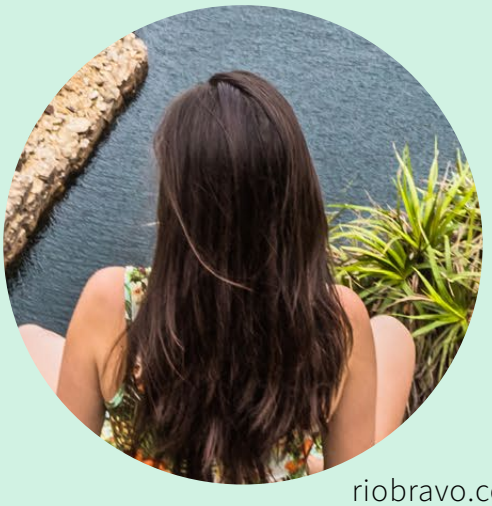
RIO BRAVO

CARTA ESTRATÉGIAS

Novembro 2025



riobravo.com.br

Um conflito contratado

Texto de Gustavo Franco

Novembro terminou em um domingo (30/11) com um pronunciamento do presidente Lula em cadeia nacional de rádio e TV. O presidente da República, conforme descreveu um analista político, "retardou por seis minutos a transição entre a semifinal da Dança dos Famosos do Huck e o Fantástico ... [para] usar rede nacional de TV como se fosse programa do horário eleitoral gratuito".[1]

Claro que é campanha eleitoral antecipada – tecnicamente a campanha só começa em agosto de 2026 – e a Justiça Eleitoral costuma ser muito rigorosa nesse assunto.

O pretexto foi a isenção de IR para quem ganha até cinco mil reais, "quase um décimo quarto salário", como disse o presidente. O tom abertamente eleitoreiro não é propriamente novidade, mas o *timing* da providência e do pronunciamento é revelador. Com níveis de aprovação inferiores a 40%, indicando eleições muito apertadas, o presidente Lula quis antecipar as coisas, mesmo que tecnicamente rompendo "a regra da igualdade de condições entre os postulantes ao Planalto"[2]. A oposição ainda não tem candidato e não está em campo. Novembro termina com o desemprego na mínima histórica (5,4% de acordo com a PNAD) e com a inflação respondendo lentamente a uma política monetária bem dura.

O governo pisou no acelerador da política fiscal: não é preciso muito engenho nem competência para apertar a tecla G. A inflação acordou e o Banco Central do Brasil (BCB) reagiu. É verdade que o câmbio ajudou: o real ficou mais forte na exata proporção em que o dólar ficou mais fraco em escala global, em consequência das ações do presidente Trump.

Mas o BCB seguiu seu curso. Com isso, a taxa Selic é a maior desde 2006. O BCB precisou desfazer com a política monetária os excessos da política fiscal, descontado o efeito da apreciação cambial.

> Como o governo não acredita que a causa do juro alto é o desequilíbrio nas contas públicas, provavelmente vai elevar seus gastos mais ainda

Mas como o governo não acredita que a causa do juro alto é o desequilíbrio nas contas públicas, provavelmente vai elevar seus gastos mais ainda, o que pode colocar o BCB num "corner". A ver.

A leitura de 0,20% para o IPCA15 de novembro implica em um acumulado em 12 meses de

1. Josias de Souza em https://noticias.uol.com.br/colunas/josias-de-souza/2025/12/01/lula-faz-da-rede-nacional-de-tv-seu-programa-eleitoral-gratuito.htm consultado em 01/12/2025.
2. Idem ibidem.

4,5%, o exato "teto" da banda de tolerância para o sistema de metas para a inflação. A ideia de mirar no teto da faixa de tolerância foi uma das práticas que notabilizou Alexandre Tombini na presidência do BCB. Foi a fórmula de conciliação entre a Nova Matriz e as Metas para a Inflação no governo Dilma Rousseff.

> Na teoria econômica do presidente, os estímulos fiscais se converteriam integralmente em consumo e em votos

Por ora, o BCB de Galípolo continua mirando no centro. Resta ver como se entenderá com o presidente Lula no ano de 2026.

