

CARTA DO GESTOR – 3T 2025

BOCOM BBM Asset

São Paulo, Setembro / 2025

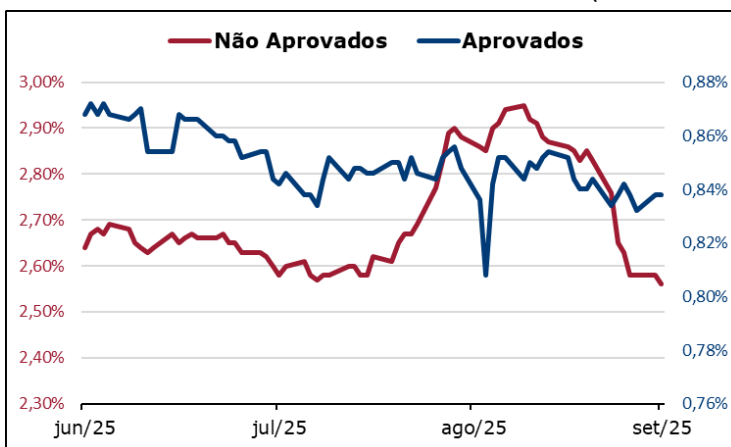
Mercado de Crédito

CDI

As debêntures indexadas ao CDI seguiram a tendência de queda nos spreads observada desde o início de 2025. Entretanto, verificamos um comportamento distinto entre os spreads de créditos aprovados e não aprovados, conforme ilustrado na figura abaixo.

Os créditos aprovados iniciaram o trimestre negociados, em média, a **CDI + 0,87%**, encerrando setembro em **CDI + 0,84%**. Essa continuidade no fechamento reflete o fluxo de captação ainda bastante positivo para fundos de renda fixa, impulsionado pela boa performance da classe e pela oferta primária em volumes e preços compatíveis com o mercado secundário.

Por outro lado, os créditos não aprovados, embora tenham fechado no trimestre (de **CDI + 2,64%** para **CDI + 2,56%**), apresentaram forte volatilidade ao longo do período. Esse movimento foi motivado principalmente pela reprecificação dos papéis da **Cosan**, decorrente da elevada estrutura de capital do grupo, e curiosamente, os fatores que levaram à abertura também contribuíram para o fechamento: em **21/09**, a Cosan anunciou um aporte de capital de **R\$ 10 bilhões**, liderado pelo BTG e pela Pefin, eliminando o problema de alavancagem.



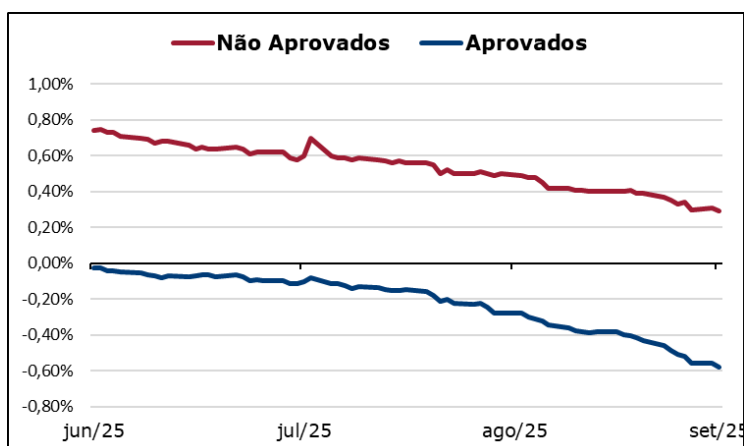
Nossa visão: apesar do fechamento dos spreads na classe, entendemos que as debêntures ainda precificam de forma inadequada os riscos de crédito das empresas brasileiras. Uma eventual redução na captação dos fundos ou novos eventos de crédito pode provocar correções nos spreads. Contudo, acreditamos que essa correção será limitada pela atual liquidez dos fundos, que mantêm posição relevante em caixa e LFs, tornando-se potenciais compradores de crédito corporativo no ajuste. No momento, preferimos alocações de prazo curto, para mitigar o impacto de abertura de spreads, e papéis com cláusula de recompra, que têm oferecido carregos mais atrativos.

Infraestrutura

No mercado de infraestrutura, os spreads também acompanharam o movimento de compressão, especialmente acelerado em setembro, encerrando o trimestre em B+0,29% e B-0,58% (respectivamente para créditos não aprovados e aprovados).

