



CARTA ESTRATÉGIAS

Agosto 2026



riobravo.com.br



Agosto, mês de ... eleição

Texto de Gustavo Franco

A eleição domina todas as conversas. É uma campanha curta, que começou em 16 de agosto, data a partir da qual foram permitidas a propaganda, as *lives* e os debates entre os candidatos. O primeiro debate ocorreu no dia 23, pela TV Bandeirantes, sem os líderes nas pesquisas (Lula e Flávio Bolsonaro) e sem o ex-governador Romeu Zema. Ronaldo Caiado esteve no debate da TV Bandeirantes na eleição de 1989, do alto de seus 39 anos, 37 anos atrás.

“

Tudo parece estacionado à espera do desfecho das eleições, exceto pelo ministro Dario Durigan, que aproveita a oportunidade para avançar sua própria candidatura para permanecer no ministério da Fazenda, caso Lula seja o vencedor

As entrevistas dos candidatos no “Jornal Nacional” tiveram bastante mais ressonância, tanto que nenhum dos candidatos faltou. Até o fim do mês, tudo considerado, inclusive os escândalos, os ponteiros das pesquisas não tinham se alterado, ainda que com várias ameaças.

Tudo parece estacionado à espera do desfecho das eleições, exceto pelo ministro

Dario Durigan, que aproveita a oportunidade para avançar sua própria candidatura para permanecer no ministério da Fazenda, caso Lula seja o vencedor. Para quem parecia destinado a tocar o “feijão com arroz” até o final desta administração, o ministro Durigan achou para si uma função ao “prometer” ajustes nas contas fiscais para depois das eleições, implicitamente admitindo que os exageros fiscais de agora são temporários e diretamente ligados à corrida eleitoral. O presidente da República não desencorajou o seu ministro – cujas ideias tiveram algum impacto positivo em meios empresariais, a despeito de muito ceticismo –, mas lhe recomendou “não prometer muito”.

Na verdade, o próprio Lula pareceu admitir “mais comedimento” a partir de janeiro. Inclusive, o governo enviou o PLOA (Projeto de Lei Orçamentária Anual) 2027 com um superávit primário de R\$ 18 bilhões, um número minúsculo para receitas de R\$ 2,85 trilhões. E mesmo assim, apenas uma promessa.

Em editorial, o jornal “O Estado de S.Paulo” definiu a fala do ministro como a de um “estagiário ambicioso” e recomendou que, nos encontros com as ex-autoridades econômicas que anunciou que iria promover, tratasse da “herança maldita” que seu chefe deixará para seu sucessor sobretudo sob a forma de dívida pública.

Talvez nunca tenha havido tanta preocupação com a dívida pública quanto agora, diante do anúncio de que o valor superou o equivalente a 80% do PIB. A preocupação parece tanto maior quanto maior a indiferença do presidente da República diante do assunto. “A mim não preocupa a dívida pública”, ele afirmou na sua entrevista para o “Jornal Nacional”. E acrescentou: “se tem alguém nesse país que tem responsabilidade fiscal, sou eu.”, a mesma fala da última eleição, quando já havia preocupações com o que aconteceria com a política fiscal, preocupações que se resultaram fundadas.

A maior expressão da inadequação da política fiscal é a taxa de juros unanimemente tida como excessiva e prejudicial à economia, mas admitida como correta tendo em vista a meta para a inflação estabelecida pelo próprio Conselho Monetário Nacional em 3%. Foi o governo quem inventou os 3%, que agora se tornaram um peso.

O Banco Central do Brasil faz o seu papel de buscar os 3%, mesmo desfalcado de dois de seus diretores, cujos mandatos expiraram, e cujos substitutos o presidente da República ainda não designou.

Os mandatos de Diogo Guillen (Política Econômica) e Renato Gomes (Organização do Sistema Financeiro) encerraram-se em 31/12/2025, com as funções sendo tocadas de forma acumulada ou transitória pela diretoria remanescente. O mandato de Ailton Aquino, Diretor de Fiscalização, termina em 31/12/2026. Portanto, três novos nomes para o BCB deverão ser escolhidos, sabatinados e aprovados no primeiro semestre de 2027.

Há um curioso paralelismo entre o BCB e o FED no quesito relativo ao relacionamento com os respectivos presidentes da República. São dois casos de bancos centrais pressionados

pela liderança política para a queda de juros, contrariamente às recomendações técnicas.

