



riobravo.com.br

 **RIO BRAVO**

CARTA ESTRATÉGICAS

Dezembro 2024



Retrospectiva 2024

Texto de Gustavo Franco

Bastaria dezembro, ou mais precisamente o pacote de 28 de novembro, que ocupou o noticiário pelo restante do ano para definir as contradições de 2024: um pé no acelerador (fiscal), outro no freio (monetário), como nunca antes, o carro andando meio de lado, meio de frente, meio torto, sem muita direção, correndo riscos.

Com que estranha naturalidade o Brasil convive com taxas de juros que seriam mortais em outros países?

Mas que não haja engano: o pé no freio assim tão pesado se destina a compensar a irresponsabilidade com que o governo pisa no acelerador. As distorções não são solteiras. Faria todo o sentido que houvesse um pacote de redução de gastos, como de fato se tentou. Tirar o peso do acelerador e do freio simultaneamente. Mas simplesmente não aconteceu. Não era tão difícil e ainda pode acontecer na segunda metade dessa presidência, mas não parece nada provável. O próximo ano é de eleição.

O ano começou como todos os outros, vazio de conteúdo nos primeiros meses do ano. O programa Nova Indústria Brasil atingiu seu objetivo de ocupar boa parte do noticiário ao longo desses meses e garantir um exílio confortável a Aloizio Mercadante, presidente do BNDES, e suas tropas.

Não é que o programa seja inteiramente irrelevante, seus desígnios (transformação digital; descarbonização, cadeias agro,

entre outras) são nobres demais para essa qualificação. O adjetivo talvez mais próprio é ‘inofensivo’, já que 90% dos R\$300 bilhões a serem gastos ao longo de alguns anos já iam acontecer de qualquer jeito. O programa buscava assegurar a paz social dentro do PT, e mais especificamente prestigiar Mercadante (e Geraldo Alckmin) bem como os patriotas acantonados no BNDES esperando um chamamento que não ocorrerá.

Os “balões de ensaio” são muito comuns antes do Carnaval, quando o Legislativo ainda não trabalha por inteiro e o céu de Brasília fica parecido com o da Capadócia. Os grandes balões dessa safra foram as declarações do Presidente sobre política externa, com lições sobre o conflito no Oriente Médio, a guerra na Ucrânia e sobre a democracia na Venezuela, assuntos inesgotáveis, e, numa clave menor, o ministro Haddad, em sua fala de abertura de reunião de ministros do G20, dissertou para o “Jornal Nacional” sobre “globalização inclusiva” e “fazer com que os bilionários do mundo paguem, sua justa contribuição e impostos”. Eram tentativas de encontrar novas agendas.

O anúncio da nova política industrial em janeiro não foi exatamente uma lufada de ar fresco. Foi, ao invés, uma demonstração dos limites da reciclagem. Os velhos programas petistas não pareciam ter os mesmos efeitos de antes e o ministro Haddad havia se amarrado em duas prioridades novas e difíceis: o arcabouço fiscal e a reforma tributária.

O arcabouço trouxe para o governo a meta de déficit zero, mas o próprio residente Lula afirmou que se a meta se mostrar “irreal” será mudada: “Se der para fazer superavit zero, ótimo. Se não der, ótimo também”¹. Para que serve uma meta assim tão volúvel?

É claro que não se trata de um substituto para o teto de gastos.

A segunda prioridade do ministro Haddad foi a reforma tributária, um assunto muito difícil, e do qual o governo não tirou nada de positivo. A promessa era de algo transcendente como o Plano Real, mas não vai passar nem perto. Se o jogo terminar empatado, sem maiores distorções novas, será razão para comemoração, e ainda não está acabado.

Em março, o grande evento do mês não foi um vírgula, mas um plural no comunicado do COPOM, que antevia uma redução na Selic “na próxima” reunião, e não mais “nas próximas”.

“ O anúncio da nova política industrial em janeiro de 2024 não foi exatamente uma lufada de ar fresco.

A Selic começou o ano em 11,75%, vinha caindo 50 pontos a cada reunião, e o debate da taxa terminal parecia se aproximar perigosamente do momento da indicação do sucessor de Roberto Campos Neto.

A essa altura, muito comedido e quase tropeçando nas palavras, o presidente do Banco Central do Brasil (BCB) advertiu que quando há “uma mudança do governo que faz com que a âncora fiscal fique menos transparente, o custo da política monetária aumenta”.

Quis o destino que o primeiro presidente do BCB atuando dentro de mandato de presidente diferente daquele que o nomeou viesse a enfrentar um *crowding out* de livro texto, ou seja, uma inconsistência entre política fiscal expansionista e política monetária comprometida com uma meta identificada como a estabilidade.

“

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

Foi também uma peripécia do destino que o presidente da República, de conhecido viés midiático, resolvesse contestar publicamente a política monetária como se os juros altos não tivessem nada que ver com a política fiscal.

O presidente Lula gastou muito de seu tempo se queixando de ter herdado Roberto Campos Neto. Com a mão esquerda se queixava dos juros altos e com a direita afirmava que não ia interferir na política monetária. Eram apenas palavras ao vento, pois o presidente não se movimentou para “renunciar” RCN como Costa e Silva fez com Denio Nogueira, o primeiro presidente do BCB que teve mandato.

Que não haja dúvida: a primeira metade da terceira presidência Lula é de *crowding out* e em meados de 2024 circulavam muitas dúvidas sobre a política econômica: até onde poderá ir a desconexão entre o fiscal e o monetário? A inconsistência poderia ser resolvida com a troca do presidente do BCB (e mais dois diretores)? Haveria alguma ação relevante de política fiscal capaz de resolver o problema? De um lado, o governo vinha exibindo crescentes dificuldades conceituais e práticas de conviver com a ideia de responsabilidade fiscal. Era como se fosse necessária a reafirmação de uma identidade *de esquerda*, parte da qual compreenderia

1. Segundo declarou o Presidente Lula em entrevista à Rádio Itatiaia durante visita a Minas Gerais em 8 de fevereiro <https://www.poder360.com.br/economia/se-nao-der-para-cumprir-o-deficit-zero-otimo-tambem-diz-lula>.

a descrença nos dogmas da política fiscal convencional. De outro, pareciam claras as resistências institucionais (e do mercado) à irresponsabilidade aberta. A falta de direção na economia ia ficando mais clara ao longo do ano.

Foi nesse contexto difícil que o Executivo enviou ao Congresso uma modificação no projeto já enviado para a LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) de 2024, pelo qual alterou para pior a meta para o resultado primário prevista no “arcabouço”. Uma vez mais, apelou-se ao realismo orçamentário.

Originalmente, o arcabouço previa déficit primário zero em 2024 e superávits de 0,5% do PIB, em 2025, e de 1% do PIB, em 2026. Depois de modificados os números o que se tem é um superávit de 1% ao longo de 4 anos, não apenas “muito menos do que o requerido em um único ano para manter a dívida estável como proporção do PIB”², como também a meta fiscal, depois dessa modificação, desceu à categoria das “Metas indicativas”, aquelas que não mordem, ou que, uma vez ineficazes por qualquer razão, são alteradas sem dó.

“

Diferente do esperado pelo governo, o assunto da política fiscal cresceu muito em complexidade

Em seguida à modificação na LDO, na manhã do dia 22 de maio, o ministro teve uma distração reveladora, compareceu à Comissão de Finanças e Tributação da Câmara e passou várias horas mergulhado no tema do imposto das blusinhas. O relacionamento entre o Executivo e o Congresso não estava em um bom momento. Qualquer assunto menor tinha potencial de crise. Tensões cresciam por todo lado, alimentadas pela perda de popularidade do presidente Lula e

pela sucessão nas lideranças das duas Casas Legislativas.

Diferente do esperado pelo governo, o assunto da política fiscal cresceu muito em complexidade: têm surgido muitas dúvidas sobre o arcabouço fiscal, ou sobre o que dele sobrou, e mais genericamente acerca do que pretende o governo no assunto da sustentabilidade da dívida interna e da responsabilidade fiscal. O governo, e o presidente Lula em particular, não esperava por isso. Reconhecidamente, há várias correntes de pensamento sobre esses assuntos dentro do governo, cabendo ao ministro fazer uma espécie de conciliação entre esses grupos. Não tem sido fácil. Afinal, a política fiscal é fixada pelo Executivo, que também fixa as metas que o BCB deve seguir, e as duas fixações não são consistentes. Como pode ser?

O presidente Lula costuma desempatar esse tipo de inconsistência, que o ministro faz um bom trabalho para amortecer.

Mas esse método “dialético” de determinação da política fiscal não é bom para a previsibilidade das coisas na economia. É o presidente da República quem decide por último, e quem fez a síntese. Não ficam assuntos sem solução, mas qual é a lógica?

