

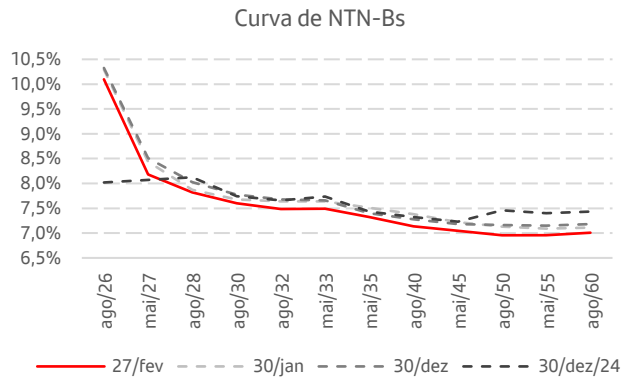
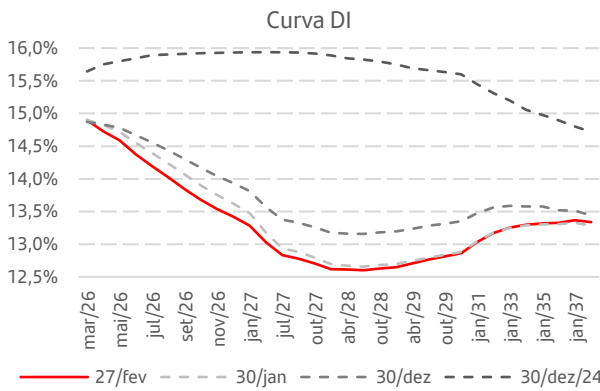
**Francisco Lobo**

Analista de Crédito | Santander Credit Research  
francisco.lobo@santander.com.br

**Em poucas linhas:** o menor volume de emissões isentas em fevereiro não foi suficiente para conter a tendência de aumento dos *spreads* – dinâmica explicada pela piora das perspectivas do crédito de empresas domésticas com grau de investimento, conforme observado nas ações de *rating* realizadas no mês. Fevereiro também foi marcado por volatilidade no mercado internacional, o que ampliou o volume de capital direcionado para mercados emergentes e apreciou o real frente ao dólar. Como consequência, a curva de juros futuros (DI) fechou nos vértices mais curtos, com destaque para o vencimento de set/26, que recuou mais de 20 bps. Por outro lado, a curva das NTN-Bs permaneceu pressionada, com juros reais superiores a 8% até 2028.

**JUROS FUTUROS**

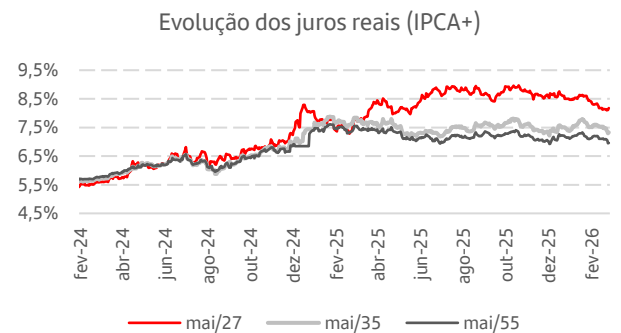
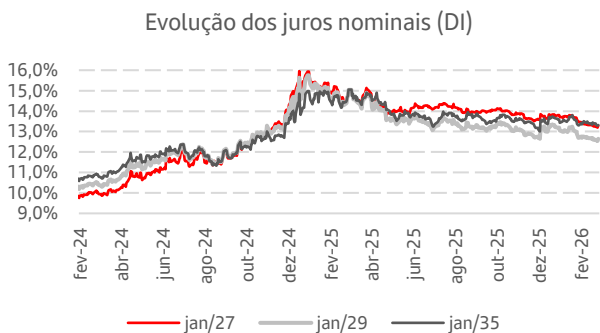
**Gráficos 1 e 2. Curvas de juros**



Fontes: Bloomberg e Santander.