Gabriel Galípolo está um tanto mais adiantado no processo, tanto que já conseguiu estabelecer o seu espaço. O presidente Lula não faz mais queixas públicas da política monetária como fez com Roberto Campos Neto, a despeito de certo mal disfarçado mal-estar. Lula, inclusive, teve que fazer declarações públicas de que não considera Gabriel Galípolo “um traidor”, por conta da política monetária que vem praticando. Segundo o presidente, “uma pessoa física não pode ser responsabilizada sozinha pela alta de juros no país”¹.

Kevin Warsh, o escolhido por Trump para substituir Jerome Powell, está buscando o seu espaço e sua autonomia. Talvez este seja o resultado esperado dos comitês que organizou em torno de si para “aprimorar a comunicação” da política monetária. Depois de tudo que Trump fez contra Powell, Warsh, o escolhido, precisa mostrar que está do lado certo da Força.



No Brasil e nos EUA, os bancos centrais seguem pressionados pela liderança política para a queda de juros, contrariamente às recomendações técnicas.

Em seu esperado discurso na Conferência de Jackson Hole, Warsh foi econômico ao afirmar o seu afastamento do que se conhece como *forward guidance*. Talvez mesmo seja a conduta certa para um banco central às voltas com o fenômeno do *crowding out*, ou seja, com pressões pelo lado fiscal. Warsh precisava se mostrar parte daquele grupo.

Na verdade, a pressão política por juros menores alcança também os juros longos, por isso é melhor que o FED fique longe disso. Se o Tesouro quiser tratar dos juros longos com seus

¹ <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/monicabergamo/2026/09/lula-nega-a-banqueiros-ter-chamado-galipolo-de-traidor.shtml>

leilões, que o faça. E a primeira tentativa não foi bem-sucedida e dificilmente se repetirá.

Enquanto isso no Brasil, no dia 5, o COPOM fez outro corte de 25 bps, o quarto em sequência, levando a Selic para 14,00%. Faltam ainda três reuniões em 2026, nada indica que o comitê vá fazer outra coisa. O ano de 2026 deverá fechar com 5,01% segundo o Focus publicado no dia 31/08, mas no começo de 2028 já se espera o IPCA de 3,2%, bem perto do centro da meta. O problema da “desancoragem” ficou mais ou menos resolvido com a extensão do “intervalo de convergência” e certo zelo para não balançar demais o barco.

A eleição segue indefinida, a Terceira Via não parece ameaçar os líderes nas pesquisas, sendo provável que a indefinição siga até o último momento. Ou não. Como saber? Há indícios de que o professor Cury, candidato do Avante, tenha surgido do nada para chegar nos dois dígitos que Caiado, Zema e Renan dizem ser o trampolim mágico para o segundo turno. E no primeiro dia de setembro veio a divulgação das conversas de Alexandre de Moraes com Daniel Vorcaro.

“

**A eleição segue indefinida,
a Terceira Via não parece
ameaçar os líderes nas
pesquisas, sendo provável
que a indefinição siga até o
último momento**

Nesse contexto, o noticiário econômico fica espremido no fundo do jornal, brigando por espaço com os classificados. Taxa das blusinhas, escala 6x1, ajuste fiscal, quem quer saber dessas coisas quando há tantas revelações picantes emanando de Brasília?



Por falar em dívida

Texto de José Alfaix

Nos últimos quatro anos, uma infinidade de artigos de especialistas em contas públicas convergiu, quase sempre, para a mesma tese: o orçamento brasileiro é rígido e indexado, a maior parte das despesas tem caráter constitucional, e é questão de tempo até que o pouco que resta de recursos livres para investimento seja corroído por completo.

Não faltaram, no mesmo período e dos mesmos especialistas, propostas de saída. Desvincular os pisos de saúde e educação, revisar gastos tributários, desindexar benefícios previdenciários do salário mínimo e corrigi-los estritamente pela inflação estão entre as mais citadas.

Com menos frequência, e menor aderência, houve sugestões pela via da arrecadação. A impopularidade desse caminho parece nascer de uma percepção quase unânime: o problema brasileiro não é falta de recursos. Nossa carga tributária é bem superior à média dos emergentes e, ainda assim, mesmo com um crescimento notável da arrecadação, o governo não cumpriu sequer o centro da meta de resultado primário.

Diante da impopularidade dos cortes e da inviabilidade política de novos impostos, consolidou-se a percepção de que nada resta a

fazer além de pequenas manobras, expedientes para adiar o confronto inevitável com a escassez de recursos livres e, no limite, um eventual shutdown da máquina pública.

Só que, ao encarar a estabilização da dívida com merecido ceticismo, esquecemos um precedente nosso. Num período de maior respeito à austeridade fiscal, com uma Lei de Responsabilidade Fiscal ainda robusta, o Brasil sustentou superávits primários próximos a 2% do PIB por quase uma década, até o rumo mudar no governo Dilma.