A fala do presidente em 30/11 impressionou pelo tom, mas, no mérito, repetiu a arenga do ministro da Fazenda, Fernando Haddad, contra os 140 mil "super ricos" que não pagam imposto de renda (?). Não é claro de onde vem esse número, se do Sindifisco ou da Receita Federal, mas é inequívoco o sucesso dessa tese "Robin Hood" pela qual a taxação extra para esses "super ricos" banca a isenção para a "classe média" ou o reajuste da tabela progressiva.

Entretanto, se ao falar de "super ricos" que pagam pouco imposto de renda o presidente se refere a pessoas com rendas superiores a R$ 600 mil anuais exclusivamente de dividendos, faltaria dizer que esses "super ricos" já pagam 34% nas empresas que lhes pagam dividendos. Sendo assim, o imposto suplementar de 10% seria como uma faixa adicional de imposto de renda, com alíquota maior.

De toda maneira, o aumento de imposto é jogo jogado, e a presunção é que traria dividendos eleitorais para o governo.

Nas várias análises econômicas oferecidas para o ano de 2026 impressiona a lista de programas sociais em andamento ou em ser, e respectivos custos: a gratuidade nos ônibus em escala nacional, o consignado privado, a ampliação no Minha Casa Minha Vida, quem sabe também para o Bolsa Família, o crédito para reformas, Luz do Povo, Gás do Povo, Pé de Meia, e mais o que a imaginação governista puder conceber no calor da disputa.

É um arsenal formidável para um ano eleitoral.

Ao falar dos cinco mil, o presidente da República disse que a Receita Federal estimou o efeito em 28 bilhões, que seria "mais dinheiro no bolso, que significa maior poder de compra, que significa aumento no consumo, que faz a roda da economia girar".

O conjunto desses programas pode multiplicar esse valor várias vezes, e fazer a roda da economia girar muitas vezes. Ou não. Na teoria econômica do presidente, os estímulos fiscais se converteriam integralmente em consumo e em votos.

> O arcabouço se tornou a última linha de defesa antes do descontrole fiscal

Na teoria econômica convencional, todavia, não é bem assim.

A economia está em pleno emprego, já há muitos estímulos fiscais em operação, e o governo ameaça colocar em ação outro tanto. A inflação mal se aproximou do máximo tolerável de acordo com os parâmetros oficiais, mesmo assim com taxas de juros extremamente elevadas, e a dívida pública vai chegando a 80% do PIB.

Será difícil afrouxar a política monetária se os estímulos fiscais se amplificarem. Na verdade, era preciso que se reduzissem para que se evite um impasse.

Há forte expectativa de que a taxa Selic comece sua trajetória de queda nas primeiras reuniões do COPOM de 2026. O Boletim FOCUS indica que o ano de 2026 terminará com a Selic em 12%, nível de que não se distanciará muito nos anos a seguir, segundo se espera.

Ainda que a manutenção por "longo período" do atual nível da Selic, como sugere o COPOM, seja necessária e desejável para fazer a inflação convergir para a meta, uma taxa real tão alta por período tão prolongado pode trazer tensões para o sistema bancário e para as finanças das empresas.

> O sistema bancário foi testado em novembro com a intervenção no Banco Master

O sistema já foi testado em novembro com a intervenção no Banco Master. Há muitas recuperações judiciais em andamento, muita inadimplência e muita tensão entre credores e devedores.

A política fiscal não virá em auxílio ao Banco Central em 2026. Na verdade, é de se esperar o exato oposto: é um ano eleitoral e de eleição parelha. O único limitador para os excessos fiscais do governo é o arcabouço.

Embora tenha sido o seu objetivo declarado, o consenso dos especialistas é de que o arcabouço não define uma política fiscal que assegure a estabilidade da relação dívida/PIB em nível seguro.

Entretanto, é o que temos: o arcabouço se tornou a última linha de defesa antes do descontrole fiscal.

O conflito entre a política fiscal e a política monetária ou meta de inflação parece contratado e inevitável.

ECONOMIA

Nada definido

Texto de José Alfaix

Tivemos um 2025 de mudanças abruptas nas expectativas sobre as eleições do ano que vem.