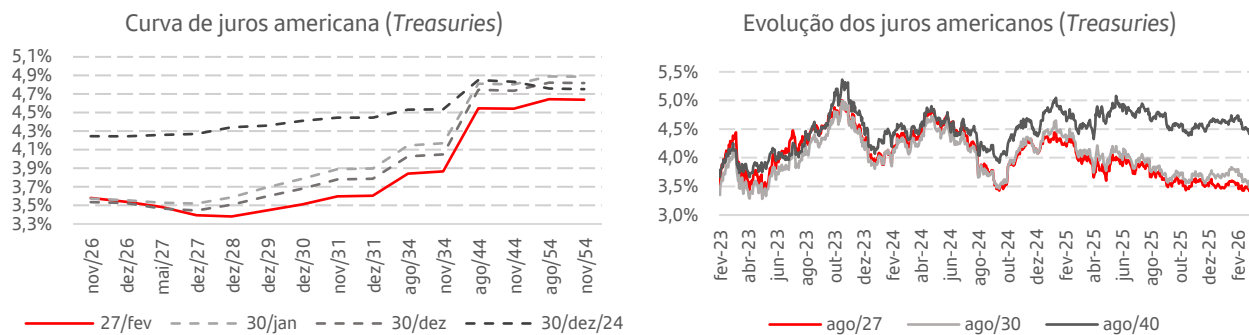
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos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

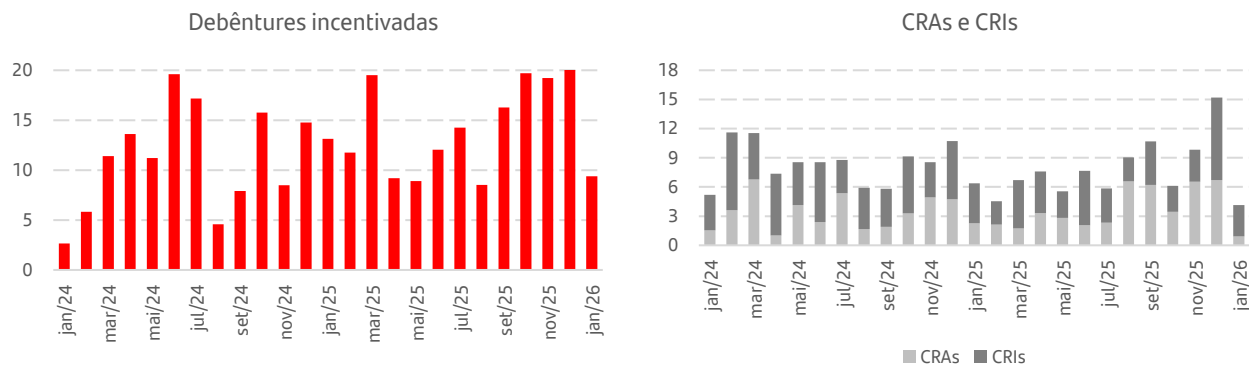
Indicador	Realizado				Projeção		
	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	3,0%	3,2%	3,4%	2,3%	1,5%	1,0%	1,5%
IPCA	5,79%	4,62%	4,83%	4,3%	3,7%	4,0%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,28	R\$ 4,86	R\$ 5,97	R\$ 5,47	R\$ 5,90	R\$ 6,00	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,59	R\$ 5,46	R\$ 5,94	R\$ 6,08
Selic meta (final de período)	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	12,00%	11,50%	10,00%
Selic meta (média do ano)	12,57%	13,25%	10,94%	14,42%	13,48%	11,54%	10,00%
CDI (final de período)	14,34%	11,28%	12,15%	14,90%	11,90%	11,40%	9,90%
CDI (taxa efetiva do ano)	12,39%	13,04%	10,91%	14,32%	13,38%	11,34%	9,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

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

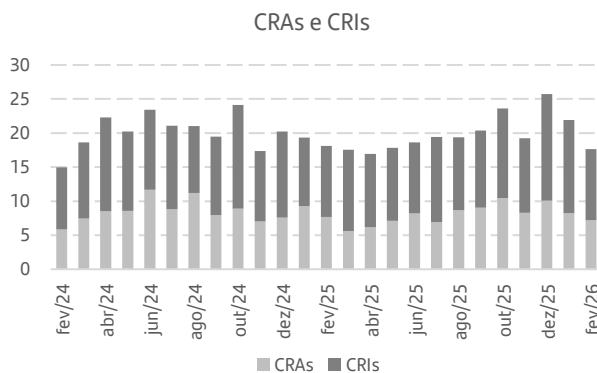
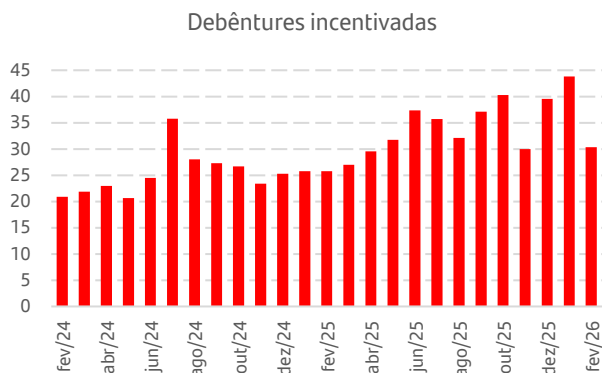


Fonte: Anbima e Santander.