Dias depois da sessão sobre as blusinhas, o ministro anunciou que ia visitar o Papa Francisco para tratar da tributação mundial sobre os super ricos. Que dizer da economia quando o ministro das finanças larga tudo para ir consultar o papa?

Enquanto isso, as diferenças de opinião no interior do COPOM ganharam as manchetes. A reunião de maio mostrou o segundo placar de 5 a 4 da história desse comitê³. Desta vez, o presidente Roberto Campos Neto votou com o grupo mais *dovish*, a favor de uma redução na SELIC de 0,5%.

2. Rogério L. F. Werneck “Arcabouço da farra fiscal” O Globo e O Estado de São Paulo 26/04/2024.

3. O COPOM se manteve com 9 membros desde a sua criação em 1996. A outra reunião em que se observou um 5 a 4 foi a de 02/08/2023, de número 256.

A repercussão na imprensa enfatizou a partidarização do comitê, observando que os quatro dirigentes nomeados por Lula votaram juntos, ao passo que os nomeados por Bolsonaro votaram por uma redução menor. Roberto Campos Neto desempatou em ambas as ocasiões, uma para cada lado.

É péssima a ideia pela qual vão funcionar bancadas no COPOM, em conflito com a cultura de colegialidade que sempre orientou a diretoria do BCB. De fato, com a substituição dos três dirigentes que terminarão seus mandatos ao final de 2024, o Presidente Lula terá nomeado 7 de 9 dirigentes do BCB.

Estará formada uma “bancada vermelha”? O que realmente pensa o presidente Lula sobre a autonomia do BCB, tendo em vista suas constantes reclamações na imprensa?

Parecendo querer responder a essas perguntas, o mês de junho foi todo de declarações do Presidente. Perderam-se as nuances e as tecnicidades referentes às políticas fiscal e monetária, e todos fomos transportados para uma espécie de programa de auditório, ou para uma rede social, sob o comando do presidente.

No dia 17 de junho o Presidente recebeu os ministros Haddad e Tebet que trouxeram dados sobre subsídios e renúncias fiscais que teriam deixado o Presidente “extremamente mal impressionado”. Parece ter sido nessa conversa o amadurecimento da percepção pela qual não seria possível fechar as contas apenas pelo lado da receita.

Mas no dia 18 este foi apenas um dos temas de uma entrevista muito polêmica na qual o Presidente retornava com todo vigor a Roberto Campos Neto.

O COPOM terminaria sua reunião no dia seguinte, dia 19, mantendo a taxa SELIC em 10,5% e daí até o câmbio atingir R\$ 5,70, no

dia 2 de julho, o Presidente não deu descanso ao BCB.

A reunião do COPOM do mês de junho trouxe uma decisão unânime para a manutenção da taxa SELIC em 10,50%. Curiosamente, foi a unanimidade o aspecto mais comentado dessa decisão: vale repetir, o COPOM se confunde com a diretoria do BCB, a qual, por sua vez, *é colegiada por força de lei*. É natural, portanto, que suas decisões se orientem pelo consenso e que os placares sejam muito mais frequentemente “sinalizações” do que verdadeiras divergências.

A decisão do COPOM de junho provocou irritação do Presidente, que uma vez mais subiu o tom de suas críticas à política monetária, bem quando se registravam os primeiros movimentos referentes à escolha do sucessor de Roberto Campos Neto.

A irritação do presidente nos assuntos monetários é compreensível, mas tem a ver com os assuntos fiscais, que são seus. A contrariedade é dupla. Não há solução fácil, nem uma “gaveta mágica” na Secretaria da Receita, tampouco uma fórmula de tributação progressiva que resolva o problema.

É curioso que o abandono da ideia de equilibrar as contas pelo aumento da receita tenha se confirmado apenas em julho com a inundação de memes sobre a fixação do ministro Fernando Haddad com impostos.

De todos os ministros da Fazenda a partir da Nova República, começando por Francisco Dornelles, que foi, inclusive, Secretário da Receita Federal, passando por renomados campeões da causa do equilíbrio fiscal, nenhum ministro falou tanto em impostos com tanto empenho e de forma tão desabrida quanto Haddad. Note-se que o Presidente não fala disso; o assunto pertence ao ministro, que é quem aparece nos *memes* e absorve essa energia. Será uma estratégia?

Em tese, o ministro que apostou num esforço de *racionalização* dos impostos sobre o consumo não precisava ser o mentor de um *aumento assumido* na carga tributária. São coisas diferentes⁴. Mas Haddad não apenas não se escondeu do assunto, como fizeram todos os seus antecessores, como adotou a vestimenta progressista ao advogar abertamente uma “reforma da renda”, como o próximo capítulo da reforma tributária, previsto para ocorrer em 2025.

Paulo Guedes tentou algo parecido, abrindo espaço para a Receita levar suas ideias diretamente ao Congresso. Haddad fará parecido, mas apenas em 2025, e o adiamento é rapidamente explicado pela pauta legislativa, e pelo tempo que se dedica à reforma tributária. O fato é que a “reforma da renda” virá no ano da eleição.

Julho também foi movimentado e desgastante no plano internacional, o que talvez tenha mantido o presidente Lula afastado da arenga com o BCB. Nos EUA, a grande surpresa foi a reviravolta na campanha presidencial, pela qual Kamala Harris passou à condição de candidata. Para o olhar brasileiro, a desistência de Biden, por sua própria iniciativa, pode ser uma mensagem para Lula, que era dado como certo na disputa em 2026, ao menos até sua cirurgia de emergência no começo de dezembro. O panorama para 2026 se modificou, inclusive com a vitória avassaladora de Trump.

O mês de agosto assinalou a indicação de Gabriel Galípolo para substituir Roberto Campos Neto na presidência do BCB. O ciclo de baixa já estava terminado, e com pouco debate, quando o COPOM se reuniu pela 264ª vez e manteve os juros em 10,50%, novamente, e em votação unânime. Portanto, o presidente Lula não teve que se debruçar sobre a escolha do novo presidente do BCB em momento de dúvida sobre a taxa terminal do ciclo de queda.

O presidente da República já não tinha se manifestado sobre a decisão da reunião anterior (a 263ª.), mas o diretor Gabriel Galípolo teve amplo espaço na imprensa para se expressar inclusive sobre a possibilidade de elevação da taxa de juros caso indicado e havendo necessidade. Já depois de confirmada a indicação, no dia 30/08, o próprio presidente Lula em notável reviravolta retórica afirmou que “se Galípolo disser que precisa aumentar os juros, ótimo, aumente”.

Assim terminou a Batalha de Itararé da indicação do substituto de Roberto Campos Neto, mais uma crise que não houve. O presidente Lula escolheu alguém de sua confiança, a pedido do ministro Haddad, no *timing* solicitado, e o escolhido falou o que o mercado queria ouvir.

Galípolo afirmou em mais de um evento público que “a alta de juros está na mesa, sim, e que o Banco Central não vai hesitar, se for necessário”. E foi o que de fato se passou. Em setembro, enquanto os EUA reduziram juros, o Brasil aumentou, e as razões foram locais: riscos fiscais bem conhecidos, sinais de superaquecimento e a iniciação de Gabriel Galípolo, que precisava demonstrar na prática que a elevação de juros não estava interdita.

O Brasil começava um ciclo de alta a partir de um ponto inicial já muito alto, o que poderia perfeitamente indicar um ciclo curto, talvez limitado às próximas reuniões, especialmente as duas últimas sob o comando de Roberto Campos Neto. O presidente Lula não comentou essas decisões do COPOM que acabaram aumentando a Selic ainda mais. Cerca de 10 dias depois da reunião de dezembro, que aumentou a Selic para 12,25%, o presidente Lula fez uma “live” com Gabriel Galipolo, ladeado pelos ministros Rui Costa (Casa Civil), Haddad e Tebet (Planejamento), na qual prometeu, olhos nos olhos do presidente indicado para o BCB, que “jamais haverá da parte dessa presidência qualquer

interferência no trabalho que você tem que fazer no banco central”. E mais: “você será o presidente do banco central com mais autonomia que este país já teve”.

O vídeo e a apresentação do Relatório de Inflação, feita conjuntamente por RCN e Galípolo, definiram um processo suave e bem conduzido de sucessão no BCB. Foi a boa notícia que serviu para acalmar mercados financeiros muito nervosos em resposta ao fiasco do pacote de corte de gastos.

O Brasil ainda está dois degraus abaixo do grau de investimento, mas se esforça em vestir um modelito fiscal muito apertado para a sua realidade. Em setembro, inesperadamente, contrariando tendências e prognósticos fiscais, majoritariamente pessimistas, a Moody's melhorou a nota de crédito do país em um degrau inteiro, de Ba2 para Ba1, ainda abaixo do chamado grau de investimento. O relato é que o presidente Lula pediu para acompanhar o ministro Haddad em reunião com a Moody's em Nova Iorque e que desse esforço resultou o *upgrade*.

Boa notícia?