O início deste ano ficou marcado pelo sentimento quase unânime de que a rejeição do governo era terminal. O câmbio estava próximo a R$6,20, os juros futuros perto de 16%, e as projeções para a dívida bruta geral do governo ao final do mandato superavam 80%. Eram sintomas de uma profunda rejeição à postura fiscal do governo, e ao "pacote fiscal" de Fernando Haddad, anunciado em rede nacional ao final de 2024.

Desde janeiro, passado o ápice dos temores fiscais, o real apreciou mais de 16% contra o dólar, cedendo aos atuais R$5,33. O mercado passou a viver certo otimismo decorrente do iminente ciclo de cortes de juros, e o governo recuperou boa parte da popularidade, com Lula favorito à reeleição. Isso sem falar da bolsa, que superou 160k pela primeira vez na história, e registra ganho de 33% no ano.

Tudo isso aconteceu sem que a situação fiscal tivesse sido alterada. Na realidade, a mediana do Focus referente às projeções da dívida pública pouco mudou ao longo do ano.

Como antecipar que a coalizão governista encerraria o ano consideravelmente mais bem posicionada para as eleições, sem ter feito qualquer esforço na direção de um ajuste nas contas públicas? Afinal, se foi justamente o desajuste fiscal que criou os maiores obstáculos para o governo ao longo do mandato, então faria sentido que a melhora do ambiente econômico viesse pela mesma via.

Entretanto, os motivos parecem ser bem outros. Poucos economistas anteciparam que Donald Trump fosse causar danos tão expressivos à credibilidade institucional dos Estados Unidos – e, por consequência, ao dólar – em tão pouco tempo. Não fosse a depreciação generalizada da moeda americana, nossa inflação de comercializáveis, sobretudo alimentos, permaneceria como a maior pedra no sapato do governo.

Não era óbvio que a aposta de Lula em enfrentar as ameaças comerciais de Trump sem muito espalhafato resultaria em um recuo do presidente americano, rendendo uma vitória importante ao governo, sobretudo no plano da comunicação. Tampouco se esperava que a prisão de Bolsonaro pudesse ocorrer em um timing tão oportuno e que o julgamento dos golpistas fosse tão bem recebido pela opinião pública.

Em síntese, ao que tudo indica, os bons ventos têm mais que ver com fatores externos que a ações do governo.

Contudo, na pesquisa mais recente da Atlas Intel já se observa que a avaliação negativa do governo voltou a superar a positiva, e por percentual acima da margem de erro do levantamento. Talvez a boa maré esteja se exaurindo.

Adicionalmente, as relações com o Legislativo não vão bem. O rompimento do presidente da Câmara, Hugo Motta, com Lindbergh Farias, líder do PT na Casa, e a tensão entre presidente do Senado, Davi Alcolumbre, e o líder do governo no Senado, Jacques Wagner, são preocupações que o presidente Lula bem gostaria de não ter.

Sobre as eleições, não há nada definido. Muita coisa pode mudar em 10 meses, como nos ensinou 2025.

RENDA FIXA - CRÉDITO PRIVADO

Apesar das correções fortes, boa performance continua

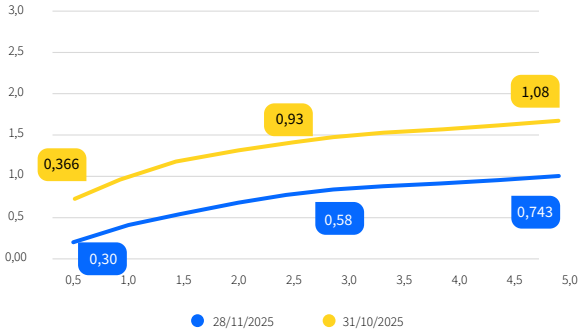
Texto de Evandro Buccini

Mesmo com algumas correções, o mercado de crédito privado teve performance positiva em novembro. Analisando a performance dos ativos, vendo as debêntures atreladas ao CDI, medidas pelo índice de ANBIMA IDA-DI, reparamos uma variação de 1,10% a.m. vs. variação de 1,05% a.m. do CDI em novembro. No acumulado do ano, o IDA-DI apresenta retorno de 14,67% a.a. vs. 12,94% a.a. do CDI. O volume de emissões subiu. Em contrapartida, as captações líquidas foram negativas. Esses fatores podem ser destrinchados da seguinte forma:

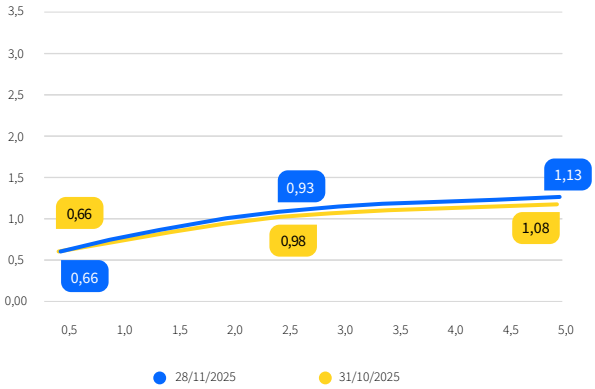
Comportamento dos spreads: ao olharmos os spreads das debêntures corporativas indexadas ao CDI segmentando pela qualidade de crédito, observamos um fechamento nos papéis com rating AAA, enquanto os de rating AA e A ficaram em um patamar similar ao mês anterior.

SPREADS CDI+

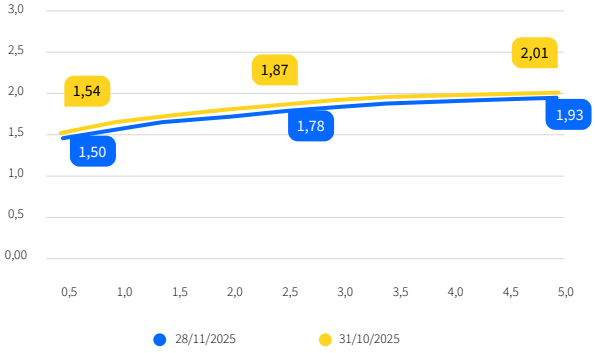
CDI + AAA



CDI + AA

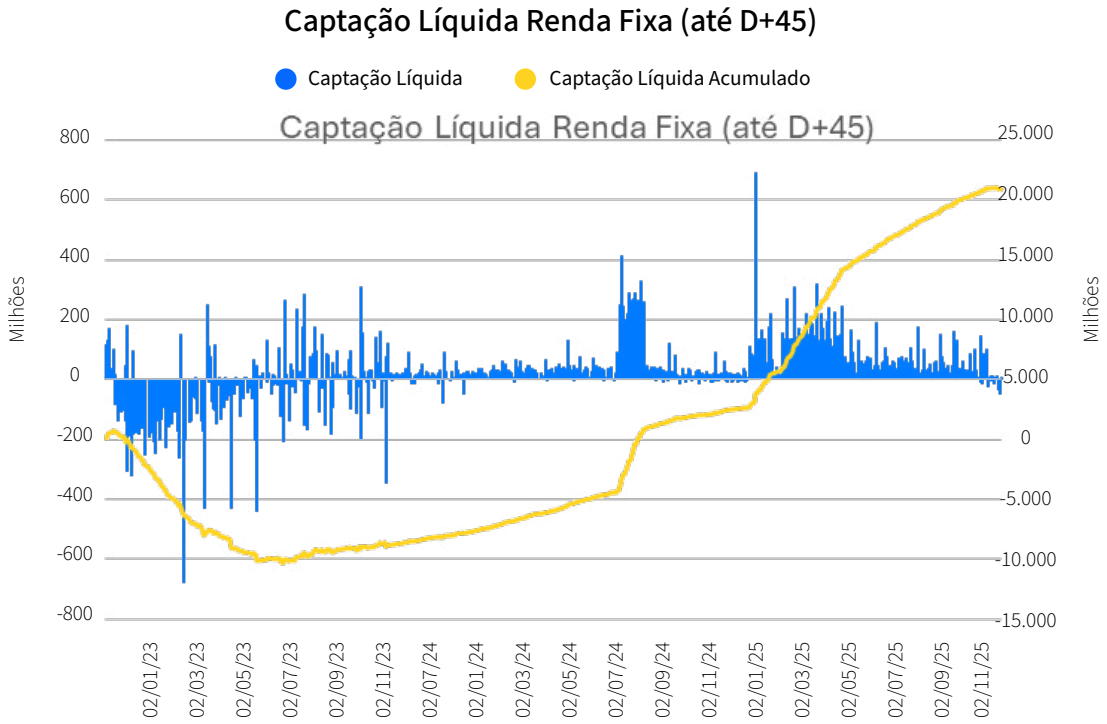


CDI + A



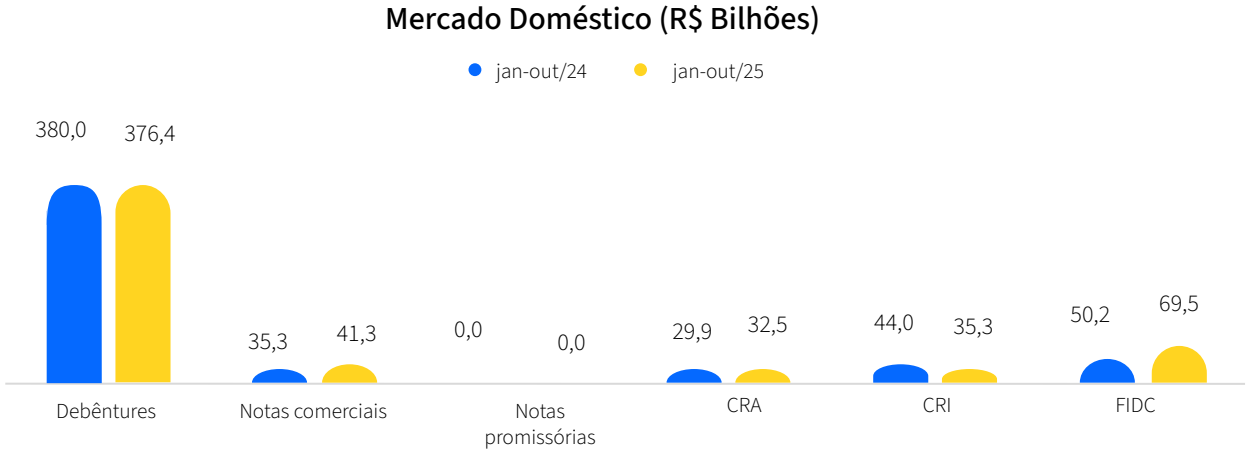
Fonte: ANBIMA

Manutenção de captação líquida positiva: o fluxo de recursos em mais de 40 fundos de crédito privado com resgate até D+45 continua negativo no mês, mas segue positivo no acumulado do ano.



Fonte: Quantum e CVM (*) de 02/01/24 a 29/11/25

Emissões no mercado primário: as emissões primárias no mercado de renda fixa mostram volumes similares aos de 2024, destaque para CRIs, a única classe com volume inferior em relação ao mesmo período do ano anterior. Do outro lado, os FIDCs são o instrumento com maior crescimento de volume, registrando aumento de 38%.