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

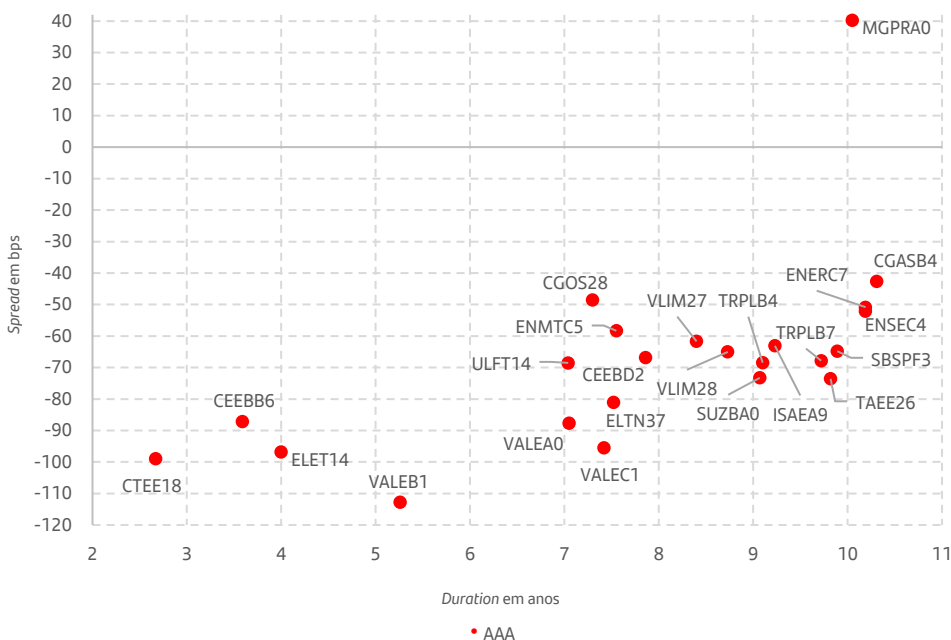
### Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)



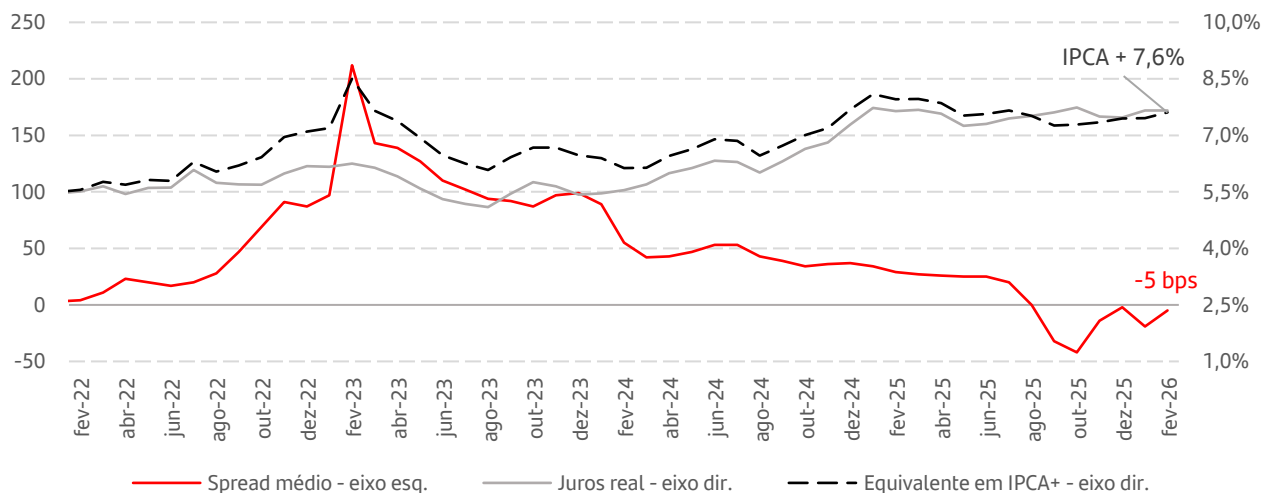
Ticker	Ativo
CEEBB6	DEB Neoenergia
CEEBD2	DEB Neoenergia
CGASB4	DEB Comgás
CGOS28	DEB Equatorial
CTEE18	DEB Isa Energia
ELET14	DEB Eletrobras
ELTN37	DEB Eletrobras
ENERC7	DEB Energisa
ENMTC5	DEB Energisa
ENSEC4	DEB Energisa
ISAEA9	DEB Isa Energia
MGPRAO	DEB MetrôRio
SBSPF3	DEB Sabesp
SUZBA0	DEB Suzano
TAE26	DEB Taesa
TRPLB4	DEB Isa Energia
TRPLB7	DEB Isa Energia
ULFT14	DEB VLI
VALEA0	DEB Vale
VALEB1	DEB Vale
VALEC1	DEB Vale
VLIM27	DEB VLI
VLIM28	DEB VLI