A teoria parece ser a de que a pessoa emagrece quando veste uma roupa apertada. Talvez o desconforto com a roupa muito justa produza alguma disciplina alimentar. Mas não é muito provável. O ideal seria a pessoa se convencer sobre a alimentação saudável para praticá-la com disciplina e, a seguir, caso siga a disciplina alimentar, desfrute de suas consequências.

O episódio é raro, não se vê agências de rating praticando ativismo, ou buscando incentivar seus clientes a adotar condutas virtuosas. A iniciativa da Moody's não teve qualquer efeito sobre as percepções de especialistas sobre a situação fiscal do país. O Brasil vive num *crowding out* de livro texto que vai ficando mais agudo: estímulos fiscais

que só fazem crescer e a política monetária trabalhando dobrado para manter a inflação na meta. Diz-se que os maiores obstáculos à responsabilidade fiscal estão no Congresso. Ou, mais precisamente, na política. E em outubro o governo sofreu uma séria derrota política nas eleições municipais.

O desempenho do partido do governo, em particular, foi muito ruim. Mesmo em redutos lulistas, no Nordeste ou em São Paulo, não houve vitórias expressivas. O maior troféu, a prefeitura de Fortaleza, foi descrito como “o gol de honra”, o que apenas assinala com clareza a derrota por goleada. A derrota mais dolorida foi a de Guilherme Boulos em São Paulo, disputa em que Lula mergulhou muito diretamente.



A “reforma da renda” virá no ano da eleição

Seguindo-se às eleições recrudescceu o debate sobre a questão fiscal. As cobranças sobre o compromisso com as metas do arcabouço levaram o governo a se debater e espernear em visível desconforto. As implicâncias com emendas parlamentares têm muito a ver com a distribuição de culpas pela incapacidade de endereçar o problema fiscal.

Assim como envelheceu na política, o petismo parece também sem sintonia com os desafios econômicos desse novo tempo. O desenvolvimentismo inflacionista estava mesmo esgotado e acabado, mas não havia clareza o que o PT poderia trazer em substituição. O sonho de arrumar as contas através de aumento de impostos tinha sido discretamente colocado de lado. Tudo considerado, o *crowding out* brasileiro parecia subir a novos patamares: mais estímulo fiscal e mais juros, numa escalada preocupante e que parecia trazer de volta o

fantasma da dominância fiscal. Tudo indicava na direção de alguma ação significativa do lado da despesa.

O pacote de redução de despesa 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 no dia seguinte pela manhã. Era o sinal inequívoco da grandeza da iniciativa, talvez aí uma indicação que Fernando Haddad estava recebendo o tratamento de presidenciável. Mas não foi uma boa ideia. Parecia que a máquina de comunicação do governo estava em dessintonia com a substância da coisa, um pacote muito magro de conteúdo.



Assim como envelheceu na política, o petismo parece também sem sintonia com os desafios econômicos desse novo tempo.

A repercussão foi péssima, e certamente não foi um problema de comunicação, ou com a menção, por descabida que fosse, à isenção de IRPF para as rendas menores que R\$5,0 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.

Ao nível conceitual, inclusive, é possível enxergar no pacote quatro fórmulas claras de *não cortar despesas*, ou de *cortar vento*:

- (i) cortar aumentos que ainda não aconteceram (como, por exemplo, os aumentos futuros do salário-mínimo);
- (ii) remanejar despesas que já iam acontecer de qualquer jeito para que

atendam requisitos que requereriam despesa nova (por exemplo, no item FUNDEB), portanto, cortando o que não precisaria acontecer;

(iii) cortar a fraude, ou seja, efetuar um “pente fino” sobre programas sociais a fim de cortar benefícios em duplicidade ou pagos de forma irregular; e a

(iv) a velha conhecida desvinculação de receita (DRU), na verdade outra fórmula de remanejamento, agora representada como fórmula de corte.

O governo apresentou números para esses “cortes”, e estimou seus efeitos em R\$ 70 bilhões para os dois primeiros anos. Era um número inchado, mas ainda assim minúsculo diante de um orçamento de 5 trilhões (somando as PLOAs de 2024 e 2025). E mais ainda se considerada a intervenção do Congresso, sempre no sentido de reduzir as “maldades”.

É claro que isso foi muito claramente percebido como um fracasso. O Congresso não criou maiores resistências, pois logo percebeu que não era seu papel inventar cortes que o Executivo não quis fazer.

Os mercados estressaram e o dólar foi a R\$ 6,00, e o ano de 2024 foi terminando com um misto de ansiedade e de perplexidade. Uma parte do governo com o pé no acelerador, outra no freio. Sem o acelerador a economia encolhe, sem o freio ela capota. O ano que se inicia é de eleição, e o governo guardou para este momento a conversa sobre o que eufemisticamente designa como a “reforma da renda”, isto é, impostos.



Crédito Privado, último mês do ano com forte abertura

Texto de Evandro Buccini e Victor Tâmega

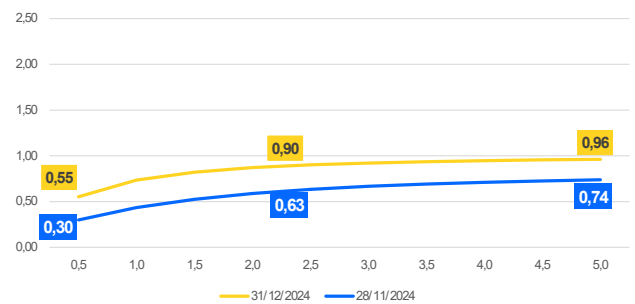
O mercado de crédito privado teve uma deterioração significativa no mês de dezembro. As debentures atreladas ao CDI tiveram uma rentabilidade negativa, conforme indicado pelo índice de debentures ANBIMA IDA-DI com variação de -0,10% a.m. vs. variação de 0,93% a.m. do CDI em dezembro. Olhando o ano de 2024, o índice ANBIMA IDA-DI atingiu um retorno de 12,49% contra o CDI de 10,87%.

Associado a isso, mercado apresentou (i) abertura dos spreads, (ii) captações liquidas positivas, mas em patamares inferiores ao observado nos meses anteriores; e (iii) volume de emissões no mercado desacelerando. Já as debentures incentivadas focadas no mercado de infraestrutura tiveram uma rentabilidade negativa no mês de dezembro, conforme indicado pelo índice de debentures ANBIMA IDA-IPCA infraestrutura com rentabilidade de -2,24% a.m., mas ainda assim superior ao IMA-B que no mesmo período apresentou rentabilidade de -2,62%a.m.

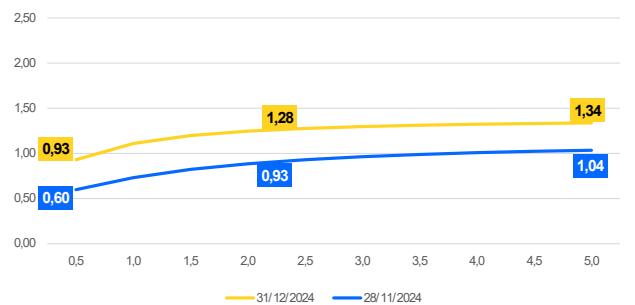
Comportamento dos Spreads: Ao olharmos os spreads das debentures corporativas indexadas ao CDI segmentando pela qualidade de crédito, observamos uma abertura geral, contraria a tendência que ocorreu ao longo do ano de fechamento contínuo dos spreads.

