

CARTA DO GESTOR – 4T 2025

BOCOM BBM Asset

São Paulo, janeiro / 2026

Mercado de Crédito

CDI

O mercado de crédito privado institucional (emissões indexadas ao CDI, não isentas) apresentou relativa estabilidade ao longo do 4º trimestre de 2025. Os créditos líquidos que aprovamos iniciaram o trimestre negociados a CDI+0,82% e encerraram o semestre em CDI+0,89%. Apesar dessa abertura, a seleção de ativos via comitê mostrou-se defensiva, já que os 7 bps de abertura foram muito inferiores aos 63 bps observados nos nomes não aprovados (CDI+2,67% vs CDI+2,04%).

Do ponto de vista de captação, o ano foi positivo para os fundos da indústria de crédito privado, com captação líquida de R\$ 19 bilhões. No 4º trimestre, no entanto, observamos uma reversão desse movimento positivo, com os mesmos sofrendo resgates de R\$ 24 bilhões.

A análise conjunta desses dados permite algumas inferências sobre o comportamento dos gestores. É esperado que, em momentos de resgate, os spreads se abram. Contudo, mesmo diante dos R\$ 24 bilhões em resgates no 4º trimestre, os nomes aprovados tiveram uma abertura modesta, sem impacto relevante na performance da maioria das carteiras. As explicações que vemos para isso são: (i) as carteiras estavam bastante líquidas, com posições elevadas de caixa e/ou *duration* muito curta, o que dispensou a necessidade de vendas relevantes de ativos para acomodar os resgates; (ii) as maiores movimentações de spread ocorreram em nomes não aprovados, indicando que muitos gestores aproveitaram os resgates para migrar para ativos de crédito mais seguros, visando atravessar o ano de 2026.

Figura 1 - Comparação de Spreads: CDI+

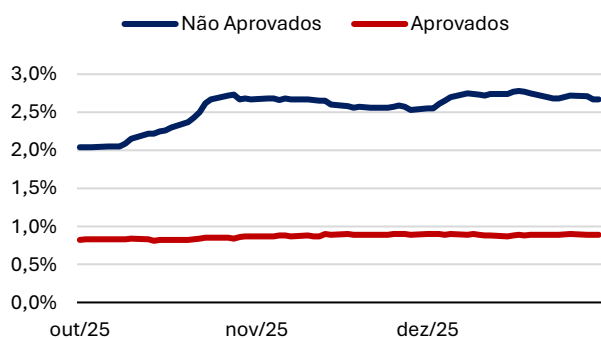
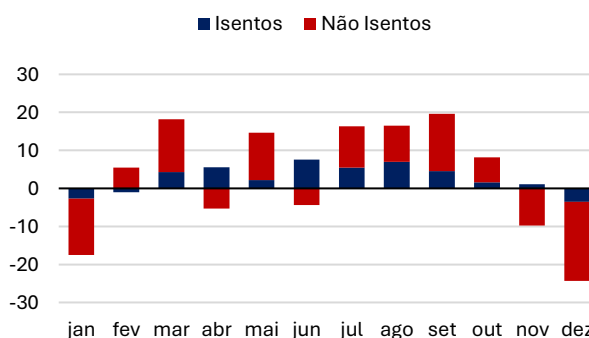


Figura 2 – Evolução da Captação (R\$ Bi)



Infraestrutura

O mercado de infraestrutura foi destaque em captação em 2025, impulsionado pela migração para estruturas fiscais mais eficientes após o fim do diferimento em fundos exclusivos e pelo nível atual de juro real que favorece a classe.

Apesar disso, o 4º trimestre foi marcado por alta volatilidade, especialmente pela abertura de *spreads* em novembro. Novamente, a análise de crédito defensiva se mostrou eficaz: os créditos aprovados tiveram abertura de spread de 28 bps (B-0,58% vs B-0,29%), enquanto os não aprovados abriram 55 bps (B+0,27% vs B+0,82%).

Para 2026, a necessidade de enquadramento das carteiras deve gerar pressão compradora em ativos 12.431, visando a alocação de 67% das carteiras em debêntures de infraestrutura. Do lado da oferta, muitas empresas anteciparam suas captações em 2025, aproveitando o bom momento dos *spreads* e evitando a volatilidade eleitoral, o que reduz a probabilidade de surpresas no volume de emissões. Assim, 2026 tende a ser um ano modestamente positivo para os *spreads* de infra, com demanda resiliente e oferta controlada, mas sem grandes movimentos, já que o piso de *spreads* parece ter sido atingido em setembro.

