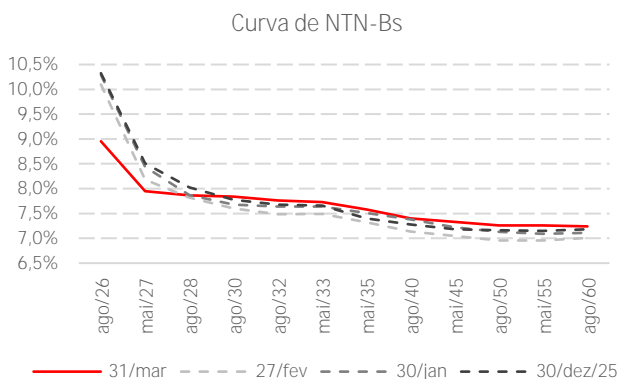
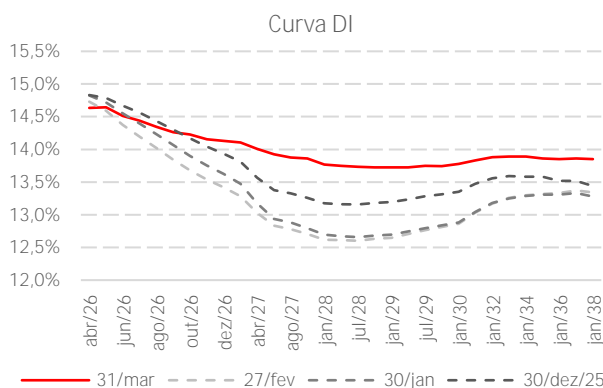


Francisco Lobo
Analista de Crédito | Santander Credit Research
francisco.lobosantander.com.br

Em poucas linhas: março deu continuidade ao movimento de abertura de *spreads* de crédito observado em fevereiro, em meio a um noticiário corporativo mais agitado, o que contribuiu para a reprecificação de risco, mesmo com o volume de emissões incentivadas abaixo do registrado na média do ano passado. No cenário internacional, o fechamento do Estreito de Ormuz, corredor estratégico para o comércio global de energia, deteriorou o sentimento dos investidores, elevando a aversão ao risco e levando à revisão das projeções de inflação no Brasil. Como reflexo, a curva de juros futuros (DI) abriu de forma relevante, com altas superiores a 100 bps em alguns vértices na comparação mensal, enquanto o Banco Central passou a sinalizar maior cautela em relação aos cortes da Selic – cujo ciclo de afrouxamento teve início na reunião do último dia 18, quando a taxa foi reduzida em 25 bps, para 14,75%.

JUROS FUTUROS

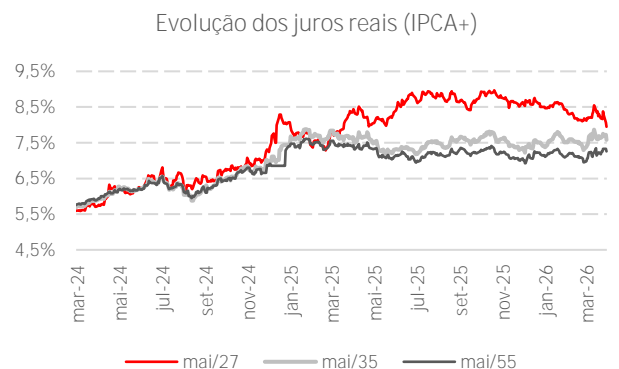
Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

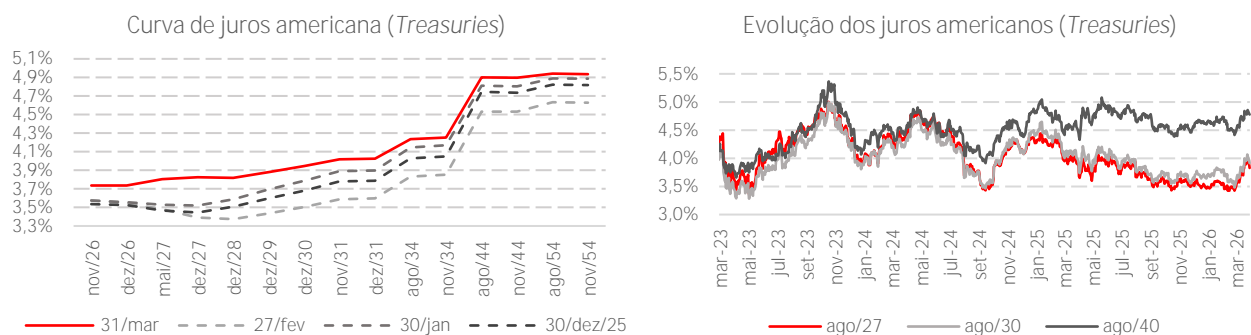
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos agentes de mercado para os períodos apresentados no eixo X.