SPREADS CDI+

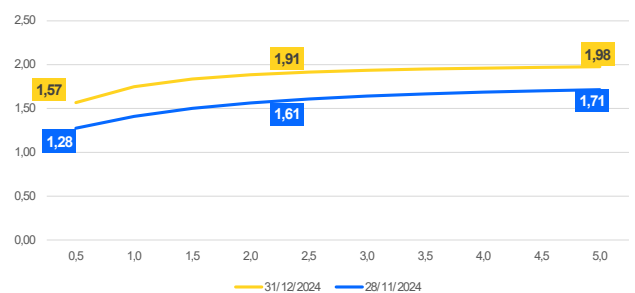
CDI + AAA



CDI + AA



CDI + A



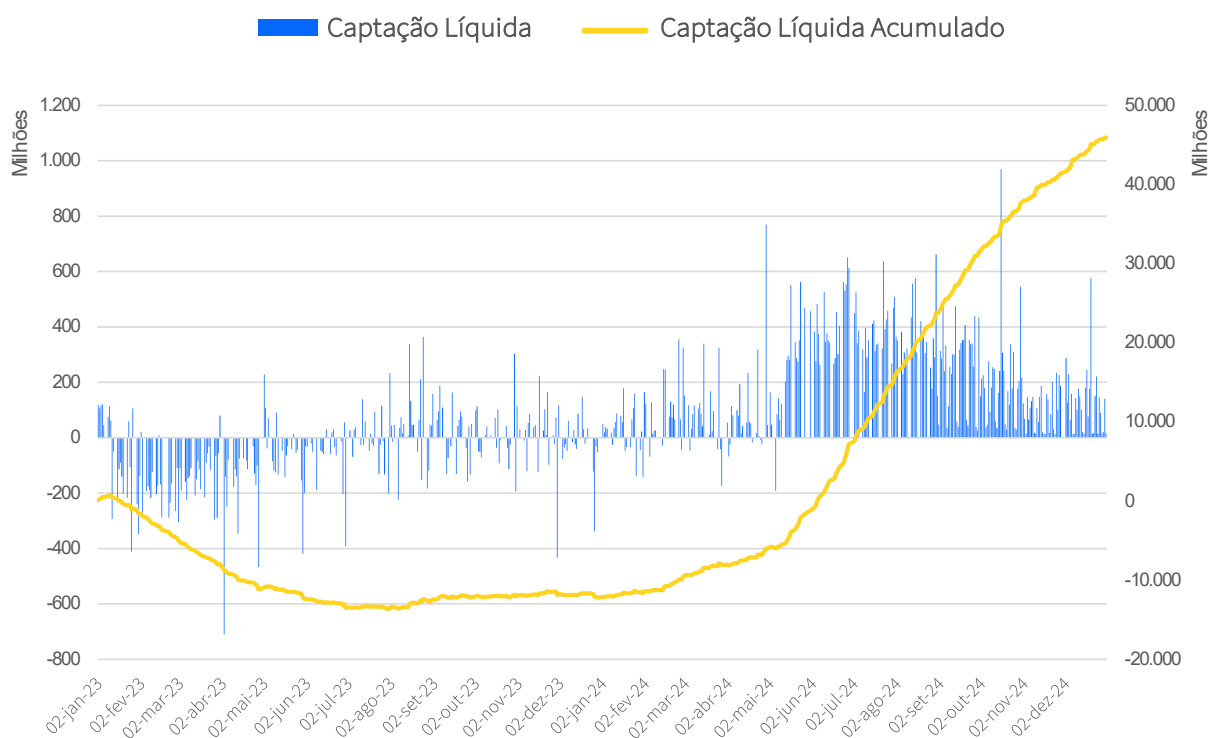
Fonte: ANBIMA

Manutenção de captação líquida positiva:

O fluxo de recursos em mais de 40 fundo de crédito privado com resgate até D+45, manteve a tendência de captações positivas, porém em um ritmo inferior ao observado no mês de novembro.

A captação dos fundos de resgate mais curto (D+1), viram um ritmo de captação desacelerar em maior intensidade, quando comparado a fundos com prazos mais longos.

Captação Líquida Renda Fixa LTM (até D+45)



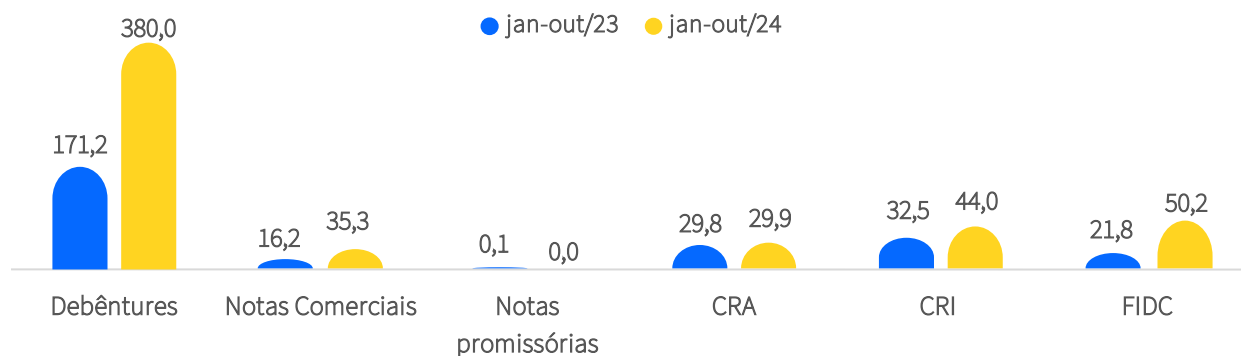
Fonte: Quantum e CVM (*) de 03/01/23 a 30/12/24

Emissões primárias seguem fortes:

No acumulado do ano as emissões primárias de renda fixa seguem apresentando um volume robusto, superando em 84% do mesmo período de 2023., mas as emissões vêm desacelerando os fundos vêm demandando em menor volume, dado o nível de spread que vem

sendo praticados nos últimos meses, além disso, muitos desses fundos de investimento estão fechados para captação, portanto eles vêm absorvendo uma parcela cada vez menor das emissões que vem a mercado. Desse montante total, os bancos relacionados a respectiva oferta vêm absorvendo cada vez mais.

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



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

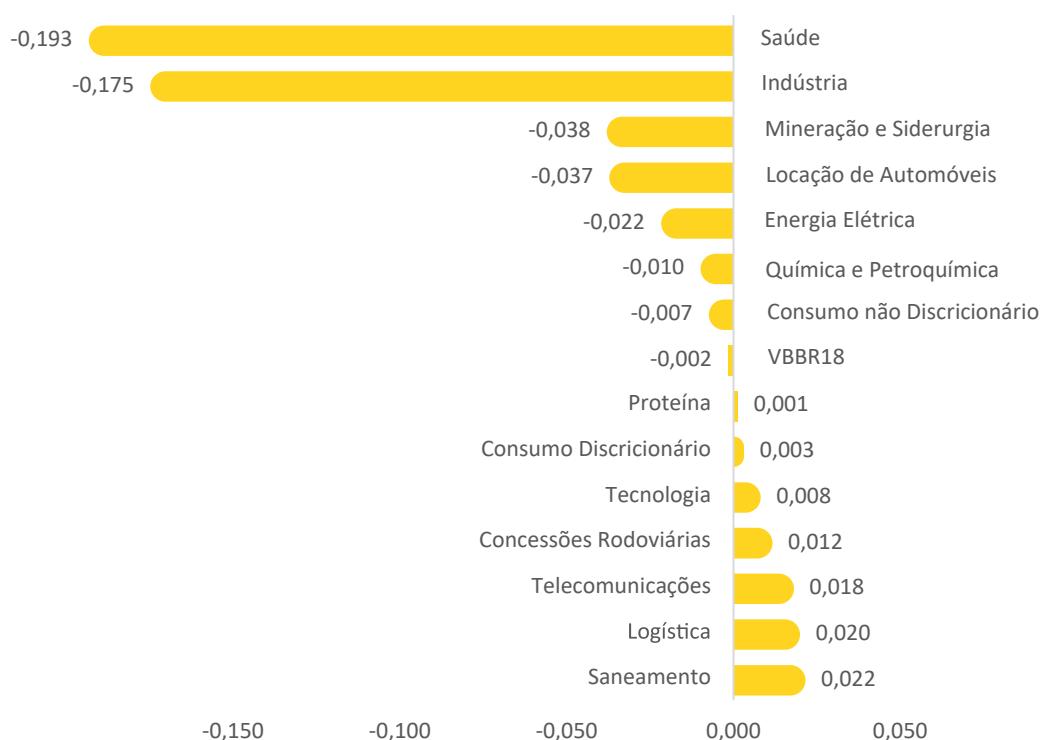
Rio Bravo Crédito Privado

O rendimento do fundo **Rio Bravo Crédito Privado** foi de 71,25% do CDI no mês de novembro. Olhando a performance das Debêntures, os papéis de destaque vieram setores dos setores de Logística e Telecomunicações, devido ao desempenho da debênture da Log Commercial Properties e Livetech. Já o impacto negativo veio do setor Industrial, Saúde e Siderurgica devido à

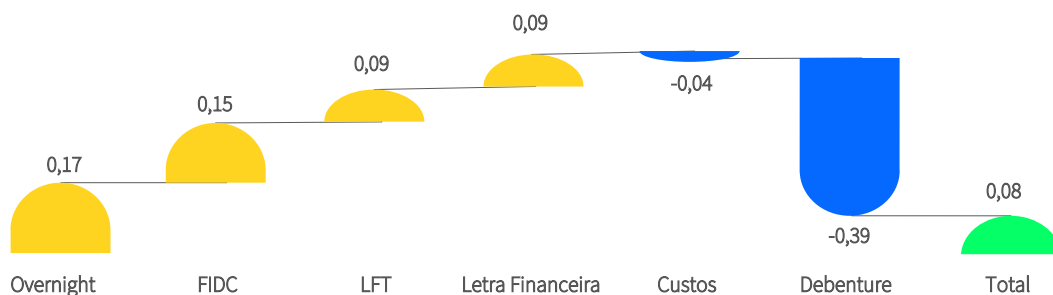
performance negativa da Aeris, Oncoclínicas e CSN.

