

CARTA DE CRÉDITO

A1 CP DEB INCENTIVADAS

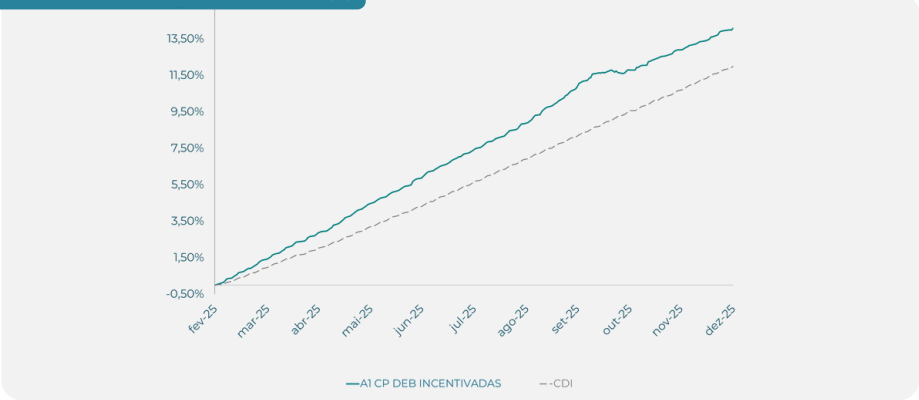
DEZEMBRO 2025



RENTABILIDADE DO FUNDO

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2025			1,43%	1,42%	1,55%	1,36%	1,47%	1,32%	1,89%	0,81%	1,00%	1,09%	14,15%	14,15%
CDI			0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,28%	1,16%	1,22%	1,28%	1,05%	1,22%	12,07%	12,07%
%CDI			148,86%	134,10%	135,92%	124,12%	114,98%	113,17%	154,78%	63,45%	94,98%	89,59%	117,27%	117,27%

RENTABILIDADE ACUMULADA VS. CDI (%)



DESEMPENHO DO FUNDO

Após vários meses de captação bastante positiva, os fundos de Debêntures de Infraestrutura registraram resgate líquido de R\$ 4,6 bilhões em dezembro. O movimento foi consequência de três meses consecutivos de performance negativa na classe. Vale destacar que a captação acumulada para a classe em 2025 foi de R\$ 57,9 bilhões, contra R\$ 42,6 bilhões em 2024.

Destacamos que houve resgate de R\$ 1,9 bilhão em gestoras independentes e de R\$ 2,6 bilhões em assets de bancos. Acreditamos, entretanto, que mesmo com a desaceleração recente, o movimento técnico de captação para fundos isentos deve permanecer mais forte do que para fundos não isentos, sobretudo nos produtos D0–D7.

Enxergamos que esse mercado, por conta desse técnico, deve apresentar menor risco de aberturas abruptas de spreads ao longo dos próximos meses, mesmo considerando as aberturas observadas entre outubro e dezembro. Na nossa visão, essas aberturas são mais uma correção em relação ao forte fechamento de spreads observado entre março e junho de 2025 do que um movimento estrutural.

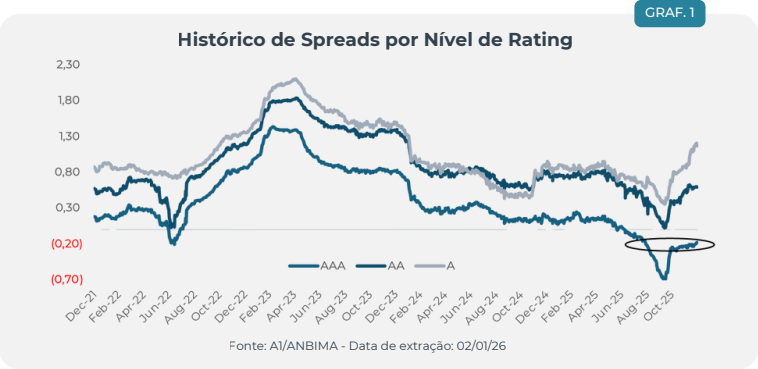
Os spreads (taxa média IPCA+ em relação à NTN-B de referência) apresentaram os seguintes movimentos no período:

- emissores AAA abriram 5 bps,
- emissores AA abriram 8 bps,
- emissores A abriram 30 bps.