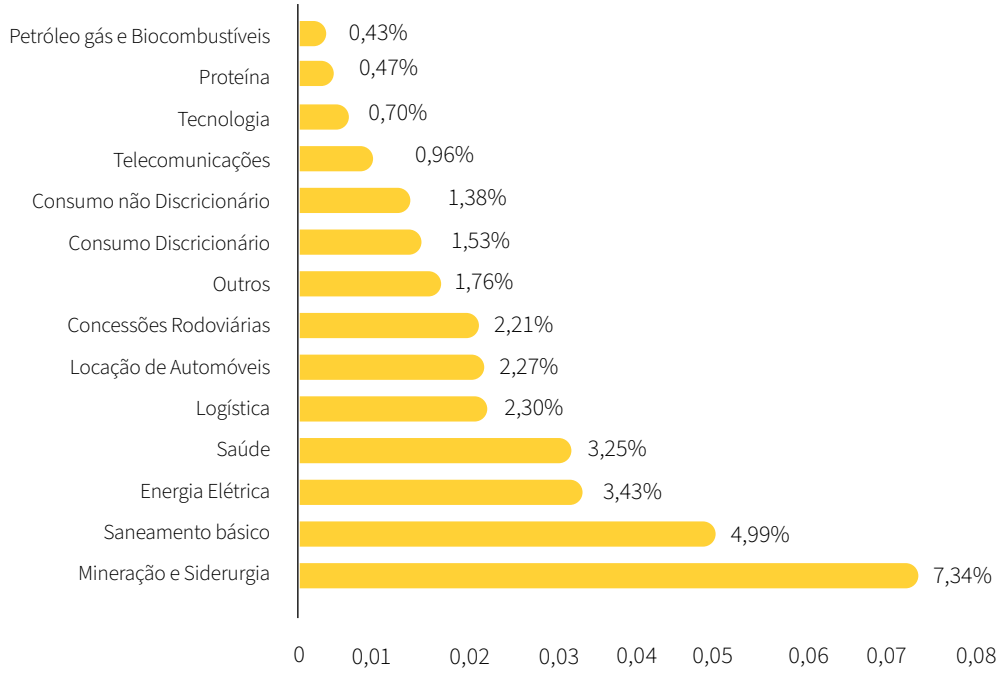
Fonte: Anbima

Rio Bravo Crédito Privado

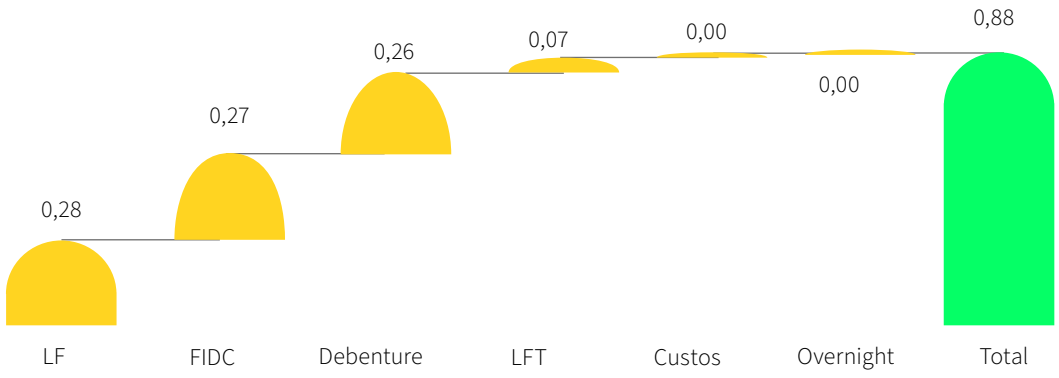
O rendimento do fundo Rio Bravo Crédito Privado foi de 1,13%, o que representa 102,67% do CDI no mês de novembro. Analisando a performance das debêntures, os setores de destaque foram de Mineração e Siderurgia, Saneamento e Energia Elétrica. No book de debêntures, os papéis que se sobressaíram foram: CSN (CSNAA1), Rede D´or (RDORD3) e Brisanet (BRST14).

Já olhando a classe de FIDC e LF, no book de FIDC, FIDC Inlira Consórcio e o FIDC Multiplike chamaram mais atenção no período. Já no book de LF, os papéis de destaque foram do Itaú e do Santander.

Novembro/25 Performance Breakdown por setor (%)



Novembro 25 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Em relação ao nosso portfólio, montamos posições no FIDC Bulla e FIDC Trademax; aumentamos a exposição em Sabesp; e zeramos a posição em Saneago. Seguimos com uma carteira pulverizada e com baixa concentração, sendo o maior emissor com menos de 3,3% da carteira, com uma duration de 2,33 anos e um carrego esperado de CDI +1,1% a.a. A carteira hoje está totalizando 30 emissores em 19 diferentes setores, e uma exposição total a 17 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.

IMOBILIÁRIO

Em São Paulo, lajes corporativas bem localizadas indicam o novo momento do mercado