A experiência histórica mostra, portanto, que equilibrar as contas é possível. E, a menos de quarenta dias das eleições, com o tema da dívida em alta, a pergunta se impõe: os mesmos que desenharam a regra fiscal — e que, em quatro anos de crescimento acima da média histórica e arrecadação recorde, administrada e extraordinária, não cumpriram o centro da meta — serão capazes de entregar os superávits ambiciosos que a estabilização exige?

Com o consumo em nítido processo de desaceleração e as famílias endividadas, repetir a mesma estratégia dos últimos quatro anos promete consequências indesejadas.



Investir em Empresas x Investir em Ações

Texto de Rodrigo Boselli

Às vésperas do **Rio Bravo Radix** completar 13 anos, reafirmamos o princípio que orienta a gestão do fundo: não investimos em ações; investimos em empresas. Quem compra ações costuma esquecer que adquire uma fração de uma companhia e se prende ao preço que pisca verde ou vermelho na tela, reagindo em excesso ao ruído de curto prazo. Nós agimos como quem avalia entrar em um negócio.

Assim como o empresário que analisa o ingresso em uma nova empreitada, nosso processo se inicia pela avaliação do fundamento. Indo além, a análise é *bottom up*: importam mais as questões micro — histórico de crescimento e de geração de valor ao acionista, participação de mercado, particularidades de produtos e serviços, qualidade e alinhamento do management, contingências e o ambiente concorrencial com suas barreiras de entrada — do que o rumo das variáveis macro. O horizonte é longo, como o de um empresário: teses levam trimestres ou anos para amadurecer, e não faz sentido desfazer em poucas semanas uma posição construída após meses de estudo.

Dessa forma, somos pouco sensíveis ao ruído dos resultados trimestrais. No curto prazo, o preço é errático e movido por fluxos de motivação desconhecida. Não raro, a ação cai mesmo após um resultado acima do consenso. No longo prazo, o fundamento prevalece.

O processo para escolher uma empresa para o fundo demanda tempo e é laborioso, o que nos

leva a ter uma carteira mais concentrada que a média dos nossos pares, entre 10 e 15 empresas. Concentração não é sinônimo de risco: somar nomes com os mesmos fatores de risco não protege ninguém e ainda multiplica a chance de erro numa análise. Como lembra Buffett, diversificar é defesa contra a ignorância.

Para mitigar os eventuais erros cometidos ao longo do processo, sempre nos utilizamos de projeções conservadoras para a análise, o que reforça o caráter conservador da nossa maneira de encarar o investimento.

Concluído o estudo do fundamento, o passo seguinte é a análise quantitativa. Nesse sentido, buscamos margem de segurança, ou seja, empresas cujos preços sejam substancialmente inferiores ao valor intrínseco. Entendemos que nossa missão número um enquanto gestores de investimento é proteger o patrimônio do cotista; evitar quedas acentuadas é o que compõe capital a taxas atraentes ao longo do tempo.

Preço baixo, porém, não basta: é preciso uma tese de investimento que faça o mercado caminhar até o valor justo, sob pena de cair em *value traps*. Preferimos as teses sem reviravoltas — companhias que evoluem de forma consistente, ainda negligenciadas, até que a melhora se torne evidente e atraia o investidor pró-cíclico. A volatilidade não entra na decisão; vemos nela apenas a fonte das distorções entre preço e valor que criam oportunidades. Daí nossa natureza *contrarian*:

compramos quando o ceticismo derruba o preço e vendemos quando o otimismo o encarece.

O processo é cíclico e contínuo: análise, decisão em comitê, acompanhamento e revisão. Enquanto o investidor de ações tenta adivinhar quais preços subirão, buscamos casos cuja chance de perda de capital seja mínima, o que, no longo prazo, se traduz em retorno acima da média. Se a regulação permitisse, gostaríamos mesmo de nos chamar **Rio Bravo Radix — Fundo que Investe em Empresas.**



Abertura de spreads e oportunidades no mercado de crédito privado

Texto de Evandro Buccini

Em agosto de 2026, o cenário internacional continuou sendo influenciado por fatores geopolíticos e de política monetária. No campo geopolítico, o conflito entre Estados Unidos e Irã permaneceu sem uma solução definitiva, mantendo os preços do petróleo em patamares elevados. Nos Estados Unidos, apesar da divulgação de indicadores mais benignos de inflação e mercado de trabalho, o tom mais hawkish adotado pelo presidente do Federal Reserve, Kevin Warsh, durante o simpósio de Jackson Hole reforçou a expectativa de elevação dos juros na reunião de setembro.