É possível perceber que, com a abertura acumulada entre outubro e dezembro, o mercado retornou aos níveis observados em agosto de 2025. Achamos o nível atual para os emissores AAA ainda justo em termos de valuation. Por outro lado, uma segunda forma de analisar esse mercado é realizar o gross-up dos spreads e compará-los com os papéis não isentos, o que permite uma avaliação mais precisa da atratividade relativa entre as duas classes.

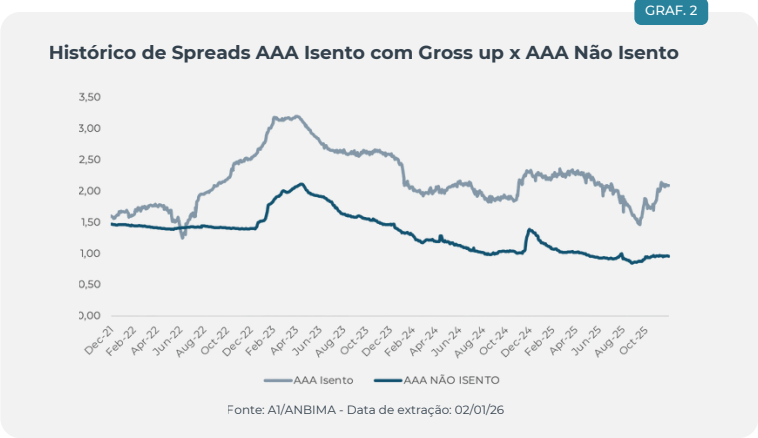


O gráfico 1 abaixo indica claramente que o nível de fechamento dos spreads em dezembro ficou muito próximo ao nível observado em agosto. Isso reforça a leitura de que esse movimento representa uma correção técnica, e não um movimento estrutural.



No gráfico 2, já sob a ótica dos spreads considerando o efeito do gross-up do imposto, o spread de fechamento de dezembro dos emissores AAA foi de 1,17% versus 0,96% nos AAA não isentos. Isso mostra que ambos os mercados se encontram com spreads bastante achatados. Temos uma opinião diferente de alguns analistas que defendem que os spreads dos papéis isentos estão muito mais pressionados do que os dos não isentos. Entendemos que é necessário comparar os dois mercados de forma consistente, considerando corretamente o efeito tributário. Nesse sentido, enxergamos ambos os segmentos com spreads em níveis bastante baixos, embora vejamos o mercado de não isentos com maior potencial de ruído, por dois motivos principais:

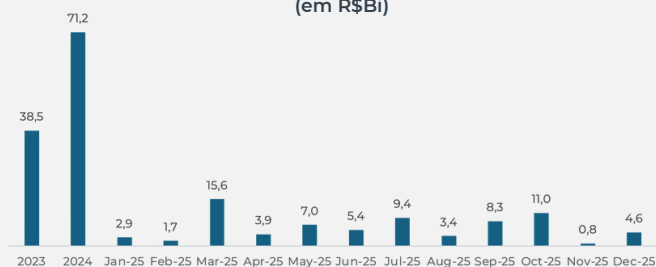
- **Fluxo de captação:** o fluxo de captação dos fundos não isentos, principalmente D0/D1, tende a se deteriorar, dado que muitos fundos não vêm performando acima do CDI. Os fundos isentos, em geral, são D30 e, portanto, o investidor apresenta maior tolerância à volatilidade de curto prazo. Além disso, esses produtos contam com uma janela histórica de rentabilidade bastante positiva.
- **Qualidade de crédito:** a qualidade média das empresas nos fundos não isentos é inferior, com maior exposição a setores cíclicos e a emissores com nível de alavancagem mais elevado, que tendem a sofrer mais ao longo dos próximos meses.



No lado da oferta de emissões, no mês de dezembro o volume de papéis comprados pelos fundos e pessoas físicas foi de apenas R\$ 4,5 bilhões, muito abaixo do observado nos meses anteriores. No acumulado do ano, o ritmo de compra de papéis mostrou-se semelhante ao de 2024 (R\$ 74 bilhões versus R\$ 71 bilhões), em contraste com o comportamento observado no mercado não isento, o que reforça nosso diagnóstico sobre a importância do fator técnico na dinâmica de fluxos entre os dois mercados.

