

Panorama mensal de títulos incentivados

Outubro de 2025

Francisco Lobo

Analista de Crédito | Banco Santander (Brasil) S/A

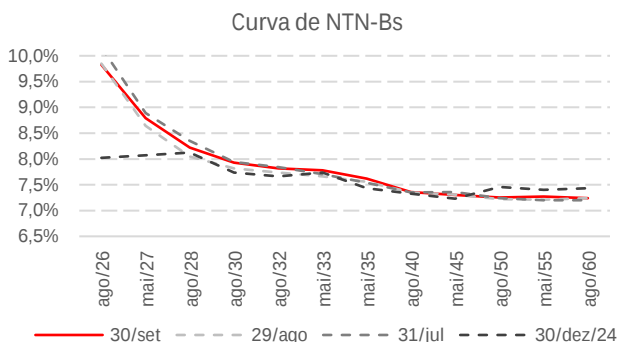
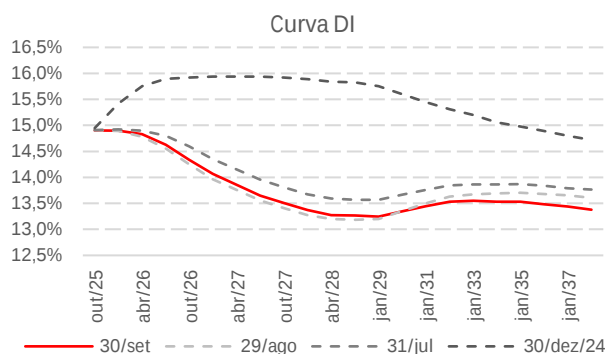
francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: a curva de juros perdeu inclinação em setembro, com leve alta nas taxas do miolo da curva e queda na ponta longa. Com a menor percepção de riscos inflacionários pelo mercado, houve ligeiro aumento dos prêmios das NTN-Bs de vencimentos intermediários. A oferta de ativos de crédito privado incentivados no mercado primário seguiu insuficiente para atender a demanda aquecida, encorpando o volume negociado no mercado secundário e acelerando a trajetória de queda dos *spreads*, que adentraram ainda mais em território negativo: o Idex Infra-Core, índice de prêmios de debêntures incentivadas com *rating*, encerrou setembro em -32 bps. Também foi representativa a sobredemanda de uma oferta primária de debêntures incentivadas de R\$ 2,8 bilhões, que levou ao fechamento de *spreads* de 75 bps no seu *bookbuilding*.

O noticiário no mês de setembro foi aquecido, com destaque para a apresentação do texto substitutivo da Medida Provisória nº 1303/2025, que manteve a isenção de IR para debêntures incentivadas, CRIs e CRAs, mas instituiu alíquota de 7,5% às emissões bancárias incentivadas (ainda pendente de tramitação no Congresso), o que deve aumentar ainda mais a demanda por produtos de crédito privado. Por fim, a possibilidade de pedidos de recuperação judicial ou extrajudicial de dois emissores significativos afetou a precificação dos seus ativos, embora o efeito tenha sido restrito àqueles nomes.

JUROS FUTUROS

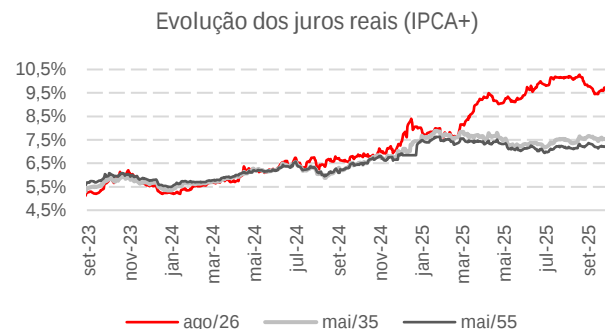
Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