Gráficos 3 e 4. Evolução dos juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

Gráficos 5 e 6. Curva e evolução dos juros americanos



Fontes: Bloomberg e Santander.

Projeções macroeconômicas

Tabela 1. Estimativas Santander

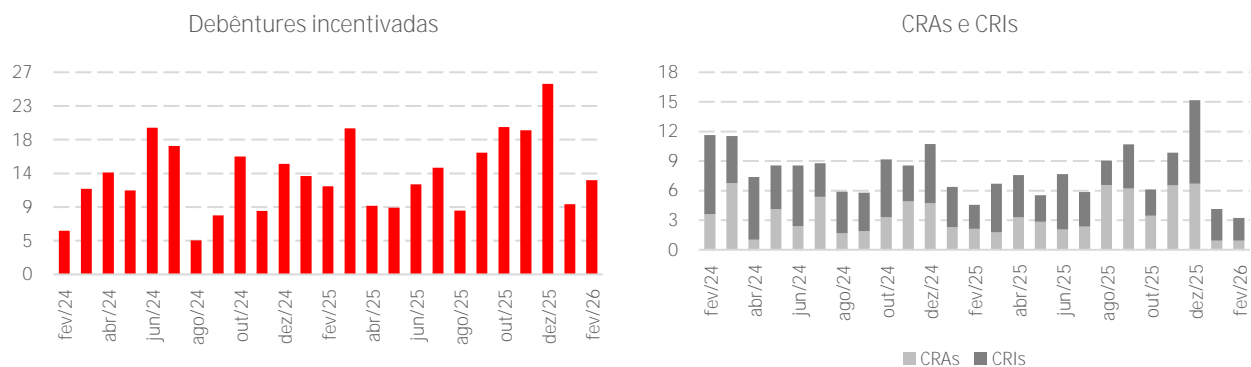
Indicador	Realizado				Projeção		
	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	3,0%	3,2%	3,4%	2,3%	1,5%	1,0%	1,5%
IPCA	5,79%	4,62%	4,83%	4,3%	4,5%	4,0%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,28	R\$ 4,86	R\$ 5,97	R\$ 5,47	R\$ 5,60	R\$ 5,70	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,59	R\$ 5,29	R\$ 5,65	R\$ 6,08
Selic meta (final de período)	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	12,50%	12,00%	10,00%
Selic meta (média do ano)	12,57%	13,25%	10,94%	14,42%	13,88%	12,04%	10,00%
CDI (final de período)	14,34%	11,28%	12,15%	14,90%	12,40%	11,90%	9,90%
CDI (taxa efetiva do ano)	12,39%	13,04%	10,91%	14,32%	13,78%	11,94%	9,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

Gráficos 7 e 8. Emissões de debêntures incentivadas, CRAs e CRIs (R\$ bilhões)

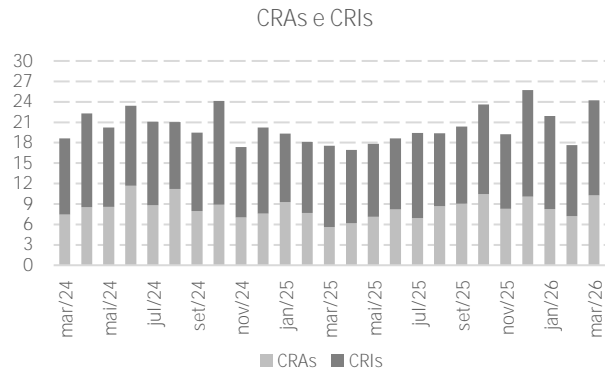
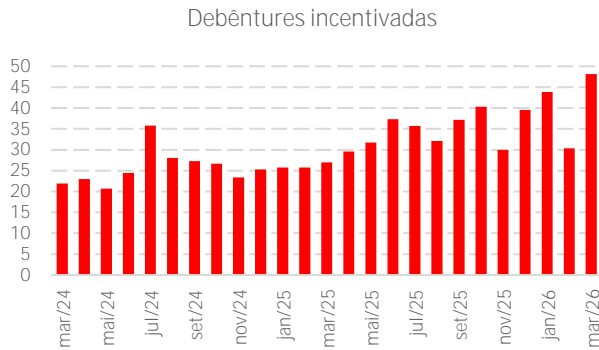