GRAF. 3

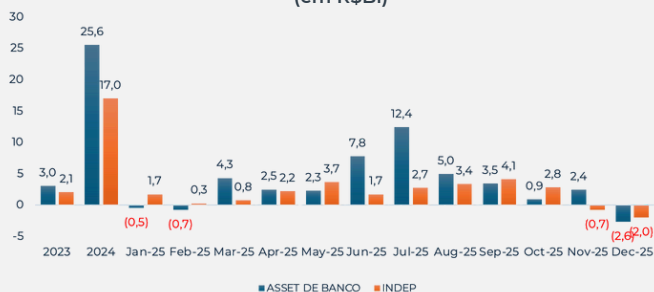
Compras de Debêntures em Fundos de Crédito (em R\$Bi)



Fonte: A1 & Comdinheiro - Data de extração: 02/01/26

GRAF. 4

Captação Fundos com Patrimônio Alocado em Crédito > 20% (em R\$Bi)



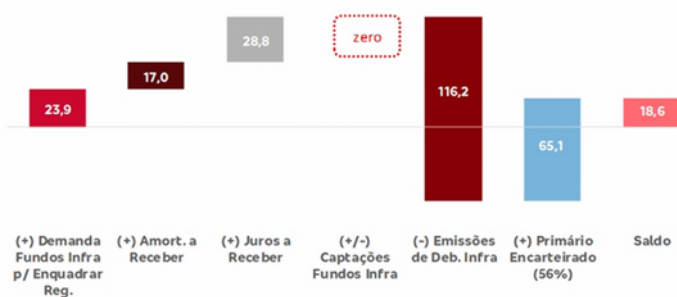
Fonte: A1 & Comdinheiro - Data de extração: 02/01/26

O Gráfico 5 abaixo mostra um dado interessante:

O total de amortizações e pagamentos de juros de debêntures não incentivadas somará R\$ 40,9 bilhões, volume relevante. Há uma estimativa de emissões encarteiradas pelos fundos, segundo o Bradesco, de R\$ 51,1 bilhões (R\$ 116,2 bilhões menos R\$ 65,1 bilhões), o que implica um saldo positivo de R\$ 18,6 bilhões na variação de caixa dos fundos.

Diferentemente da projeção do Bradesco, acreditamos em captação positiva por parte dos fundos e, portanto, em uma entrada líquida de caixa superior a R\$ 20 bilhões, considerando apenas essas variáveis, o que implica um colchão de liquidez relevante e, consequentemente, pressão adicional para baixo sobre os spreads.

Estimativa de Oferta e Demanda Deb. Convencionais 2026 (R\$bi)

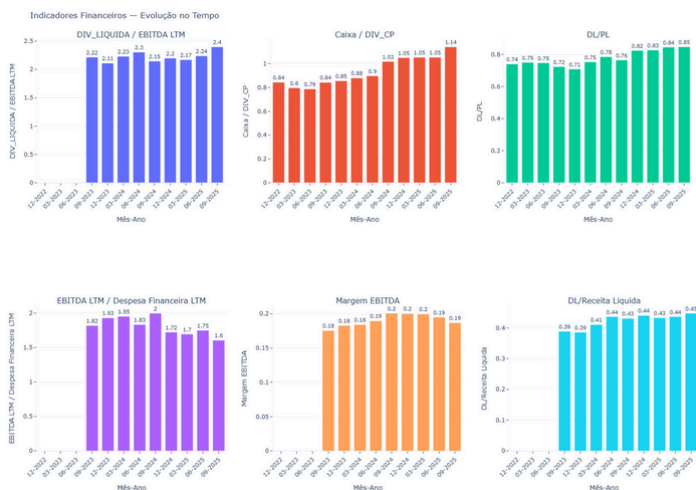


Fonte: BRADESCO - Data de extração: 02/01/26

No lado da qualidade das empresas, vemos com preocupação o nível de alavancagem atual das pessoas físicas e das pequenas e médias empresas. Acreditamos que haverá uma elevação relevante da despesa financeira ao longo dos próximos meses, pelo menos até junho de 2026, dado que o Banco Central finalizou o ciclo de aumento da Selic em 15%, nível mais alto desde 2006. Além disso, devemos começar a observar uma piora nos indicadores de atividade, o que também tende a prejudicar os balanços.

Nas métricas abaixo (amostra de mais de 500 empresas), há uma tendência clara de deterioração na qualidade de crédito. Com exceção da métrica de Caixa/Dívida de curto prazo, todos os indicadores apresentaram piora no terceiro trimestre de 2025.