Esse movimento foi impulsionado principalmente pela forte captação dos Fundos Incentivados e pela maturação do período de enquadramento das carteiras. Diferentemente dos fundos não incentivados, que podem reduzir a exposição a crédito corporativo aumentando a alocação em caixa e ativos bancários, os fundos de infraestrutura precisam manter **67% alocados em debêntures 12.431 em até 6 meses e 85% após 2 anos.**

Apesar da expressiva captação dos fundos de infraestrutura (em 2025 mapeamos cerca de **R\$ 90 bilhões** de entradas), acreditamos que o nível atual de spreads é



insustentável. Hoje, a média das debêntures negocia próxima de zero de spread, e considerando os custos dos fundos, é provável que alguns comecem a performar abaixo do CDI. Quando os investidores perceberem esses rendimentos, vemos dois cenários possíveis:

1. **Novo Normal de retornos isentos abaixo do CDI**, mas ainda superiores à renda fixa bancária, focando apenas nos níveis de breakeven com o corporativo tributado;
2. **Investidor reequilibrar o portfólio**, reduzindo a demanda compradora.

Nos fundos, temos carregado o mínimo necessário de debêntures 12.431 para manter o enquadramento, aguardando um ajuste que deve ocorrer ao longo de 2025. Esse ajuste pode ser acelerado por um pipeline de primário com taxas agressivas e demanda marginalmente menor, especialmente após a não aprovação da MP 1303.

Evento subsequente: no momento da publicação desta carta, os spreads de infraestrutura já iniciaram movimento de abertura. Abordaremos esses efeitos com mais detalhes na carta do 4º trimestre.

Offshore

No mercado de bonds, temos realizado apenas alocações pontuais, restritas a operações táticas e de curto prazo. Não identificamos, nessa classe, um carregamento atrativo para estratégias de longo prazo.

O mercado de **Brazilian Corporate Bonds** vem apresentando redução consistente ao longo dos anos: em 2014, o volume era de **USD 178 bilhões**, enquanto atualmente está abaixo de **USD 110 bilhões**. Com a demanda crescente de fundos dedicados a investimentos em mercados emergentes, os spreads das empresas de alta qualidade que emitem no mercado offshore permanecem bastante comprimidos, oferecendo pouco diferencial em relação às alocações no mercado local.

Agronegócio

Grãos

Observamos um cenário desafiador enfrentado pelos players nos últimos ciclos. Após um período de euforia nas safras 21/22 e 22/23, impulsionado por preços elevados de commodities, produtores se alavancaram e realizaram investimentos significativos. Contudo, a queda abrupta dos preços a partir da safra 22/23, seguida por uma quebra de cerca de 20% na safra 23/24, pressionou a estrutura de capital e a alavancagem desses grupos.

A safra 24/25 trouxe algum alívio com produtividades elevadas, porém, ao normalizarmos a produtividade para a safra 25/26, podemos ter um cenário desafiador, com geração de caixa inferior à safra anterior e grupos ainda bastante alavancados. As chuvas das próximas semanas serão cruciais para definir a tendência de produtividade da safra 25/26.

Sucroalcooleiro

As Debêntures de Infraestrutura tiveram excelente performance no trimestre, sendo um componente relevante do PnL nos fundos. Esse fechamento está mais relacionado a movimentos macro do mercado de infraestrutura do que a fundamentos micro do setor de açúcar e álcool.

Os preços do açúcar estão nas mínimas dos últimos 6 anos, chegando a 14 ct/lb. Essa queda, decorrente de surpresas climáticas no Brasil e principalmente na Índia, torna boa parte dos produtores globais inviáveis, indicando possível recuperação. Apesar disso, para as próximas safras, a perspectiva é de preços bem abaixo dos níveis recentes.

O ponto positivo é que os balanços das empresas estão mais líquidos do que no último ciclo de baixa, com grupos mantendo caixa robusto, dívidas longas e baixo spread.

Cenário Macro

Cenário Internacional e Impactos no Brasil

Guerra Comercial e Tarifas: A imposição de tarifas comerciais pelos EUA atingiu níveis recordes, com efeitos ainda incipientes sobre a inflação e atividade americana. Embora alguns bens importados tenham registrado aumentos de preços, outros surpreenderam com estabilidade ou queda. O setor de serviços ajudou a conter a inflação, mas há expectativa de que os efeitos estagflacionários se tornem mais evidentes nos próximos meses.

Oportunidades para o Brasil: O Brasil se beneficia de tarifas efetivas menores sobre seus produtos exportados, o que pode ampliar sua participação no mercado americano e suprir demandas de parceiros comerciais dos EUA, como a China. O ambiente internacional, marcado por incertezas e busca de diversificação, abre espaço para atração de capital estrangeiro ao Brasil.