Fonte: Anbima e Santander.

Os dados de emissões primárias são divulgados pela Anbima ao fim da primeira quinzena do mês. Assim, as figuras acima compreendem apenas informações disponíveis até a presente data.

Volume negociado

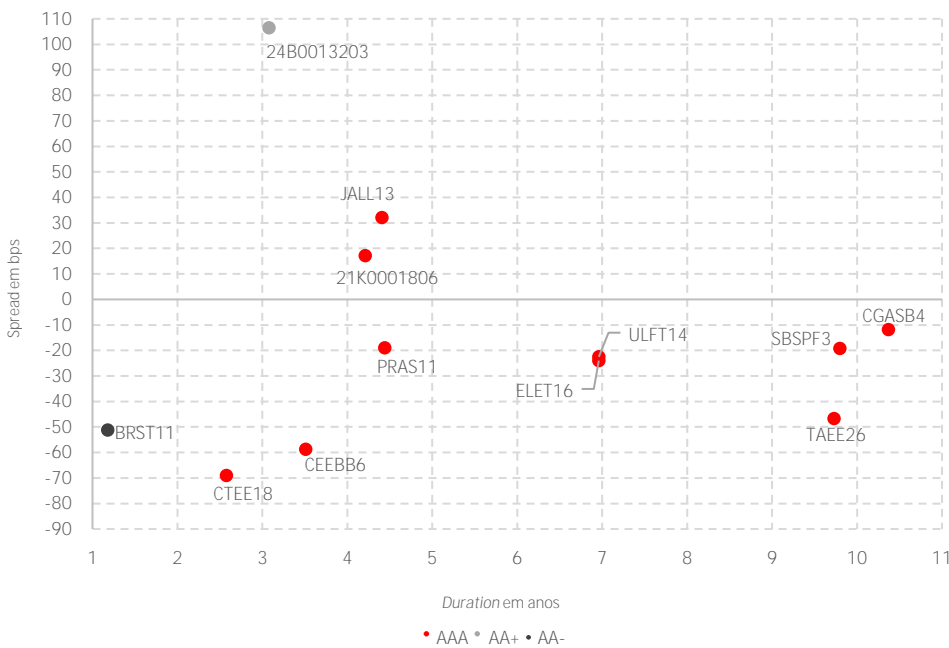
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



Fonte: Cetip, Anbima e Santander.

Cotações de ativos selecionados

Gráfico 11. Prêmio sobre NTN-Bs (em bps – eixo Y) vs. Duration (em anos – eixo X)