Métricas de Crédito Empresas

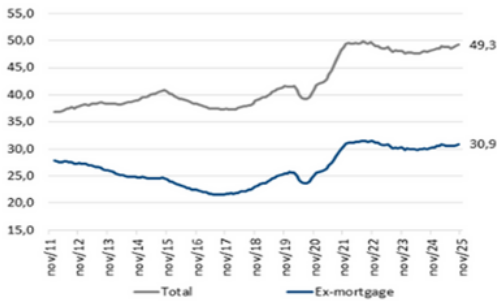


Fonte: A1 - Data de extração: 02/01/26

No lado operacional, as empresas têm conseguido mostrar resiliência, mas, com a tendência de piora da atividade, as linhas de receita também devem começar a se enfraquecer. Os dados do Banco Central sobre endividamento (Gráficos 7A e 7B) das famílias mostram uma elevação no comprometimento da renda com o serviço da dívida e uma inadimplência em níveis historicamente elevados (Gráfico 8). Nas grandes empresas, a situação é ligeiramente mais confortável do que nas PMEs; ainda assim, a alavancagem permanece acima da média histórica.

GRAF. 7A

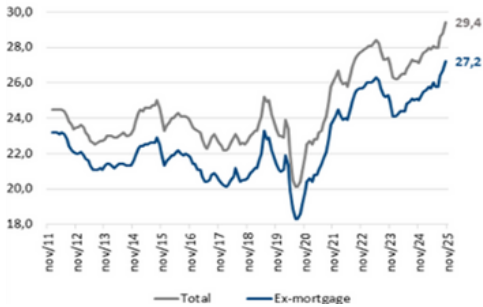
Dívida das Famílias / Renda Anual %



Fonte: BTG/BCB - Data de extração: 02/01/26

GRAF. 7B

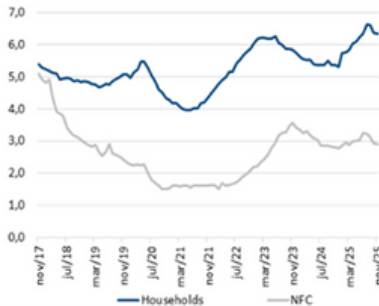
Serviço da Dívida das Famílias / Renda Disponível %



Fonte: BTG/BCB - Data de extração: 01/12/25

GRAF. 8

Inadimplência Pessoa Física e PJ



Fonte: BTG/BCB - Data de extração: 02/01/26

CRESCIMENTO DA CARTEIRA DE CRÉDITO

Acreditamos que essa deterioração contínua nas métricas de crédito das famílias e empresas deve se estender pelo menos até junho de 2026. Isso deve levar os bancos a manterem postura cautelosa até lá, reduzindo a taxa de crescimento do crédito e rolando menos dívida de empresas mais alavancadas, conforme já observamos em outros ciclos de elevação de juros. Importante destacar que, até o momento, não observamos crescimento robusto na linha de consignado privado.

RESUMO MÉTRICAS 2025 VS 2024

Fundos Isentos	2024	2025
Captação R\$bi	42,6	57,9
Emissões Compradas pelos Fundos R\$bi	71,2	74,0
Spread Médio AAA %	17,5	-18,0
Spread Médio AA%	77,5	59,0
Spread Médio A%	87,5	117,0

NOSSA VISÃO PARA 2026

- **Captação:** Acreditamos em um volume de captação inferior ao verificado em 2025, em função do nível dos spreads e do carregamento dos fundos, mas ainda assim em patamar bastante elevado.
- **Spreads:** Esperamos manutenção dos spreads, dada a posição de caixa dos fundos e o elevado volume de amortizações e pagamentos de juros das debêntures previstos para 2026.
- **Ratings:** Número de downgrades ligeiramente superior ao de upgrades, em função da continuidade da piora nas métricas financeiras das empresas.
- **Casos de reestruturação:** Em nível semelhante ao de 2025. Muitos eventos já foram antecipados em 2025 e não acreditamos em um número maior ocorrendo em 2026.

POSICIONAMENTO POR MÉTRICA DE RISCO

DURATION

Vamos manter a duration do portfólio baixa, com máximo de 5 anos e target de 4 anos. Acreditamos que há, por ora, pouco prêmio na curva de spreads e que existe muita assimetria de risco neste momento de macro mais adverso. Entretanto, para empresas mais alavancadas e/ou cíclicas, temos como alvo duration inferior a 2 anos.

RATING

Seguiremos com maior posicionamento em ratings AA e AAA (entre 70% e 100%) do portfólio, dado que acreditamos que é nesse segmento que ainda há prêmio, com risco de crédito reduzido.