Diante do baixo carregamento das debêntures de infra e da baixa perspectiva de ganho de capital com fechamento de taxa, mantemos a exposição dos fundos próxima ao mínimo regulatório, com controle de *duration*, estratégia que se mostrou eficiente frente à abertura de *spreads*.

Figura 3 – Comparação de Spreads: NTN-B +

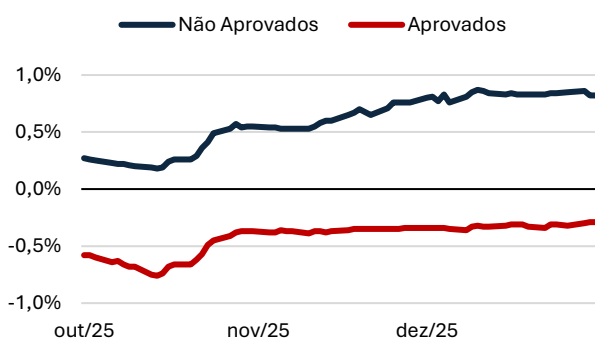
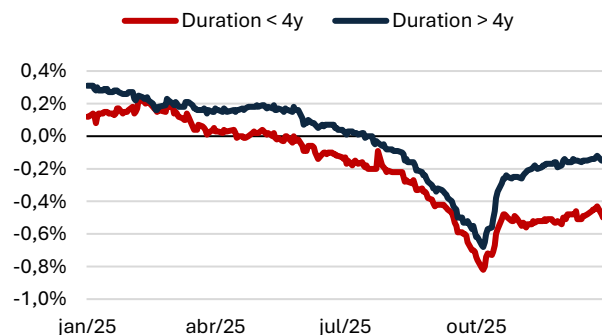


Figura 4 – Comparação de Spreads: Inclinação da Curva



Agronegócio

Grãos

Soja: A safra 2024/25 apresentou forte recuperação devido ao regime de chuvas regular e bem distribuído, garantindo produtividades elevadas e uma melhora significativa na rentabilidade em comparação à safra 2023/24, que sofreu intensa quebra. Contudo, muitos produtores continuaram enfrentando dificuldades de liquidez por causa da alta alavancagem, custos financeiros elevados e menor oferta de crédito, levando à necessidade de renegociações. Para a safra 2025/26, apesar do atraso inicial das chuvas no Centro-Oeste e no MATOPIBA, a recomposição das precipitações durante a germinação estabilizou as expectativas de produtividade, embora a combinação de preços estáveis e normalização dos prêmios de exportação pressione a rentabilidade para níveis inferiores aos da safra anterior.

Milho: A produção nacional, concentrada na segunda safra, ainda carece de dados consolidados, mas o atraso no plantio da soja tende a comprimir a janela ideal do milho, aumentando o risco de redução da área plantada ou queda de produtividade. Modelagens atuais sugerem menor oferta

local influenciada por fatores climáticos. Apesar disso, o cenário de preços globais permanece estável devido ao equilíbrio entre oferta e demanda, enquanto no mercado interno há casos de preços superiores aos internacionais, impulsionados pelo prêmio logístico e pela demanda consistente das regiões produtoras de etanol de milho.

Algodão: No algodão, produtores seguem duas estratégias principais: o plantio de algodão safra, que avança de forma adequada graças às boas chuvas na fase de germinação, e o sistema soja safra seguida de algodão safrinha, que enfrenta incertezas devido ao atraso do plantio da soja, podendo comprometer a janela ideal da safrinha, especialmente até a primeira quinzena de fevereiro. Embora a safra pareça promissora, há riscos relevantes, incluindo a queda de cerca de 10% nos preços da pluma diante dos altos estoques globais e da competitividade do algodão sintético, favorecido pelos preços do petróleo. Além disso, a demanda por algodão é mais sensível ao consumo discricionário, podendo ser afetada pelo ambiente global de juros elevados.

Sucroalcooleiro

Cana de Açúcar: A produção brasileira de cana é estimada em 668 milhões de toneladas, em linha com a produção da safra 24/25, porém com uma mudança relevante de mix: 52% da cana foi destinada à produção de açúcar (versus 48% na safra anterior). Esse aumento de mix é fruto da conclusão da expansão das fábricas de açúcar, que investiram na entressafra passada para aproveitar a melhor rentabilidade que o açúcar tinha frente ao etanol. O problema desse aumento de produção de açúcar é ter vindo acompanhado de um excesso de oferta da Índia, o que fez com que os preços caíssem aproximadamente 20% durante o ano de 2025. Esse impacto é atenuado pelas políticas de fixação da maioria das usinas, mas o nível atual preocupa bastante em relação às próximas safras. O etanol também não se mostra animador se a matéria prima da produção for cana, uma vez que os preços atuais estão bem próximos do custo de *breakeven*.