Já as outras classes de ativos apresentaram uma boa performance, principalmente da classe de FIDC e LF que contribuíram com 0,145% e 0,091% (equivalente a 117,4% e 99,2% do CDI se considerarmos uma posição de 100% dessas classes de ativos no fundo).

Dezembro/24 Performance Breakdown por setor (%)



Dezembro 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. 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.

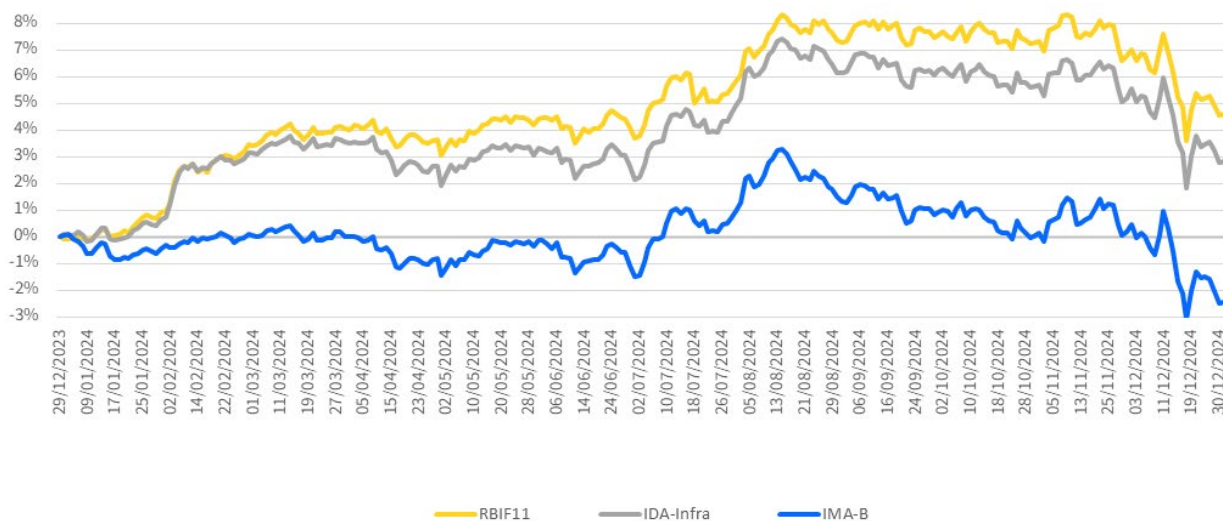
Rio Bravo ESG IS FIC FI-INFRA (Ticker: RBIF11)

O RBIF11, nosso fundo de crédito para infraestrutura isento para pessoas físicas, fechado e listado na bolsa registrou performance de -2,01% no mês de dezembro, cerca de 0,23% acima do IDA IPCA Infra (carteira teórica da ANBIMA composta por debêntures incentivadas) e 0,61% acima do seu benchmark, o IMA-B. Nos últimos 12 meses, o fundo performa 4,6%, contra 2,8%

do IDA IPCA Infra e decepcionantes -2,44% do IMA-B.

Relativo à distribuição de proventos do Fundo referente ao mês de dezembro/24, em função da distribuição recente de todos os rendimentos auferidos será amortizado de R\$ 0,92/cota (pago em 22.01.2025) de forma a linearizar a distribuição do carregamento líquido do fundo somado aos ganhos de giro de carteira de 0,05%, conforme informado no guidance da Carta Mensal da Gestão (ref. novembro 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 17,14%), ou 1,04% sobre a cota patrimonial do fechamento (anualizado de 13,3%). 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 (7,9% 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 acontecerá agora em janeiro.

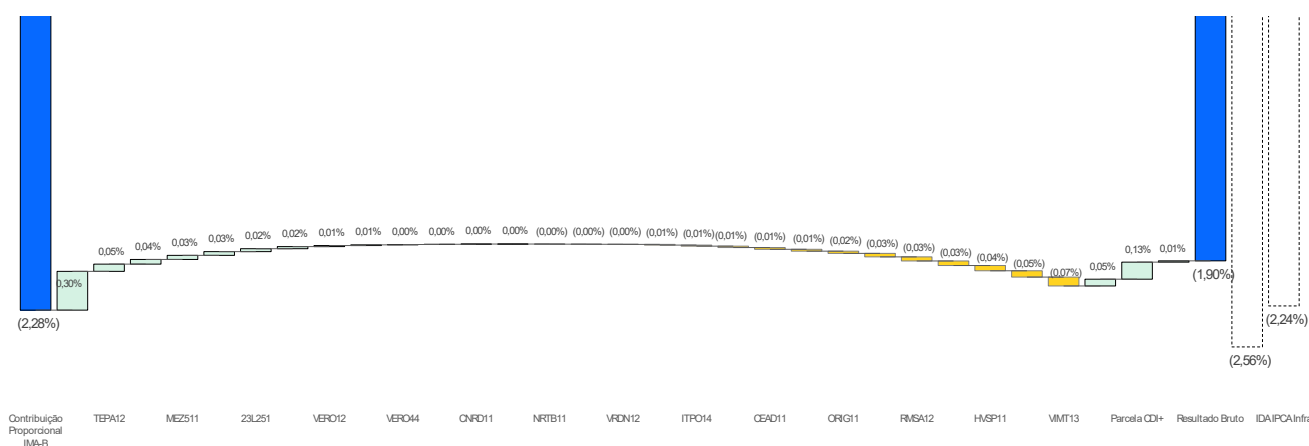
Performance Histórica RBIF11



Atribuição de Performance RBIF11

Os componentes que mais contribuíram para uma performance do RBIF11 acima do IMA-B no mês de dezembro foram (1) abertura forte e generalizada da curva de juros real em todos os vértices, mas menos nos vértices de maior concentração do RBIF11 (2030, 2035 e 2040) resultando num desempenho melhor do RBIF11

e (ii) parcela em CDI da carteira do RBIF11. A abertura dos spreads de crédito, que “jogou contra” foi de aproximadamente 8 pontos base, reduzindo a rentabilidade em 0,28%. No gráfico abaixo, atribuição de performance bruta da carteira do RBIF11:

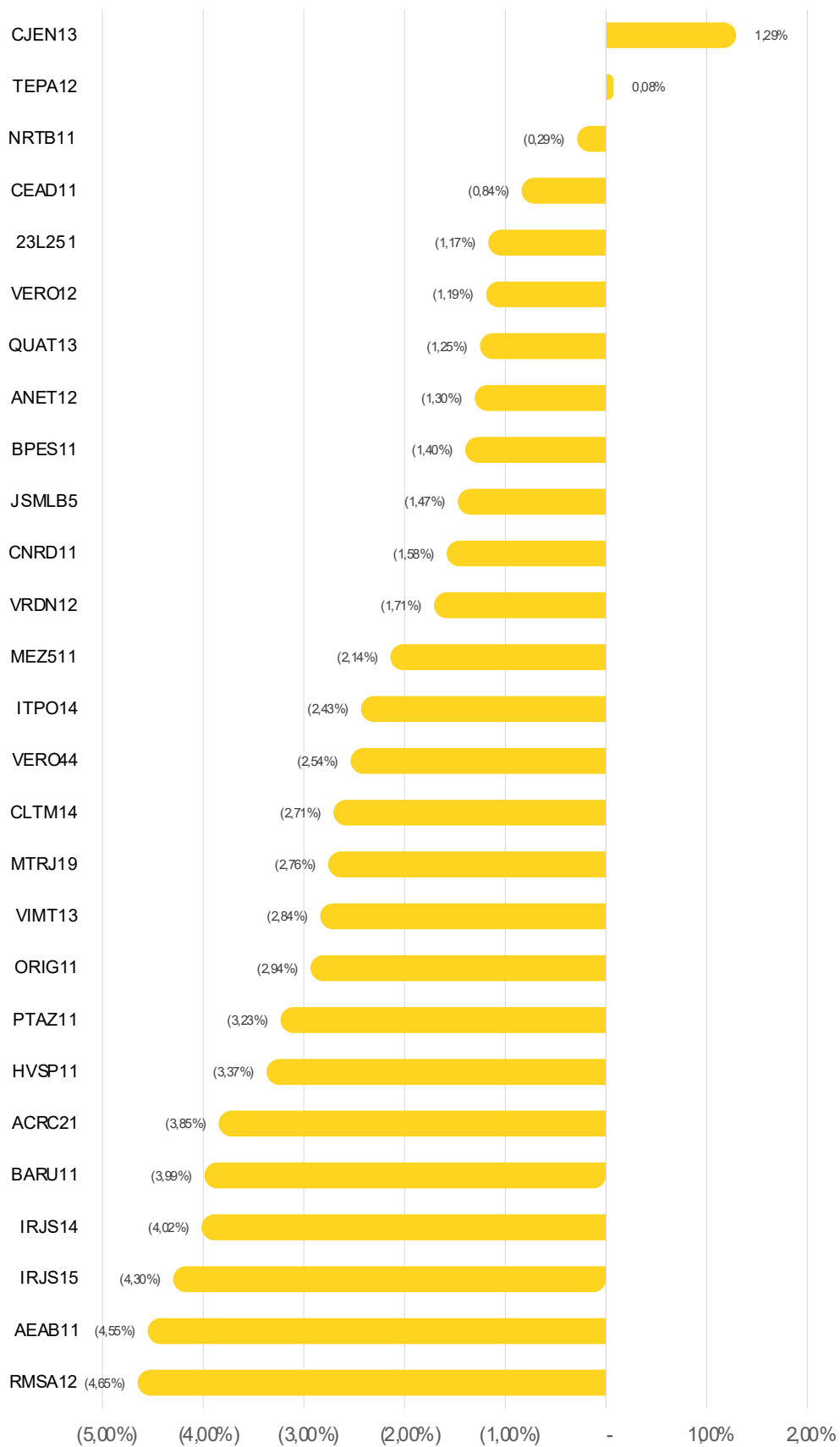


Performance dos Ativos da Carteira do RBIF11

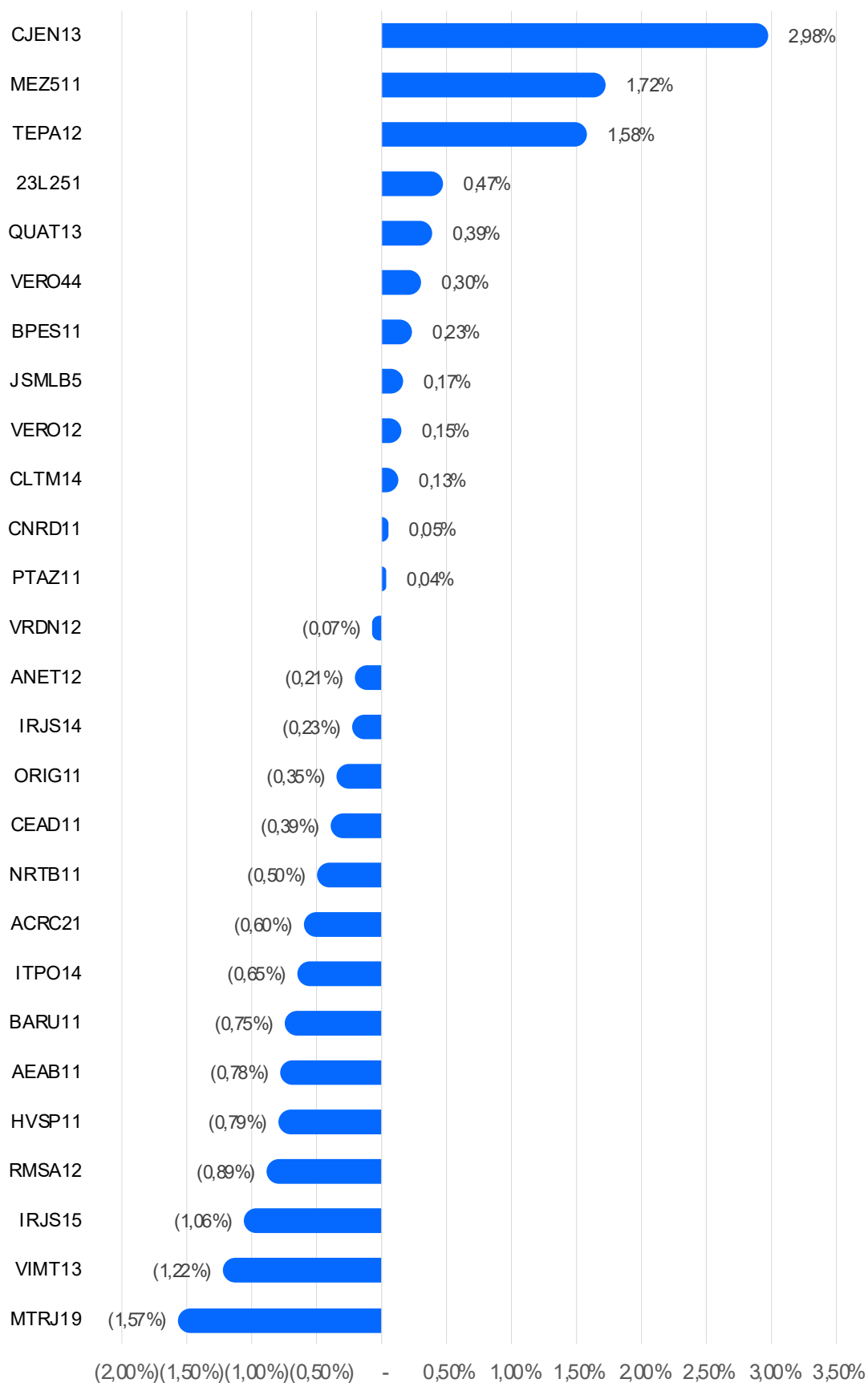
Conforme ilustrado nos gráficos abaixo, os ativos que melhor performaram e os únicos que permaneceram no campo positivo foram Porto de TESC (CJEN13; Portos) e Brasil Tecpar (TEPA12; Telecomunicações); Por outro lado,

todos no campo negativo, registraram os piores desempenhos no mês BRK Região Metropolitana de Maceió – BRK RMM (RMSA12; Saneamento); Cajuína (Auren Energia) (AEAB11; Geração Eólica) e Iguá Rio (IRJS15; Saneamento).

Retorno Absoluto (%)



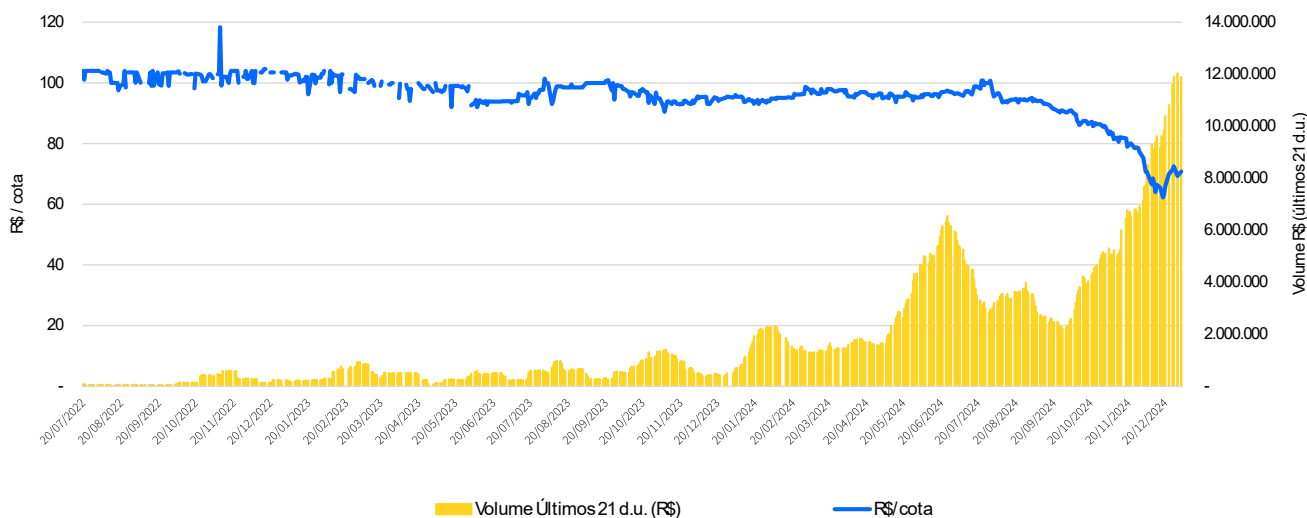
Retorno sobre a NTN-B (% over B)



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\$ 11,6 milhões no mês de dezembro. Atualmente, o RBIF11 conta com aproximadamente 1.700 cotistas.