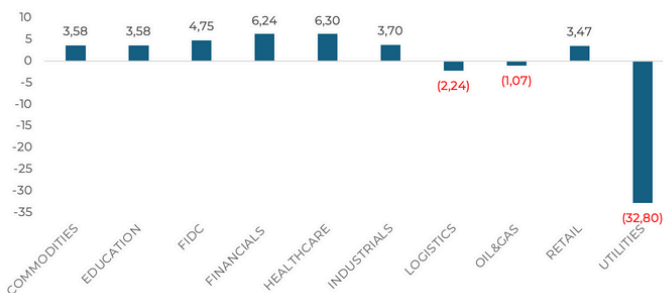
LIQUIDEZ

Temos como percentual alvo de caixa entre 15% e 30%, de forma a reduzir o risco de volatilidade de spreads e aproveitar oportunidades no mercado secundário com abertura de spreads.

Abaixo, segue gráfico com atribuição de performance por setor no mês de dezembro. No mês, a carteira de crédito gerou um alpha negativo de 4,4 bps em relação ao CDI, sendo o setor de Utilities o de pior performance (a maior parte dos papéis isentos pertence a esse setor). Vale destacar que a carteira de trading mitigou parcialmente o impacto negativo, com uma performance positiva de 1 bp. Desde o início do fundo, a carteira de trading respondeu por 70% do alfa gerado no portfólio e tem contribuído para suavizar meses de impacto negativo na carteira de carregos.

GRAF. 9

Atribuição de Performance da estratégia em Bps (sobre o CDI)

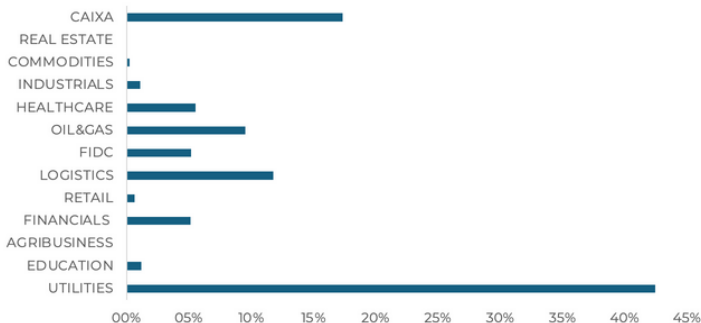


Fonte: A1 - Data de extração: 02/01/26

Por fim, segue abaixo nossa exposição setorial/caixa em uma visão mais agregada:

GRAF. 10

Exposição Macro Setorial em % do PL (Fundo por setor)



Fonte: A1 - Data de extração: 02/01/26



IMPORTANTE

A PRESENTE CARTA REPRESENTA A OPINIÃO PESSOAL DOS GESTORES E DEMAIS MEMBROS DA EQUIPE DE INVESTIMENTOS DA ASSETI. RECOMENDAMOS A TODOS A LEITURA CUIDADOSA DO AVISO LEGAL CONTIDO ABAIXO.

DISCLAIMERS

O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo, reproduzindo a opinião pessoal dos gestores e demais membros da equipe de gestão da AssetI Investimentos S.A. ("AssetI") e/ou está baseado em dados publicamente disponíveis. Todas as informações e opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura do momento de sua edição e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

Esta apresentação não configura promessa ou compromisso da AssetI de realizar operações porventura indicadas, não constituindo assessoria ou consultoria jurídica, contábil, regulatória, fiscal ou de qualquer outra natureza em relação às alternativas de investimento e/ou assuntos diversos aqui tratados. Não há qualquer promessa ou garantia de performance, sendo que eventual referência de rentabilidade passada ou histórica não representa garantia de rentabilidade futura.

A AssetI não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. O conteúdo não caracteriza e não deve ser entendido como recomendação de investimento, análise de valores mobiliários, oferta de venda ou distribuição de quaisquer ativos. Para investir nos fundos sob nossa gestão, o investidor deve iniciar relacionamento junto aos distribuidores/plataformas autorizados e buscar assessoramento sobre a adequação do investimento ao seu perfil.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento, demais documentos do fundo, como, quando for o caso, a lâmina de informações essenciais, antes de aplicar seus recursos.

A AssetI não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações ou pela publicação accidental de dados incorretos, omissões ou pelo uso de tais informações.

Para mais informações acerca de todos os avisos legais exigidos pela CVM e pela ANBIMA, documentos do fundo e informações institucionais da AssetI, acessar o link:

www.asseti.com.br/credito