **Baixa Volatilidade:**

o setor imobiliário residencial tende a ser menos volátil em comparação com outras classes de ativos, considerando que “todos precisam de um espaço para moradia”.

#### **Retornos Atraentes Ajustados ao Risco:**

os retornos são atrativos considerando o nível de risco associado ao investimento.

#### **Alta Demanda e Perspectiva Demográfica Favorável:**

a crescente urbanização e as mudanças demográficas impulsionam a demanda por moradias de aluguel.

#### **Renda Passiva Imediata Pós-Investimento:**

os empreendimentos começam a gerar receita logo após a ocupação.

#### **Alto Grau de Transparência:**

Informações detalhadas sobre o mercado e operações estão amplamente disponíveis.

#### **Aluguéis de Curto Prazo Permitem Ajuste Imediato às Condições de Mercado:**

A flexibilidade nos contratos possibilita reajustes conforme a dinâmica econômica.

#### **São Paulo: O Epicentro do Desenvolvimento *Multifamily***

São Paulo destaca-se como o principal mercado para empreendimentos *multifamily* no Brasil, representando aproximadamente 90% do total da oferta disponível, com a cidade atraindo profissionais, estudantes e famílias que buscam moradias próximas a centros comerciais e empresariais. A escassez

de terrenos e a verticalização acentuada nesses centros indicam ainda uma tendência de valorização dos imóveis.

Em resumo, tratamos os fatores abaixo como os principais indicadores para impulsionar o mercado:

#### **Urbanização Acelerada:**

o aumento da urbanização leva mais pessoas a optarem por viver em grandes cidades, elevando a demanda por moradia nessas regiões.

#### **Tendências Demográficas:**

a redução nas taxas de natalidade resulta em famílias menores e maior demanda por apartamentos compactos.

#### **Iniciativas Governamentais:**

programas como o Requalifica Centro, da Prefeitura de São Paulo, oferecem incentivos fiscais para o retrofit de prédios antigos na região central, estimulando a revitalização urbana e a conversão de imóveis para uso residencial.

#### **Mudança nos hábitos de consumo:**

as pessoas estão priorizando moradias com serviços, comodidades e experiências diferenciadas, algo presente nos empreendimentos *multifamily*.

### **Perspectivas de curto prazo para o setor no mercado brasileiro**

Além das questões estruturais que ratificam a força do setor como um investimento de longo prazo, em uma janela mais curta e com cenário de taxa de juros elevada no país, comprar um imóvel acaba ficando em segundo plano e, em alguns casos, impraticável às famílias. Sendo a moradia um

item essencial a todos, o aluguel passa a ser uma decisão natural, trazendo resiliência para o investimento mesmo em tempos de crises macroeconômicas.

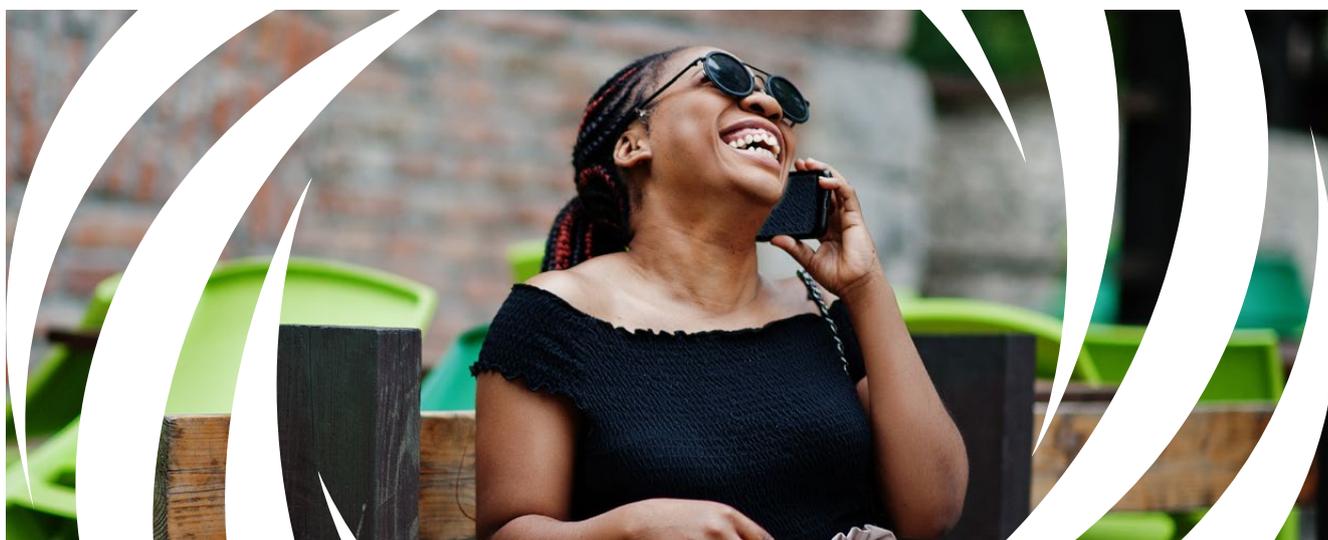
Diante do cenário atual, os empreendimentos multifamily no Brasil e principalmente em São Paulo representam uma oportunidade promissora para investidores que buscam aliar rentabilidade e segurança. A combinação de fatores demográficos, econômicos e governamentais cria um ambiente favorável para o desenvolvimento e expansão desse modelo no mercado imobiliário brasileiro.

Por acreditar no desenvolvimento do mercado, a **Rio Bravo** faz a gestão de um dos fundos pioneiros do mercado, o **Rio Bravo Renda Residencial (RBRS11)**, proprietário de mais de 300 unidades residenciais na cidade de São Paulo, em regiões nobres como a Vila Mariana, Moema e Paraíso.

Após período de estabilização das operações do fundo, todos os empreendimentos iniciaram o ano com operações positivas e com perspectivas de melhora operacional em 2025.

# 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 Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	IMA-B	IFIX	MSCI ACWI
janeiro 25	1,08	2,25	-3,51	2,21	-3,00	1,01	4,86	1,07	-3,07	-2,75
dezembro 24	0,28	-4,70	-2,34	-3,28	-1,58	0,93	-4,28	-2,62	-0,67	-0,22
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
Ano	1,08	2,25	-3,51	2,21	-3,00	1,01	4,86	1,07	-3,07	-2,75
12 meses	11,42	-16,60	24,26	-2,67	-10,91	10,87	-1,83	-1,09	-9,03	39,55
24 meses	21,88	-5,65	20,18	4,14	10,72	25,33	12,30	14,63	7,52	53,55
36 meses	38,77	-16,95		12,79		41,33	12,01	22,92	9,17	35,52
Desde o início	344,77	618,84	36,03	112,70	15,17					
PL Atual (R\$ mil)	R\$ 112.358.318,67	R\$ 1.819.662,22	R\$ 20.491.040,51	R\$ 4.457.652,91	R\$ 5.502.645,34					
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

**Maisa Oliveira**

Gerente Comercial  
maisa.oliveira@riobravo.com.br

**Ligia Pereira**

Analista Comercial  
11 3509-6687  
ligia.pereira@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](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.