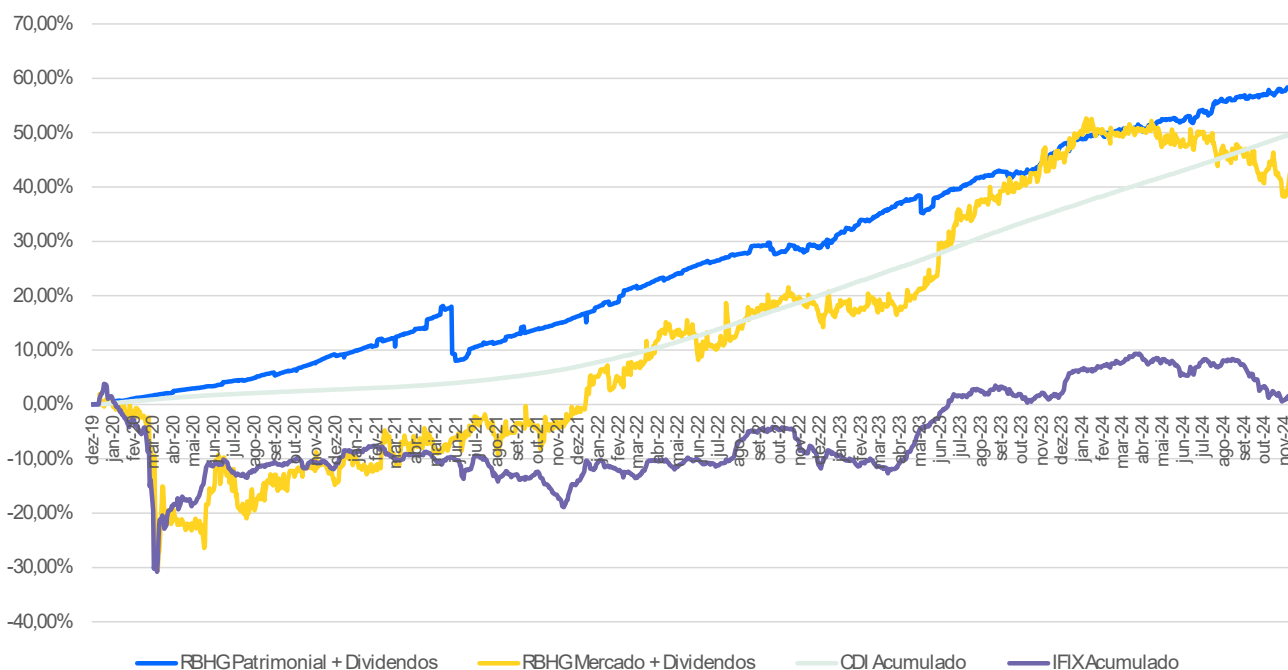


Rio Bravo Crédito Imobiliário High Grade (Ticker: RBHG11)

A distribuição de rendimentos do Fundo referente ao mês de novembro/24 foi de R\$ 0,85/cota, um dividend yield anualizado de 13,71% na cota a

mercado, ou 0,98% sobre a cota patrimonial do fechamento do mês, valor equivalente a uma remuneração bruta de imposto de renda de 145% do CDI.

Performance Histórica RBHG11



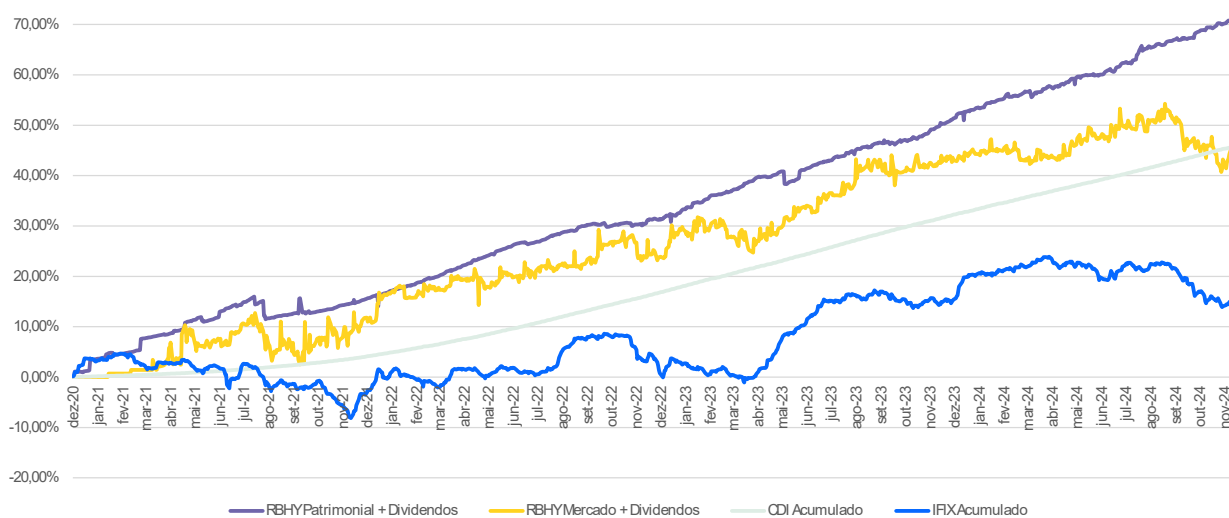
Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield (Ticker: RBHY11)

A distribuição de rendimentos do Fundo referente ao mês de novembro/24 foi de R\$ 1,00/cota, um dividend yield anualizado de 15,44% na cota a mercado, ou 1,08% sobre a cota patrimonial do fechamento do mês, valor equivalente a uma remuneração bruta de imposto de renda de 160% 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 143 bps nos ativos em IPCA e 18 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.

No mês de novembro, os fundos investiram no CRI Dal Pozzo III, operação para alongamento de dívidas da varejista, com uma integralização de R\$7,0 milhões no Fundo RBHY11 (aprox. 4,0% do PL) e R\$3,0 milhões no Fundo RBHG11 (aprox. 1,6% do PL) a taxa de CDI+ 5,65% 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.



Fundos Imobiliários: retrospectiva de 2024 e expectativas para 2025

Texto de Anita Scal e Isabella Almeida

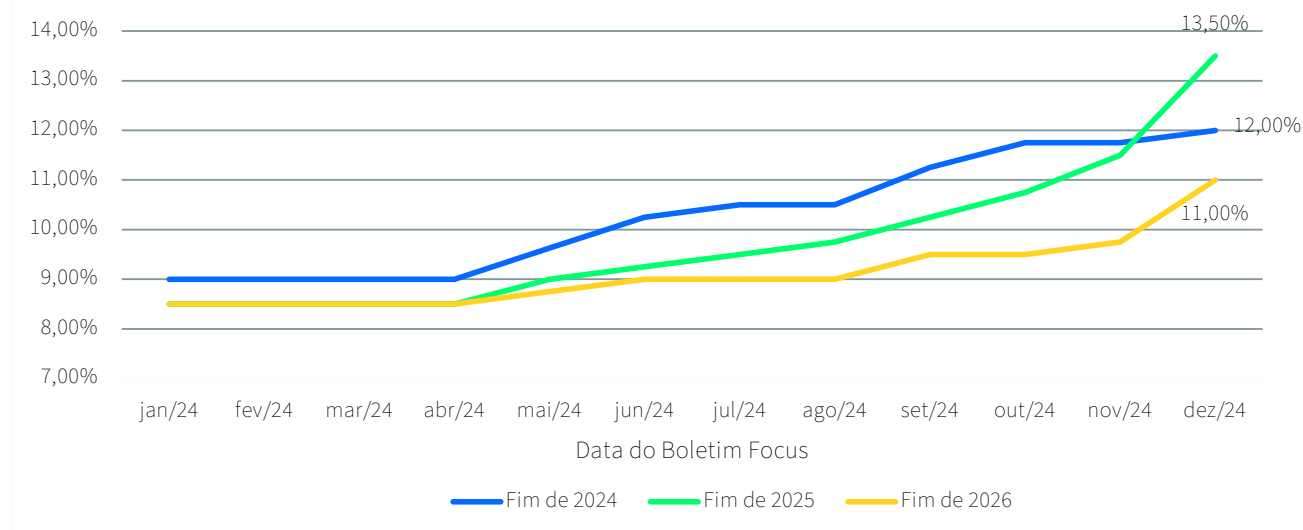
Os fundos imobiliários (FIIs) encerraram o ano de 2024 com uma performance de -5,89%, impactados principalmente pelo retorno dos FIIs de tijolo e dos Fundo de Fundos. A queda dos FIIs em 2024 ocorreu por conta de uma migração de capital por parte dos investidores para instrumentos de renda fixa, diante de uma piora das expectativas macroeconômicas no Brasil.

No início de 2024, a inflação vinha apresentando sinais de desaceleração, e o mercado esperava que o Banco Central (BCB) fosse continuar com o ciclo de afrouxamento monetário iniciado em meados de 2023. As projeções dos economistas apontavam uma taxa SELIC de um dígito ao final de 2024, próxima a 9,0% a.a., e uma inflação de 3,90% a.a.. No final do primeiro semestre, o BCB havia

reduzido o juro a 10,50% a.a., mas o cenário de flexibilização logo se reverteu. A partir de setembro, o Copom realizou três aumentos sucessivos na taxa SELIC, que encerrou o ano em 12,25% a.a..

As alterações nas projeções macroeconômicas ao longo do segundo semestre foram ocasionadas sobretudo devido à maior preocupação do Banco Central com a trajetória da inflação. A resiliência da atividade econômica, aliada a um câmbio persistentemente depreciado e uma dívida pública crescente, resultou uma forte desancoragem das expectativas de inflação para 2025 e 2026. Para conter a pressão inflacionária, o mercado passou a precificar novos aumentos na taxa SELIC no final de 2024 e início de 2025.

