

Panorama mensal de títulos incentivados

Mercado de crédito privado

Janeiro de 2026

5 de janeiro de 2026

Francisco Lobo

Analista de Crédito | Santander Credit Research

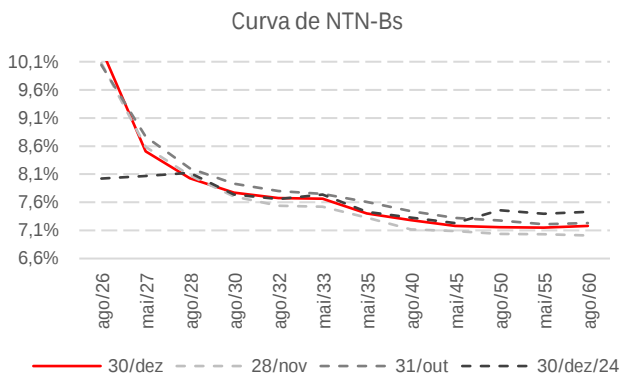
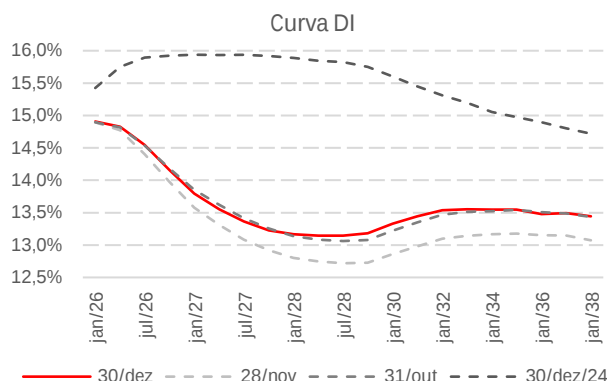
francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: o desempenho positivo dos juros futuros observado nos dois meses anteriores foi interrompido em dezembro, com abertura de quase 50 bps nos vencimentos intermediários. A publicação da ata do Copom com um viés mais *hawkish*, a trajetória altista do câmbio em dezembro e a economia ainda aquecida – demonstrado pelos resultados positivos do Caged de novembro e projeções mais altas para o PIB no relatório de Política Monetária do BC – enfraqueceram as expectativas de corte da taxa básica de juros (Selic) já em janeiro e aumentaram os prêmios de risco em toda a estrutura da curva.

No mercado de crédito privado, a demanda mais aquecida por ativos isentos não foi suficiente para conter o movimento de abertura de *spreads* iniciado com a expiração da MP 1303 em outubro. No segmento de debêntures incentivadas, houve emissão de R\$ 17,4 bilhões em novembro (+105% a/a), o terceiro maior volume mensal do ano, atrás apenas de outubro e março. Em 2025 (até novembro), as ofertas de debêntures incentivadas bateram recorde e atingiram R\$ 150,7 bilhões, superando a marca de R\$ 135 bilhões emitidos durante 2024. Lembra-se que os dados de emissões primárias são divulgados pela Anbima ao fim da primeira quinzena do mês seguinte.

JUROS FUTUROS

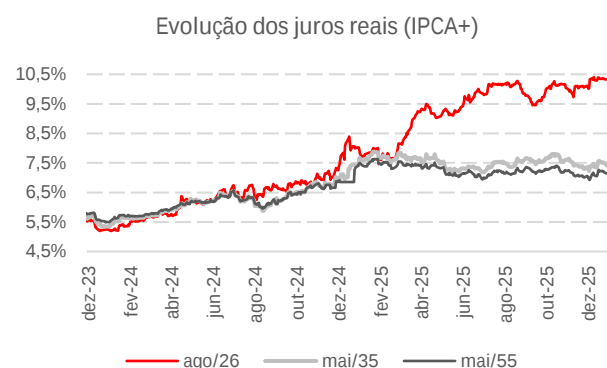
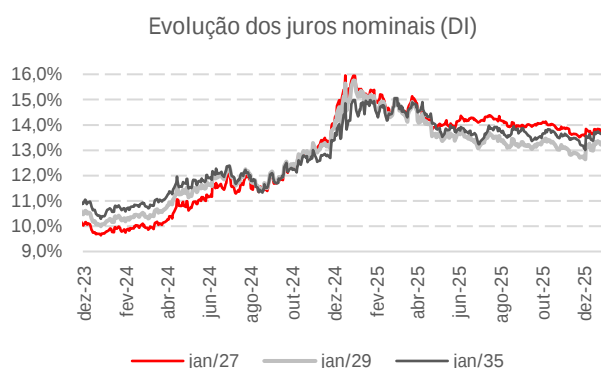
Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