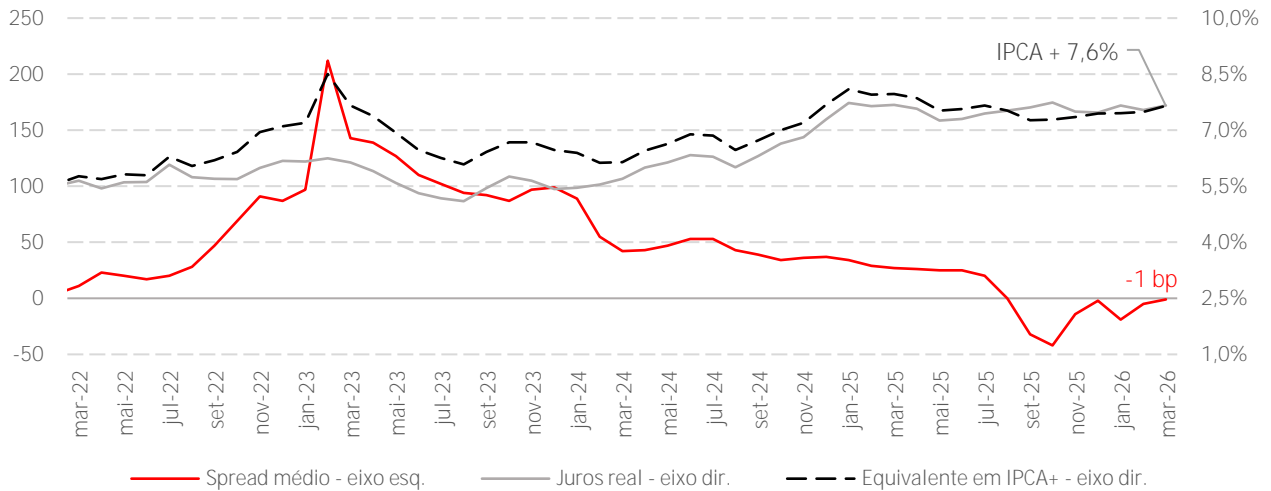


Fontes: Anbima e Santander. Data base em 31/mar/26.

O prêmio (*spread*) sobre a NTN-B (título do governo indexado ao IPCA) reflete o quanto um título paga acima do título livre de risco de *duration* equivalente. Convencionalmente, é medido em bps (*basis points* ou ponto base – equivalente a 0,01%). As taxas são apenas indicativas e podem não refletir as condições de negociação no momento de compra.

Evolução dos prêmios de risco

Gráfico 12. Índice Idex-Infra Core (Debêntures Incentivadas) – média do mês



Fontes: JGP, Anbima e Santander.

O Idex-Infra Core é um índice de debêntures de infraestrutura indexadas ao IPCA, calculado a partir da média ponderada do mês de *spreads* de compra obtidas junto às corretoras, abrangendo apenas papéis com *rating*, volume a partir de R\$ 300 milhões e emissores de capital aberto. É utilizado como *benchmark* na avaliação de performance de ativos de crédito privado incentivados negociados no mercado local.

Próximos vencimentos

Tabela 2. Próximos vencimentos (Debêntures incentivadas, CRIs e CRAs)

Vencimento	Ativo	Classe	Emissor/Risco	Indexador
15/abr	CSRN19	Debênture	Cosern	IPCA+
15/abr	ENGIA1	Debênture	Energisa	IPCA+
15/abr	CRA019000RT	CRA	São Martinho	%DI

Fontes: Anbima e Santander.

Ações de *rating*

Os *ratings* de crédito constituem opinião quanto às condições relativas de um emissor em honrar seus compromissos financeiros. A Perspectiva de *Rating* indica para qual direção um *rating* pode ser alterado em um prazo entre um e dois anos. *Ratings* em Observação, Revisão ou CreditWatch indicam que há elevada probabilidade de uma mudança da classificação no curto prazo.

Tabela 3. Mudanças de *rating* e perspectivas para empresas não financeiras em escala nacional

Data	Emissor	Agência	Ação	Anterior		Atual	
				<i>Rating</i>	Perspectiva	<i>Rating</i>	Perspectiva
02/mar	Companhia Brasileira de Distribuição	Fitch Ratings	Rebaixamento	A(bra)	Observação Negativa	CCC(bra)	-
02/mar	Azul	S&P Global	Elevação	D	-	brBBB-	Estável
04/mar	Rumo	Fitch Ratings	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Observação Negativa
04/mar	Azul	Fitch Ratings	Novo	-	-	BBB-(bra)	Estável
05/mar	Oi	Fitch Ratings	Rebaixamento	C(bra)	-	RD(bra)	-
06/mar	OceanPact	Moody's Local	Mudança de perspectiva	A.br	Estável	A.br	Revisão para elevação
06/mar	Enel	Moody's Local	Mudança de perspectiva	AAA.br	Estável	AAA.br	Revisão para rebaixamento

Fontes: Fitch Ratings, Moody's Local, S&P Global Ratings e Santander.

Tabela 3. Mudanças de rating e perspectivas para empresas não financeiras em escala nacional (cont.)