Perspectivas - Taxa SELIC (% a.a)

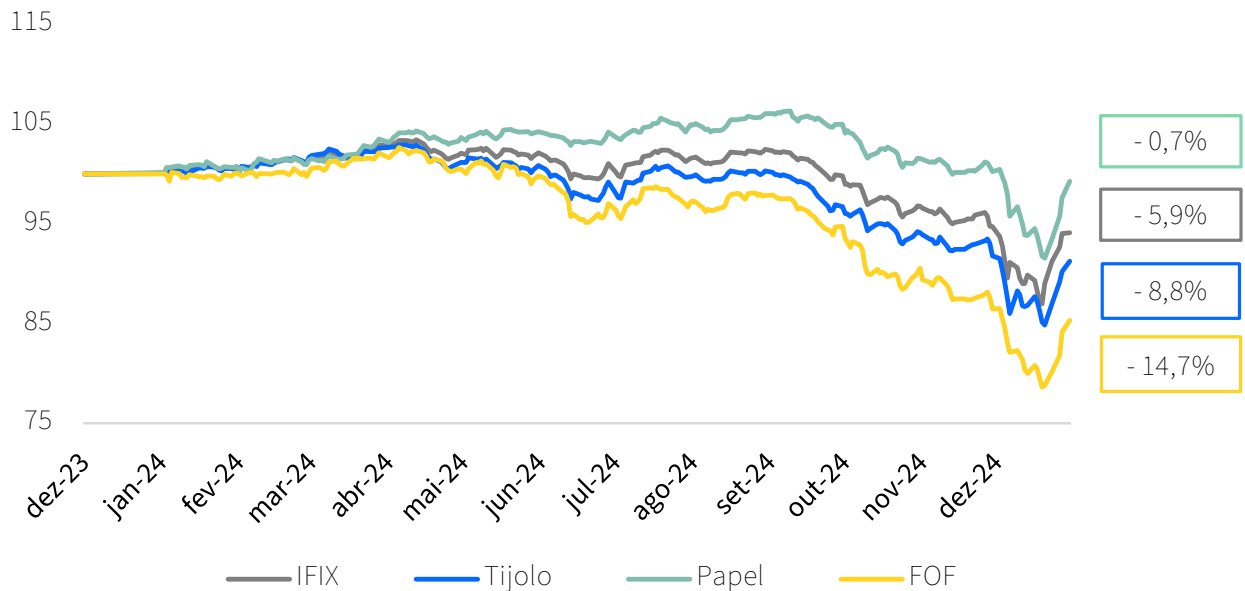


¹Fonte: Boletim Focus

Diante da perspectiva de um novo ciclo de aperto monetário, os investidores passaram a destinar os seus investimentos para veículos de renda fixa. Houve pressão de

venda de ativos de renda variável, de forma que o IFIX, índice de fundos imobiliários, encerrou o ano com a pior performance anual dos últimos quatro anos.

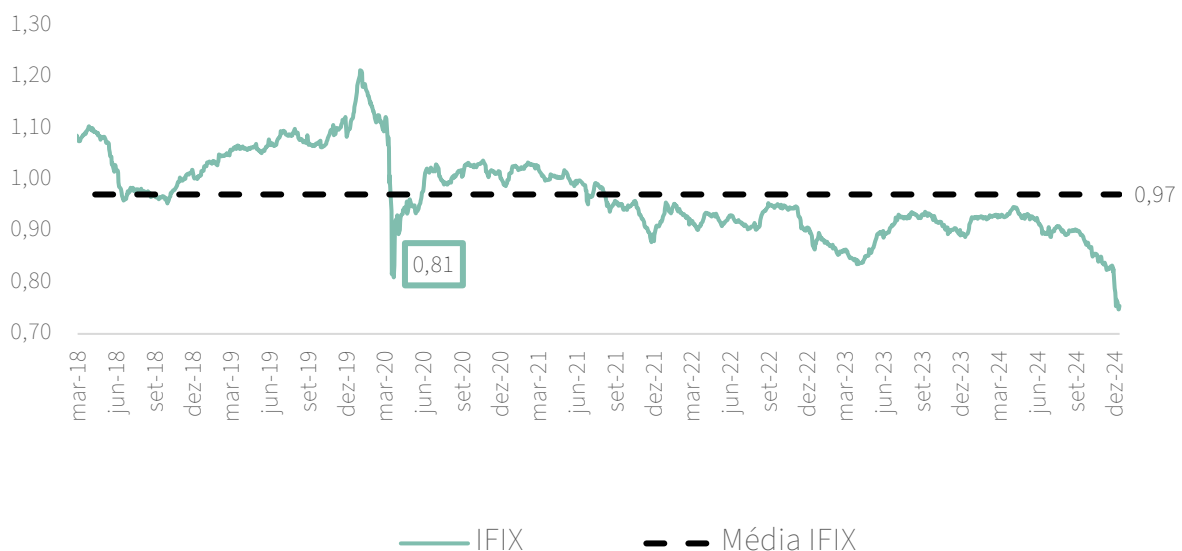
Performance da cota mercado ajustada aos dividendos



Os fundos imobiliários passaram a negociar com um desconto de 22% frente aos seus valores patrimoniais. A forte pressão de venda das cotas dos FII no mercado secundário fez a precificação dos fundos atingirem níveis inferiores inclusive aos

observados em março de 2020, quando a COVID-19 foi caracterizada como uma pandemia pela Organização Mundial da Saúde (OMS) e o IFIX apresentou uma forte depreciação.

P/BV IFIX



E o mercado imobiliário?

A precificação dos fundos nesse patamar foi ocasionada pelas mudanças das expectativas macroeconômicas do país. Todavia, quando analisamos os fundamentos microeconômicos do mercado imobiliário, o desempenho tem se mostrado bastante positivo.

O segmento de escritórios com padrão construtivo A-AAA em São Paulo tem apresentado sucessivas quedas na taxa de vacância, impulsionadas por uma maior demanda por espaços corporativos pelas empresas. Nos últimos 18 meses, houve muito mais locações do que devoluções de escritórios, e nas regiões primárias de São Paulo o mercado observou um aumento do preço pedido de locação¹.

O segmento logístico também registrou queda expressiva na taxa de vacância, que atingiu a mínima histórica de 8,4% no 3T 2024¹. Apesar das novas entregas de galpões observadas nos últimos anos, muitas varejistas e outras empresas continuam demandando mais espaços logísticos, visando minimizar o tempo de entrega de seus produtos ao consumidor final.

Os shoppings, por sua vez, têm batido recordes de desempenho. O baixo desemprego e o consumo acelerado têm impactado positivamente o setor, de forma que muitos empreendimentos apresentam aumentos expressivos de vendas assim como aumentos de aluguel em comparação aos anos anteriores.

Diante da performance positiva do mercado imobiliário, os FIIs têm conseguido manter bons resultados operacionais, que refletem os dividendos mensais que esses fundos distribuem. O dividend yield do IFIX encerrou 2024 em 11,8% a.a., sendo isento de IR para pessoas físicas.

Em 2025, o mercado espera que o Banco Central aumente o juro nas primeiras reuniões do ano, atingindo 15,00% a.a. no primeiro semestre. Nesse contexto, a cotação dos FIIs no mercado secundário ainda pode apresentar certa volatilidade. Entretanto, perante o bom desempenho do mercado imobiliário, os FIIs devem seguir apresentando bons resultados operacionais. O investidor que busca renda recorrente e que possui um horizonte de investimento de longo prazo pode se aproveitar do momento atual para investir em portfólios de imóveis de qualidade, em regiões primárias e com inquilinos de primeira linha com cerca de 22% de desconto. O cenário é favorável para quem busca ganho de capital mirando o longo prazo.

1. Fonte: Buildings

Performance

	Renda Fixa	Renda Variável		Multimercado		Índices				
	Rio Bravo Crédito Privado FRRF	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
dezembro 24	0,28	-4,50	-2,24	-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
janeiro 24	1,35	-3,30	-1,86	0,92	1,00	0,97	-4,79	-0,45	0,67	2,86
Ano	11,77	-21,08	26,66	-3,17	-7,28	10,87	-10,36	-2,44	-5,89	48,02
12 meses	11,67	-19,79	25,63	-3,87	-7,78	10,83	-9,35	2,49	-5,97	47,60
24 meses	21,87	-5,48	35,58	3,87	12,69	25,47	9,11	13,35	9,32	64,66
36 meses	38,39	-16,75		41,00		41,00	14,70	20,22	12,58	22,09
48 meses	46,10	-23,46		20,48		47,08	2,10	19,84	10,18	57,81
Desde o início	340,03	603,05	44,36	108,09	18,74					
PL Atual (R\$Mil)	R\$ 114589920,8	R\$ 1788832,82	R\$ 21236835,17	R\$ 4368833,83	R\$ 6597332,89					
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 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.