Nos mercados acionários, o destaque permaneceu com o setor de tecnologia, impulsionado pelos avanços em inteligência artificial e pelos resultados e projeções acima das expectativas divulgados pela NVIDIA. No Brasil, o início da campanha eleitoral e as dúvidas em relação à trajetória da dívida pública contribuíram para um ambiente de maior cautela na primeira metade do mês. Nas últimas semanas, contudo, os ativos domésticos se recuperaram, beneficiados por mudanças nas expectativas para a eleição presidencial e pela reversão do fluxo de investidores estrangeiros. Na política monetária, a divulgação do IPCA-15 de -0,40% reforçou a percepção de desaceleração inflacionária e sustentou a expectativa de um

novo corte de 25 pontos-base na taxa Selic, para 13,75%, na reunião de setembro.

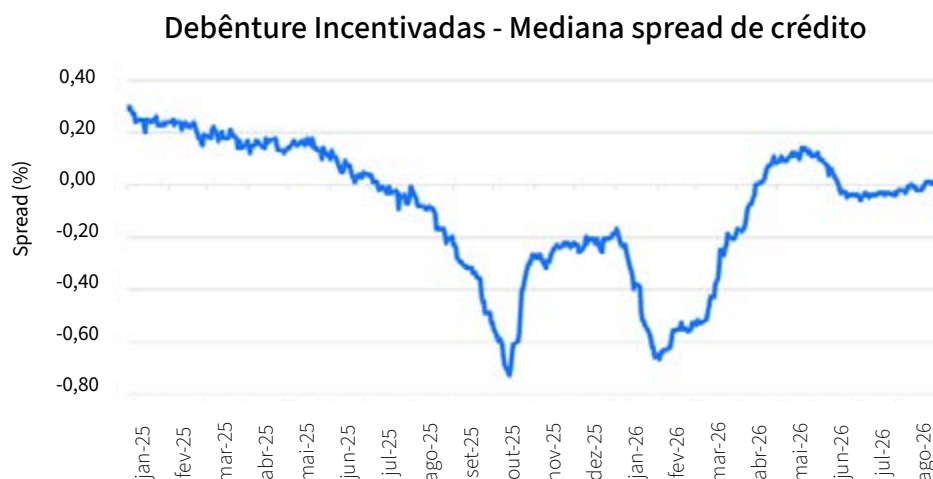
Nesse contexto, o S&P 500 avançou 2,60% e o Nasdaq registrou alta de 3,93%, enquanto o Ibovespa recuou 0,33% no período. No mercado de câmbio, o dólar valorizou-se 2,16% frente ao real, encerrando o mês cotado a R\$ 5,18. Na renda fixa, observou-se comportamento misto da curva de juros: a taxa prefixada de cinco anos avançou 8 pontos-base, para 14,71%, enquanto a NTN-B de mesmo vértice apresentou fechamento de 15 pontos-base, encerrando o período em 8,15%.

No mercado de crédito privado, mesmo diante de eventos relevantes, como os pedidos de recuperação judicial das Casas Bahia e da Marabraz, além da recuperação extrajudicial da Braskem, os spreads das debêntures não incentivadas permaneceram praticamente estáveis. A mediana dos spreads encerrou o mês em DI + 0,97% (Fonte: Credit Guide). O segmento também seguiu beneficiado pelo forte fluxo para a classe, com os fundos de crédito não isentos registrando captação líquida de aproximadamente R\$ 26 bilhões no período.

Já o mercado de debêntures incentivadas apresentou leve abertura da mediana dos *spreads* de crédito, de 3 pontos-base no mês, encerrando agosto em NTN-B + 0,01% (Fonte:

Credit Guide). Após três meses consecutivos de resgates nos fundos de investimentos isentos, agosto marcou uma reversão dessa tendência, com captação líquida de aproximadamente R\$ 7 bilhões no período.

Apesar disso, avaliamos que o nível atual de spreads já reabre oportunidades atrativas no segmento incentivado, o que pode sustentar uma recuperação gradual de rentabilidade e captação ao longo dos próximos meses.



Fonte: Credit Guide

Entendemos que os níveis atuais de preços voltam a oferecer oportunidades atrativas no mercado de ativos incentivados. Nesse contexto, acreditamos que a combinação de *spreads* mais elevados e fundamentos corporativos resilientes pode favorecer uma recuperação gradual da rentabilidade dos ativos e da captação dos fundos de infraestrutura nos próximos meses.