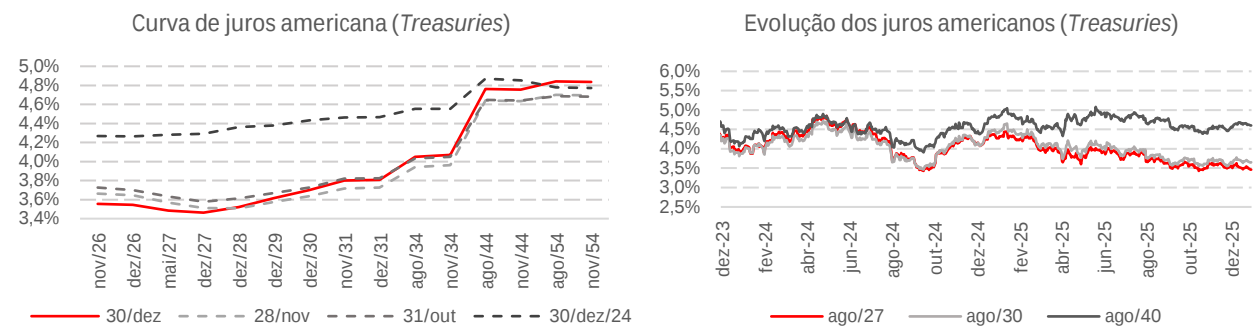
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos 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

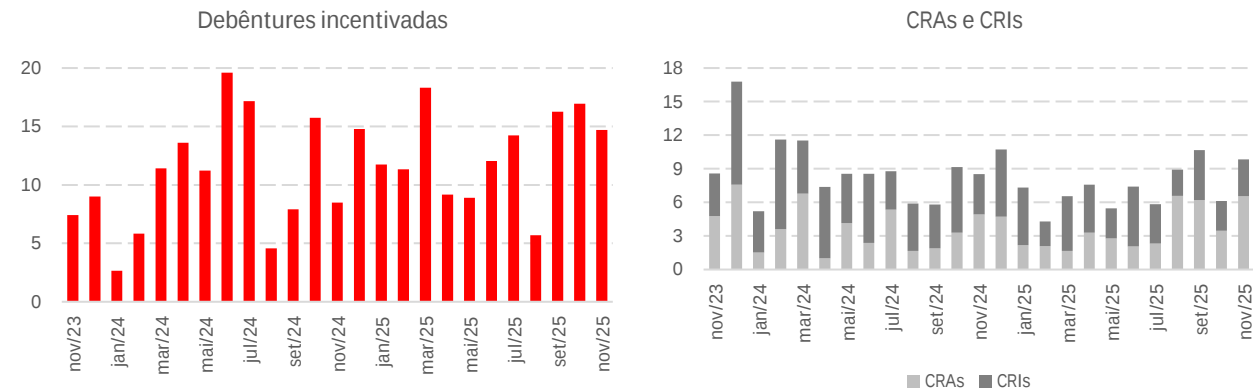
Indicador	Realizado			Projeção			
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	-4,8%	3,0%	3,2%	3,4%	2,2%	1,5%	1,5%
IPCA	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	4,3%	3,8%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,58	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,19	R\$ 5,60	R\$ 5,90	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,40	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,59	R\$ 5,76	R\$ 6,08
Selic meta (final de período)	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	12,50%	10,00%
Selic meta (média do ano)	4,58%	12,57%	13,25%	10,92%	14,56%	14,32%	10,00%
CDI (final de período)	9,63%	14,34%	11,28%	12,15%	14,90%	12,40%	9,90%
CDI (taxa efetiva do ano)	4,42%	12,39%	13,04%	10,91%	14,46%	14,22%	9,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