Economia Brasileira: Crescimento, Inflação e Desafios

Crescimento do PIB: O Brasil mantém resiliência, com crescimento acima de 2% esperado para 2025, impulsionado pelo setor de commodities e desaceleração gradual dos setores cíclicos. No entanto, dados do segundo trimestre mostram desaceleração, com o PIB passando de alta de 1,3% para 0,4% e queda na absorção doméstica, indicando perda de dinamismo da demanda.

Inflação: As perspectivas para a inflação melhoraram, com leituras do IPCA abaixo do esperado e apreciação cambial. Bens comercializáveis apresentam desinflação, enquanto serviços ligados à renda das famílias seguem pressionados. A inflação americana converge para a meta, mas pode ser impactada pelas tarifas nos próximos meses.

Mercado de Trabalho: O mercado de trabalho brasileiro sustenta o consumo de serviços, com crescimento da população ocupada e ganhos reais de salários. Porém, há sinais de moderação na criação de vagas formais. Nos EUA, o mercado de trabalho mostra volatilidade e desaceleração, com criação de empregos abaixo do período pré-pandemia.

Riscos Fiscais e Contas Externas

Contas Públicas: O Brasil enfrenta desafios na sustentabilidade das contas públicas, com necessidade de reformas estruturais. O déficit em conta corrente aumentou, refletindo maior saída de capital doméstico e consumo de serviços digitais. A dívida bruta do governo segue trajetória de alta, exigindo atenção no cenário eleitoral de 2026.

Atração de Investimentos: Os elevados juros nominais e reais tornam o Brasil atrativo para investidores internacionais, especialmente em comparação com outros países. O país também se destaca por estar isolado dos grandes conflitos geopolíticos.

Projeções Econômicas (2025)

- PIB: Crescimento projetado entre 2,0% e 2,3%.
- Inflação: Entre 4,7% e 5,1%.
- Taxa Selic: Entre 14,5% e 15,0%.

- Desemprego: Em torno de 6,5% a 6,8%.
- Saldo em Conta Corrente: Déficit próximo a -3% do PIB.
- Dívida Bruta do Governo: Em torno de 80% a 85% do PIB.

Conclusão:

O Brasil atravessa um momento de resiliência econômica, mas com sinais de desaceleração e desafios estruturais. O ambiente internacional oferece oportunidades, mas também riscos, especialmente diante da guerra comercial e das incertezas fiscais. O cenário exige atenção à dinâmica da inflação, mercado de trabalho e contas externas, além de reformas para garantir sustentabilidade no médio prazo.

Resumo de Rentabilidade

	3T25	2025	12M	24M	36M	48M	Início
Cash	3,69%	10,30%	12,87%	25,50%	-	-	35,32%
%CDI	100%	100%	100%	103%	-	-	105%
Cash Enhanced	3,83%	10,75%	13,31%	27,04%	-	-	37,20%
%CDI	103%	104%	103%	109%	-	-	111%
Corp Credit	3,94%	11,05%	13,36%	27,67%	44,76%	63,26%	80,54%
CDI+ a.a.	0,87%	0,84%	0,43%	1,18%	0,91%	1,02%	1,39%
Corp Credit Plus	4,08%	11,35%	13,71%	27,96%	45,94%	65,48%	89,20%
CDI+ a.a.	1,39%	1,22%	0,76%	1,30%	1,20%	1,38%	2,22%
Infra	4,09%	11,31%	11,57%	-	-	-	15,95%
IMA-B 5	2,14%	8,31%	8,81%	-	-	-	12,21%
Infra CDI	3,97%	-	-	-	-	-	7,02%
CDI+ a.a.	0,97%	-	-	-	-	-	0,28%
FIAGRO I (Sênior)	4,38%	12,41%	15,60%	-	-	-	18,11%
CDI+ a.a.	2,50%	2,50%	2,50%	-	-	-	2,50%
FIAGRO I (Sub)	6,61%	38,49%	-	-	-	-	29,96%
CDI+ a.a.	11,13%	35,59%	-	-	-	-	14,34%
FIAGRO II (Sênior)	4,38%	-	-	-	-	-	4,38%
CDI+ a.a.	2,50%	-	-	-	-	-	2,50%
FIAGRO II (Sub)	12,31%	-	-	-	-	-	12,31%
CDI+ a.a.	35,58%	-	-	-	-	-	35,58%