Milho: As indústrias de etanol de milho, por sua vez, seguem tendo rentabilidades relevantes nos preços atuais de milho e etanol e seguem investindo na criação de novas fábricas. A capacidade atual de produção de etanol de milho é de 10,2Mm m³ (frente a 8,2Mm m³ em dezembro/2024). Em suma, seguimos bastante animados com o etanol de milho nos preços atuais, e estamos bem cautelosos com o cenário para as usinas de cana-de-açúcar, que nos preços atuais geram pouco caixa. A boa notícia para o setor é que, diferentemente das últimas crises, muitos grupos fizeram um bom trabalho de ALM com o alongamento e barateamento de suas dívidas, tendo uma posição relevante de liquidez para atravessar esse período mais turbulento.

Cenário Macro

O segundo semestre de 2025 foi marcado por sinais claros de desaceleração da economia brasileira, após um período de crescimento acima do esperado e inflação persistentemente elevada. O forte aperto monetário, com a Selic atingindo 15%, começou a produzir efeitos mais evidentes: o PIB desacelerou, setores dependentes de crédito (indústria e construção) recuaram

e o mercado de trabalho mostrou inflexão, com queda na ocupação e moderação dos salários reais.

Apesar do alívio nos preços de bens comercializáveis, serviços ligados à renda das famílias mantiveram pressão inflacionária. As expectativas de inflação seguem desancoradas, exigindo cautela do Banco Central quanto ao início do ciclo de cortes de juros, que deve ocorrer de forma gradual a partir de 2026, condicionado à evolução fiscal e ao cenário eleitoral.

As contas externas brasileiras deterioraram-se, com aumento estrutural do déficit em conta corrente, impulsionado pela digitalização e maior demanda por serviços externos. A dívida pública encerrou o ano em torno de 80% do PIB, e o cumprimento da meta fiscal depende de reformas estruturais e da disposição do novo governo em conter a expansão fiscal.

No âmbito internacional, o otimismo com a economia americana foi sustentado por acordos comerciais mais brandos e investimentos em tecnologia, embora a criação de empregos desacelere, especialmente entre jovens e setores expostos à inteligência artificial. O ciclo de cortes de juros nos EUA trouxe volatilidade cambial e limita o espaço para cortes mais amplos da Selic no Brasil.

Para 2026, projetamos um crescimento do PIB de 1,7%, inflação em 4% e Selic em 12,5%. O cenário para 2027 dependerá da condução das reformas fiscais: um ajuste crível pode viabilizar juros mais baixos e crescimento sustentado; a ausência de reformas pode trazer dominância fiscal e depreciar o câmbio.

Resumo de Rentabilidade

	2025	4T25	12M	24M	36M	Início
Cash	14,1%	3,4%	14,1%	-	-	40,3%
%CDI	99,6%	100,0%	99,6%	-	-	104,0%
Cash Enhanced	14,3%	3,4%	14,3%	-	-	40,9%
%CDI	100,0%	99,0%	100,0%	-	-	107,0%
Corp. Credit	15,0%	3,4%	15,0%	29,3%	46,8%	86,9%
%CDI	0,56%	-0,3%	0,6%	1,0%	0,8%	1,3%
Corp. Credit Plus	15,3%	3,5%	15,3%	30,1%	48,0%	96,1%
%CDI	0,9%	0,1%	0,9%	1,3%	1,1%	2,1%
Infra	12,8%	1,5%	12,8%	-	-	17,5%
IMA-B 5 +	1,1%	-6,5%	1,1%	-	-	1,0%
Infra CDI	9,2%	2,0%	-	-	-	9,2%
CDI+ a.a.	1,5%	-5,8%	-	-	-	1,5%
FIAGRO I (Sênior)	17,2%	4,4%	17,2%	-	-	21,3%
CDI+ a.a.	2,5%	2,5%	2,5%	-	-	2,5%
FIAGRO I (Sub)	50,4%	3,6%	50,4%	-	-	37,8%
CDI+ a.a.	31,6%	0,3%	31,6%	-	-	13,4%
FIAGRO II (Sênior)	8,8%	4,2%	-	-	-	8,8%
CDI+ a.a.	2,5%	2,5%	-	-	-	2,5%
FIAGRO II (Sub)	19,8%	6,3%	-	-	-	19,8%
CDI+ a.a.	24,0%	11,1%	-	-	-	24,0%