Data	Emissor	Agência	Ação	Anterior		Atual	
				Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva
10/mar	Kora Saúde	Fitch Ratings	Rebaixamento	BB+(bra)	Observação Negativa	C(bra)	-
11/mar	Companhia Brasileira de Distribuição	Fitch Ratings	Rebaixamento	CCC(bra)	-	C(bra)	-
11/mar	Raízen	S&P Global	Rebaixamento	brCCC-	-	SD	-
12/mar	Armac	Moody's Local	Novo	-	-	AA-.br	Estável
12/mar	Raízen	Fitch Ratings	Rebaixamento	CCC(bra)	-	C(bra)	-
12/mar	Oncoclínicas	Fitch Ratings	Rebaixamento	CCC-(bra)	-	C(bra)	-
12/mar	Oi	S&P Global	Remoção	D	-	-	-
13/mar	Kora Saúde	Moody's Local	Rebaixamento	B+.br	Negativa	CCC-.br	Negativa
13/mar	Raízen	Moody's Local	Rebaixamento	CCC+.br	Revisão para rebaixamento	CC.br	Negativa
13/mar	Alliança Saúde	Fitch Ratings	Rebaixamento	A(bra)	Positiva	CCC+(bra)	Observação Negativa
13/mar	Elekeiroz	Moody's Local	Mudança de perspectiva	A.br	Estável	A.br	Negativa
17/mar	Ligga Telecomunicações	Moody's Local	Rebaixamento	BB-.br	Negativa	CCC-.br	Negativa
17/mar	Hospital Care Caledônia	Moody's Local	Rebaixamento	CCC.br	Revisão para rebaixamento	CC.br	Negativa
17/mar	Aeris	Fitch Ratings	Remoção	CCC-(bra)	-	-	-
18/mar	BR Malls	Moody's Local	Remoção	AAA.br	Estável	-	-
18/mar	Allos	Moody's Local	Novo	-	-	AAA.br	Estável
18/mar	Terminal de Regaseificação de GNL de SP	Fitch Ratings	Rebaixamento	AAA(bra)	Negativa	AA(bra)	Observação Negativa
18/mar	CSN	S&P Global	Rebaixamento	brAA-	CreditWatch Negativo	brA-	Negativa
18/mar	CSN Mineração	S&P Global	Rebaixamento	brAA-	CreditWatch Negativo	brA-	Negativa
20/mar	Alliança Saúde e Participações	Fitch Ratings	Rebaixamento	CCC+(bra)	Observação Negativa	C(bra)	-
20/mar	CEEE-G	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA(bra)	Negativa	BBB-(bra)	Observação Negativa
20/mar	Tupy	S&P Global	Rebaixamento	brAA+	Negativa	brAA	Negativa
20/mar	Delta Sucrenergia	S&P Global	Elevação	brAA+	Positiva	brAAA	Estável
20/mar	Alliança Saúde	Fitch Ratings	Rebaixamento	CCC+(bra)	Observação Negativa	C(bra)	-
23/mar	Ligga	S&P Global	Rebaixamento	brCCC-	-	SD	-
24/mar	Multilog	Moody's Local	Novo	-	-	AA-.br	Estável
24/mar	Desktop	S&P Global	Mudança de perspectiva	brA+	Estável	brA+	CreditWatch Positivo
25/mar	Elfa Medicamentos	Fitch Ratings	Rebaixamento	BBB-(bra)	Estável	B-(bra)	Negativa
25/mar	ViaQuatro	S&P Global	Novo	-	-	brAAA	Estável
26/mar	Cimed & Co	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA+(bra)	Estável	AA(bra)	Estável
26/mar	Kallas Incorporações e Construções	S&P Global	Rebaixamento	brBBB+	Negativa	brBB+	Negativa
26/mar	Agroterenas	S&P Global	Rebaixamento	brAA-	Estável	brA+	CreditWatch Negativo
27/mar	CM Hospitalar	Moody's Local	Rebaixamento	BB+.br	Revisão para rebaixamento	CCC+.br	Negativa
30/mar	Oleoplan - Óleos Vegetais Planaltos	Moody's Local	Elevação	AA-.br	Positiva	AA.br	Estável

Fontes: Fitch Ratings, Moody's Local, S&P Global e Santander.

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão e/ou veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM N° 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

O atendimento aos clientes será realizado por colaboradores da Toro CTVM S.A., uma empresa do Grupo Santander.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM 20, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.