Texto de Anita Scal e Jaqueline Rodrigues

Nas últimas semanas, um tema aparentemente distante do universo dos fundos imobiliários ganhou espaço no debate público: a regulação das plataformas de locação de curta temporada, como o Airbnb.

À primeira vista, trata-se de uma discussão restrita ao setor de turismo. No entanto, a crescente intervenção de governos e reguladores ao redor do mundo revela algo mais profundo. O que está em debate não é apenas uma plataforma digital, mas a forma como as cidades pretendem administrar um recurso cada vez mais escasso: o espaço urbano.

À medida que imóveis residenciais passam a ser utilizados como ativos de hospedagem, surgem questionamentos sobre os impactos dessa transformação na oferta de moradia, nos preços dos aluguéis, na convivência entre moradores e visitantes e na própria capacidade de planejamento das cidades. Esse é o motivo pelo qual centros urbanos como Nova York, Paris e Barcelona, além de cidades brasileiras, vêm discutindo mecanismos de regulação para o setor.

O tema chama atenção porque evidencia uma característica fundamental do mercado

imobiliário: diferentemente de outros ativos, os imóveis estão inseridos em um ambiente urbano complexo, onde interesses econômicos, sociais e regulatórios coexistem. Quando uma inovação altera significativamente a forma de utilização dos imóveis, a resposta regulatória tende a surgir como tentativa de reequilibrar esses interesses.

A discussão atual não está centrada em proibir as locações de curta temporada, mas sim em definir regras que tragam maior transparência e previsibilidade para o mercado. Entre os instrumentos mais debatidos estão cadastros obrigatórios, compartilhamento de dados com autoridades públicas, limitações por região, regulamentações condominiais e mecanismos tributários específicos.

Essa tendência nos parece particularmente relevante porque reforça uma transformação mais ampla observada no mercado imobiliário global: a crescente influência do poder público sobre a forma como os ativos são utilizados. Se durante décadas a principal preocupação dos investidores esteve concentrada em localização, renda e liquidez, cada vez mais ganham importância aspectos relacionados à regulação, ao planejamento urbano e às políticas públicas.

Para investidores imobiliários, a principal lição talvez seja a de que mudanças estruturais nem sempre surgem da economia ou dos mercados financeiros. Muitas vezes, elas emergem das cidades. A evolução dos padrões de mobilidade, dos hábitos de consumo, das formas de trabalho e, agora, dos modelos de hospedagem acaba influenciando diretamente o valor dos ativos imobiliários e as oportunidades de investimento de longo prazo.

Nesse contexto, acreditamos que a capacidade de compreender tendências urbanas e antecipar mudanças regulatórias será um diferencial cada vez mais relevante na gestão imobiliária. Mais do que acompanhar o comportamento dos mercados, será necessário acompanhar também a evolução das cidades.

Afinal, o debate sobre o Airbnb não é apenas sobre hospedagem. É sobre quem ocupa os espaços urbanos, como eles são utilizados e quais regras irão definir o futuro das cidades. E, em última instância, o futuro do mercado imobiliário está intimamente ligado às respostas para essas perguntas.



Sobre a Rio Bravo

Somos uma gestora de investimentos independente focada em ativos reais com atuação em imóveis, crédito, ações e multiestratégia.

Fundada por Paulo Bilyk e Gustavo Franco, há 26 anos somos investidores fundamentalistas de longo prazo.

Gerimos R\$ 13,2 bilhões de recursos no Brasil para investidores de todos os tamanhos, individuais e institucionais, domésticos e internacionais.

**S&P Global
Ratings**

Classificação
'AMP-2' (Forte)

ESTRATÉGIAS

- Imobiliário
- Crédito
- Ações e multiestratégia

SERVIÇOS

- Estruturação de crédito
- Serviços fiduciários
- Carteira administrada tokenizada

SOLUÇÕES

- Soluções de investimentos para clientes institucionais



RIO BRAVO

Paulo Bilyk
Chief Executive Officer
Chief Investment Officer

Gustavo Franco
Senior Advisor

Evandro Buccini
Diretor de Crédito

Anita Scal
Diretora de Investimentos Imobiliários

Vanessa Faleiros
Chief Operating Officer
Diretora Jurídico e Compliance

Comercial
comercial@riobravo.com.br

Maisa Oliveira
Gerente Comercial

Luiz Carpegiani
Gerente Comercial

Ligia Pereira
Analista Comercial

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

Isabela Perez
Gerente de RI, Mkt & Comunicação

Suze Souto
Coordenadora de RI

Ouvidoria
0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expressos 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.