Fontes: Anbima e Santander. Data base em 27/fev/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
16/mar	CRA019000GT	CRA	Raízen Energia	IPCA+
16/mar	CRA021000MF	CRA	Tereos Açúcar e Energia Brasil	IPCA+
16/mar	CRA021000M9	CRA	Neomille	IPCA+

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
03/fev	Oi	S&P Global	Rebaixamento	SD	-	D	-
03/fev	CSN	Fitch Ratings	Rebaixamento	AAA(bra)	Observação Metodológica	AA-(bra)	Observação Negativa
03/fev	CSN Mineração	Fitch Ratings	Rebaixamento	AAA(bra)	Observação Metodológica	AA-(bra)	Observação Negativa
04/fev	OceanPact	Moody's Local	Elevação	A-.br	Positiva	A.br	Estável
04/fev	Unifique Telecomunicações	S&P Global	Elevação	brAA-	Estável	brAA	Estável
05/fev	Let's Rent a Car	Fitch Ratings	Mudança de perspectiva	AA-(bra)	Estável	AA-(bra)	Positiva
05/fev	Vix Logística	Fitch Ratings	Mudança de perspectiva	AA-(bra)	Estável	AA-(bra)	Positiva
06/fev	J&F	Fitch Ratings	Novo	-	-	AAA(bra)	Estável

Fontes: Fitch Ratings, Moody's Local, S&amp;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
09/fev	Raizen	Fitch Ratings	Rebaixamento	AAA(bra)	Estável	BBB-(bra)	Observação Negativa
09/fev	Raizen Energia	Fitch Ratings	Rebaixamento	AAA(bra)	Estável	BBB-(bra)	Observação Negativa
09/fev	Raizen	Fitch Ratings	Rebaixamento	BBB-(bra)	Observação Negativa	CCC(bra)	-
09/fev	Raizen Energia	Fitch Ratings	Rebaixamento	BBB-(bra)	Observação Negativa	CCC(bra)	-
10/fev	Raizen	Moody's Local	Rebaixamento	AAA.br	Negativa	CCC+.br	Em revisão para rebaixamento
10/fev	Raizen Energia	Moody's Local	Rebaixamento	AAA.br	Negativa	CCC+.br	Em revisão para rebaixamento
10/fev	Empresa Metropolitana de Águas e Energia	Fitch Ratings	Elevação	AA(bra)	Observação Indefinida	AAA(bra)	Estável
11/fev	Petz	Moody's Local	Novo	-	-	AA+.br	Estável
13/fev	Cosan	Moody's Local	Rebaixamento	AA+.br	Estável	AA.br	Em revisão para rebaixamento
13/fev	Rumo	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAAA	Estável	brAAA	Negativa
20/fev	CSN	Moody's Local	Rebaixamento	AA+.br	Estável	AA.br	Em revisão para rebaixamento
20/fev	Sabesp	Moody's Local	Remoção	AAA.br	Estável	-	-
20/fev	CSN	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA-(bra)	Observação Negativa	BBB-(bra)	Observação Negativa
20/fev	CSN Mineração	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA-(bra)	Observação Negativa	BBB-(bra)	Observação Negativa
24/fev	Casan	Moody's Local	Mudança de perspectiva	A+.br	Estável	A+.br	Em revisão para rebaixamento
26/fev	Oncoclínicas	Fitch Ratings	Rebaixamento	BBB(bra)	Observação Negativa	CCC-(bra)	-
27/fev	Cosan	Fitch Ratings	Rebaixamento	AAA(bra)	Negativa	A+(bra)	Observação Negativa

Fontes: Fitch Ratings, Moody's Local, S&amp;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.