Texto de Anita Scal e Jaqueline Rodrigues

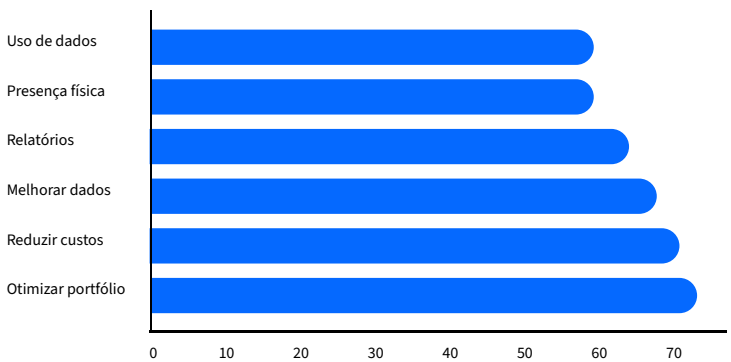
Em 2025, o mercado de lajes corporativas em São Paulo entrou em um dos momentos mais interessantes das últimas décadas, combinando redução gradual da vacância em ativos bem localizados, maior previsibilidade na ocupação e uma mudança estrutural na forma como empresas enxergam seus escritórios. O que antes era tratado como custo fixo passou a ser administrado como alavanca estratégica de produtividade, engajamento e eficiência organizacional. Essa mudança não é pontual — é estrutural — e seus reflexos já são visíveis no mercado paulistano.

A partir de uma ampla pesquisa global com 99 organizações e mais de 70 milhões de metros quadrados corporativos analisados, observa-se com clareza que a prioridade das empresas mudou. Neste ano, o foco deixou de ser apenas reduzir despesas e passou a ser otimizar portfólios imobiliários, utilizando o espaço com mais inteligência, eficiência e flexibilidade. Isso reforça a tese de que os ciclos atuais de baixa vacância em determinados edifícios não são fruto apenas de escassez momentânea, mas resultado direto de uma busca ativa por qualidade estrutural.

Principais objetivos de ocupação em 2025

Essa hierarquização de prioridades ajuda a explicar por que edifícios com alta eficiência operacional e boa localização voltaram a registrar níveis de ocupação elevados. Empresas têm revisado seus portfólios, saindo de imóveis antigos, pouco eficientes ou mal posicionados, e concentrando operações em empreendimentos mais modernos e funcionais. Em São Paulo, esse processo se traduz na valorização dos eixos corporativos mais consolidados e na diferenciação crescente entre ativos de alto padrão e o restante da oferta.

Objetivos Globais de Ocupação (2025)



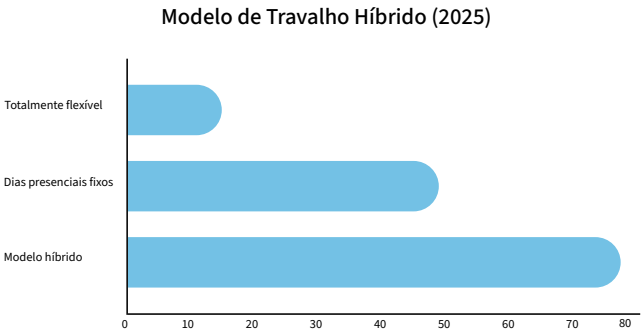
Modelo de trabalho híbrido em 2025

Paralelamente, o mercado vive uma fase de consolidação do modelo híbrido. Após o período de adaptação acelerada durante a pandemia, as empresas agora buscam estabilidade e previsibilidade. A adoção do trabalho híbrido desacelerou não porque perdeu relevância, mas porque atingiu seu estágio de maturidade. A partir de 2025, o que se observa é menos experimentação e mais padronização.

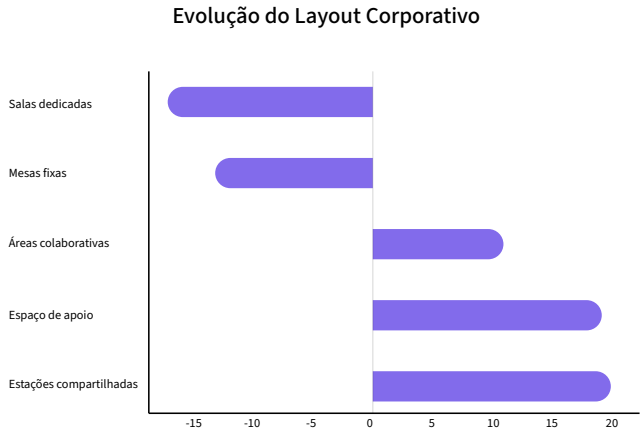
O trabalho híbrido se consolidou e passou a operar em um regime de maior previsibilidade e exigência presencial.