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

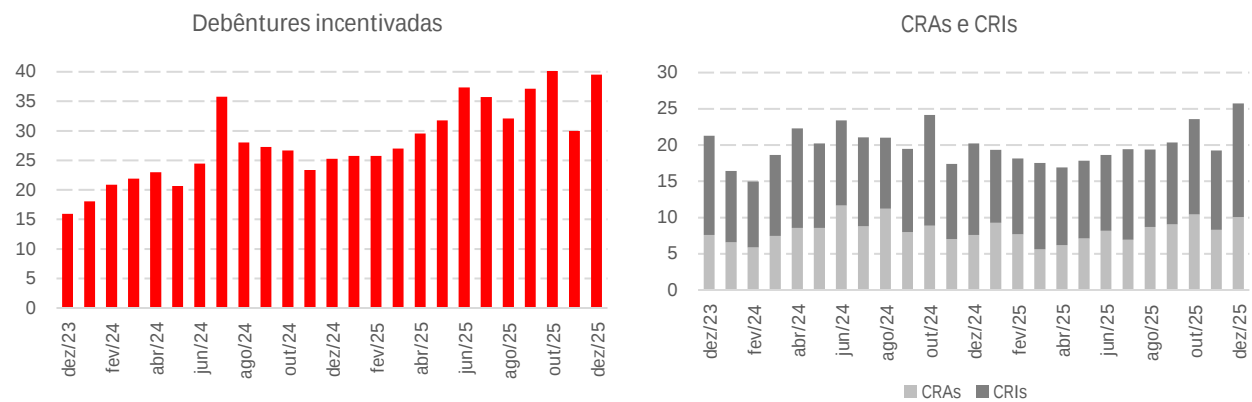


Fonte: Anbima e Santander.

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

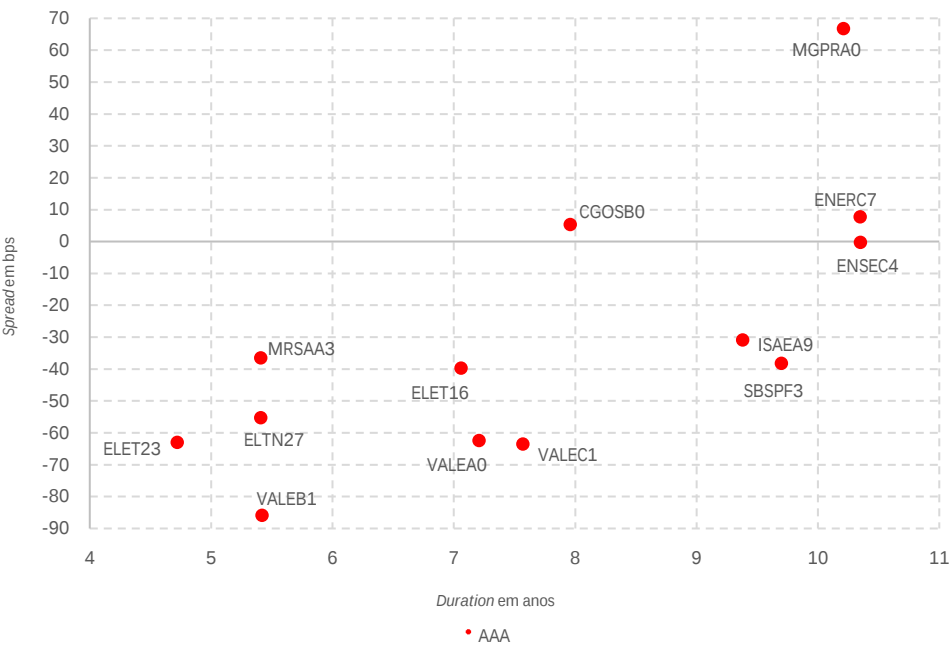
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)



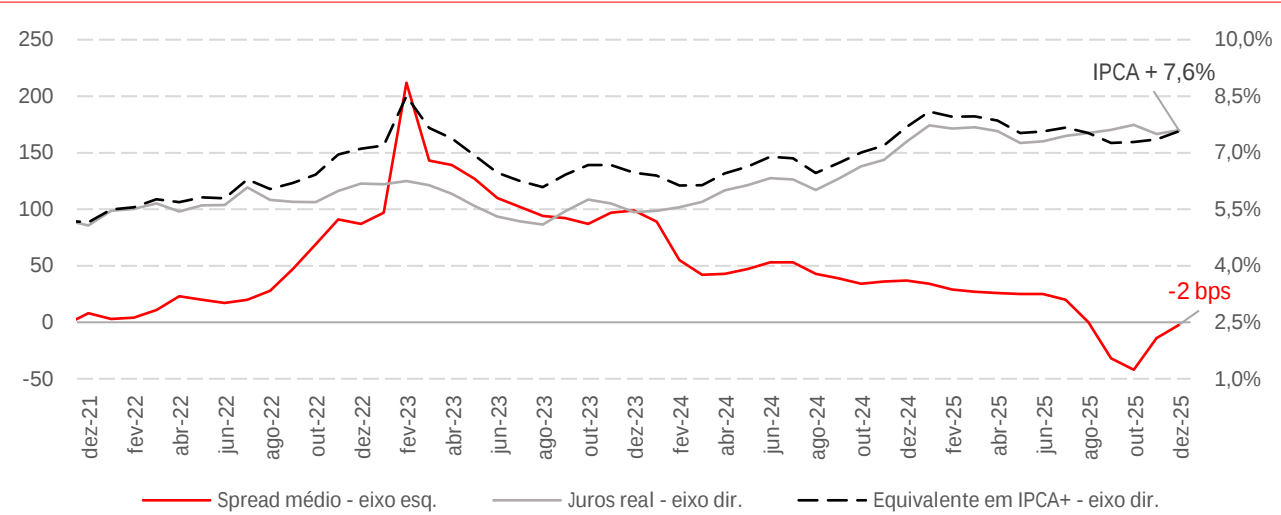
Ticker	Ativo
MGPRA0	DEB MetrôRio
ISAEA9	DEB Isa Energia
VALEB1	DEB Vale
VALEC1	DEB Vale
CGOSB0	DEB Equatorial
ENERC7	DEB Energisa
VALEA0	DEB Vale
ENSEC4	DEB Energisa
MRSAA3	DEB MRS
ELTN27	DEB Axia Energia (Eletrobras)
SBSPF3	DEB Sabesp
ELET23	DEB Axia Energia (Eletrobras)
ELET16	DEB Axia Energia (Eletrobras)