Esse retorno progressivo das equipes ao espaço físico sustenta, em São Paulo, a recuperação gradual da ocupação especialmente em edifícios de alto padrão. Não se trata de um retorno em massa e indiscriminado, mas de um movimento seletivo. Lajes corporativas modernas, com boa infraestrutura e fácil acesso, tornaram-se prioridade na decisão locatícia. Esses ativos, portanto, são os primeiros a capturar o novo ciclo de demanda — e essa dinâmica é visível na queda de vacância da cidade.

Essa reconfiguração da demanda também se expressa fisicamente dentro dos escritórios. O layout tradicional, baseado em mesas fixas e escritórios fechados, cede espaço para modelos mais compartilhados, colaborativos e flexíveis. A mudança não ocorre apenas por estética, mas por eficiência. Mais densidade significa menos área necessária para o mesmo número de funcionários, o que permite maior racionalização do portfólio e redução de custos sem perda operacional.



O desenho dos escritórios também evoluiu, privilegiando layouts mais eficientes e compartilhados.



Nesse contexto, a leitura estratégica para São Paulo é clara. O mercado não atravessa apenas uma recuperação cíclica, mas uma reorganização estrutural. Em um ambiente de maior seletividade por parte dos ocupantes, ativos com baixa vacância tornam-se ainda mais valiosos não apenas como geradores de renda, mas como instrumentos de preservação de capital e liquidez.

Investir hoje em lajes corporativas bem localizadas e com ocupação saudável é posicionar-se em um segmento que já está capturando os benefícios do novo momento do mercado. O escritório não perdeu relevância — ele se profissionalizou. E os ativos que acompanham essa evolução estão no centro das oportunidades mais consistentes do mercado imobiliário corporativo atual.

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 Imobiliário FIC FIM	CDI	IBOV	IMA-B	IFIX	MSCI ACWI
novembro 25	1,13	7,47	0,25	1,88	1,05	6,37	2,04	1,86	-1,05
outubro 25	1,12	1,58	7,62	0,93	1,28	2,26	1,05	0,12	3,44
setembro 25	1,31	4,48	1,61	3,48	1,22	3,40	0,54	3,25	1,43
agosto 25	1,21	7,25	-3,99	1,62	1,16	6,28	0,84	1,16	-0,85
julho 25	1,42	-4,85	10,02	-0,41	1,28	-4,17	-0,79	-1,36	3,97
junho 25	0,88	2,84	-3,36	1,08	1,10	1,33	1,30	0,63	-0,23
maio 25	1,15	3,24	7,45	0,98	1,14	1,45	1,70	1,44	6,41
abril 25	0,99	4,75	-5,67	3,51	1,06	3,69	2,09	3,01	-0,66
março 25	0,99	4,26	-5,90	5,42	0,96	6,08	6,14	1,84	-5,89
fevereiro 25	1,05	-2,63	0,30	4,13	0,99	-2,64	0,50	3,34	-0,38
janeiro 25	1,08	2,25	-3,51	-3,00	1,01	4,86	1,07	-3,07	-2,75
dezembro 24	0,28	-4,70	-2,34	-1,58	0,93	-4,28	-2,62	-0,67	-0,22
Ano	13,03	34,36	1,25	21,13	12,94	32,25	12,82	17,46	2,91
12 meses	13,39	28,97	-0,99	19,47	14,03	27,66	10,02	16,63	4,33
24 meses	27,17	10,77	39,31	16,77	26,40	26,08	13,25	15,69	58,31
36 meses	39,40	25,80	28,91		43,29	46,23	29,90	28,41	61,48
Desde o início	397,38	844,62	42,73	43,83					
PL Atual (R$ mil)	114.364.394,61	6.527.574,51	19.193.965,78	6.744.534,85					
Data de início	14/08/2008	08/09/2004	27/01/2022	19/05/2022					
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,50%	0,30%	0,50%					
Taxa de Performance (a.a.)	-	20% do que exceder o Ibovespa	-	"15% do que exceder o IFIX"					

Números em percentual, exceto quando informado diferente.

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
vanessa.valente@riobravo.com.br

Maisa Oliveira
Gerente Comercial
maisa.oliveira@riobravo.com.br

Ligia Pereira
Analista Comercial
ligia.pereira@riobravo.com.br

Relação com Investidor
ri@riobravo.com.br
11 3509-6500
riobravo.com.br/whatsapp

Isabela Perez
isabela.perez@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.