Fontes: Anbima e Santander. Data base em 30/dez/25.

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. Estoque valorizado a vencer (Debêntures incentivadas, CRIs e CRAs)

Vencimento	Ativo	Classe	Emissor/Risco	Estoque (R\$ mm)	Indexador
15/jan	CSMGA2	Debênture	Copasa	15,5	IPCA
15/jan	EBENA1	Debênture	EDP São Paulo	472,5	IPCA
15/jan	PETR16	Debênture	Petrobras	1.309,9	IPCA
15/jan	VALE38	Debênture	Vale	36,9	IPCA
15/jan	CRA022000XD	CRA	Marfrig	-	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	
				Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva
01/dez	Giga Mais Fibra Telecomunicações	S&P Global	Rebaixamento	brA+	Estável	brA-	Estável
01/dez	Comporte Participações	Moody's Local	Novo	-	-	AA-.br	Estável
02/dez	Ambipar Participações e Empreendimento	S&P Global	Remoção	D	-	-	-
02/dez	Tupy	S&P Global	Rebaixamento	brAAA	Negativa	brAA+	Negativa
03/dez	Mirante Energética	Fitch	Mudança de perspectiva	A+(bra)	Estável	A+(bra)	Negativa
05/dez	Unipar Carbocloro	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva

Fontes: Fitch Ratings, Moody's Local, S&P Global 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
05/dez	Equatorial Transmissão	Fitch	Elevação	AA+(bra)	CreditWatch Positivo	AAA(bra)	Estável
08/dez	Borrachas Vipal	Moody's Local	Elevação	A.br	Positiva	A+.br	Estável
15/dez	Lavvi	S&P Global	Remoção	brAA	Estável	-	-
15/dez	Hapvida	Fitch	Rebaixamento	AAA(bra)	Estável	AA+(bra)	Estável
16/dez	Raizen	S&P Global	Rebaixamento	brAAA	Estável	brAA+	Negativa
16/dez	Cosan	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Negativa
17/dez	Brennand Energia	Moody's Local	Mudança de perspectiva	AA.br	Estável	AA.br	Positiva
17/dez	Ligga Telecomunicações	Moody's Local	Rebaixamento	BBB.br	Revisão para rebaixamento	BB-.br	Negativa
18/dez	Claro	Moody's Local	Novo	-	-	AAA.br	Estável
19/dez	Kora Saúde Participações	Moody's Local	Rebaixamento	A-.br	Negativa	B+.br	Negativa
19/dez	Tucano III	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva
19/dez	Grupo SBF	Fitch	Elevação	AA-(bra)	Positiva	AA(bra)	Estável
19/dez	C&A Modas	Fitch	Elevação	AA-(bra)	Positiva	AA(bra)	Estável
22/dez	Sanasa	Fitch	Rebaixamento	A(bra)	Estável	BB+(bra)	OBS Negativa
23/dez	CM Hospitalar (Viveo)	Moody's Local	Rebaixamento	BBB+.br	Revisão para rebaixamento	BB+.br	Revisão para rebaixamento
23/dez	Aegea	Moody's Local	Remoção	AA-.br	Estável	-	-
23/dez	Enel Green Power Volta Grande	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	OBS Negativa
23/dez	Companhia Energética do Ceará	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	OBS Negativa
23/dez	Ampla Energia e Serviços	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	OBS Negativa
23/dez	Enel Brasil	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	OBS Negativa
23/dez	Enel Green Power Damascena Eólica	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	OBS Negativa
23/dez	Eletropaulo	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	OBS Negativa
24/dez	Ligga Telecomunicações	S&P Global	Rebaixamento	brBBB	Negativa	brCCC-	Negativa
30/dez	Braskem	Fitch	Rebaixamento	CCC+(bra)	-	CC(bra)	-

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 API MEC, 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 Nº 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.