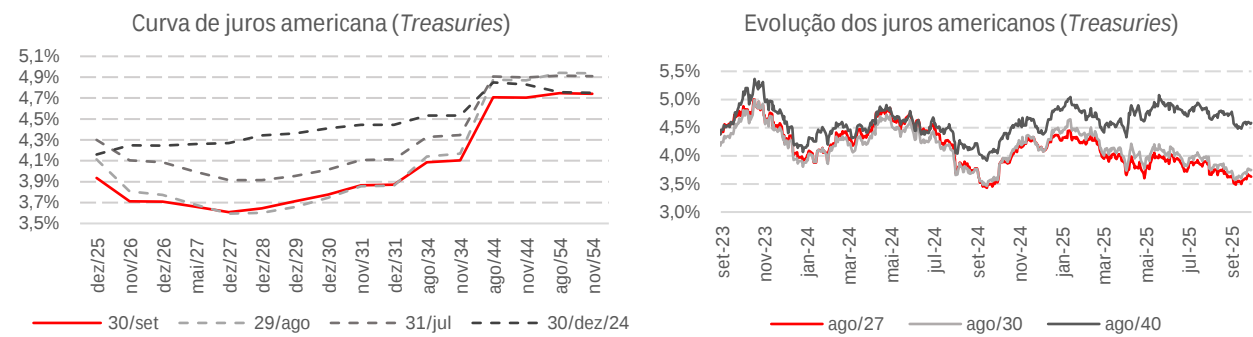
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos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

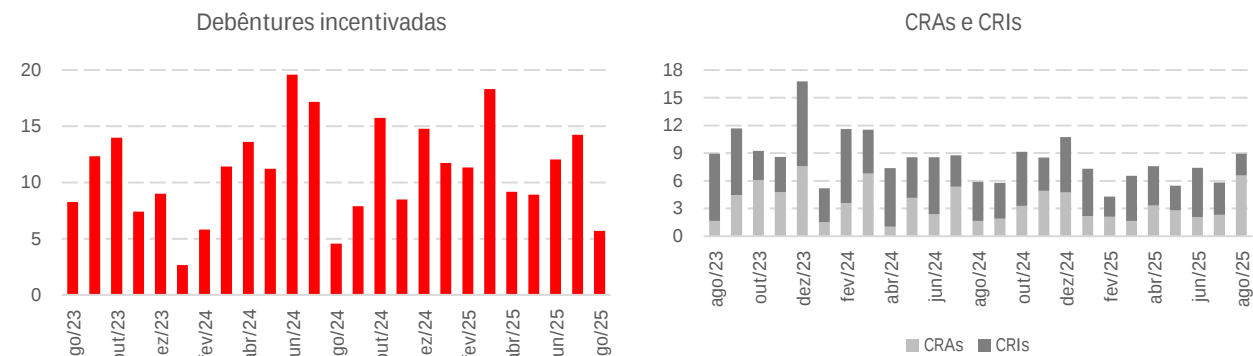
Indicador	Realizado				Projeção		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	-4,8%	3,0%	3,2%	3,4%	2,0%	1,5%	1,5%
IPCA	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	4,9%	4,5%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,58	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,19	R\$ 5,70	R\$ 6,00	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,40	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,68	R\$ 5,88	R\$ 6,08
Selic meta (final de período)	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	13,00%	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%	12,90%	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)

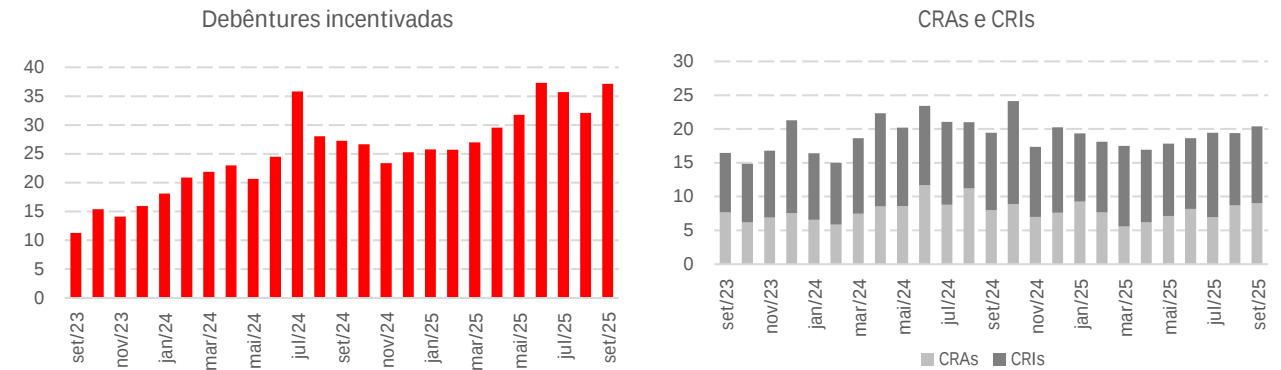


Fonte: Anbima e Santander.

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

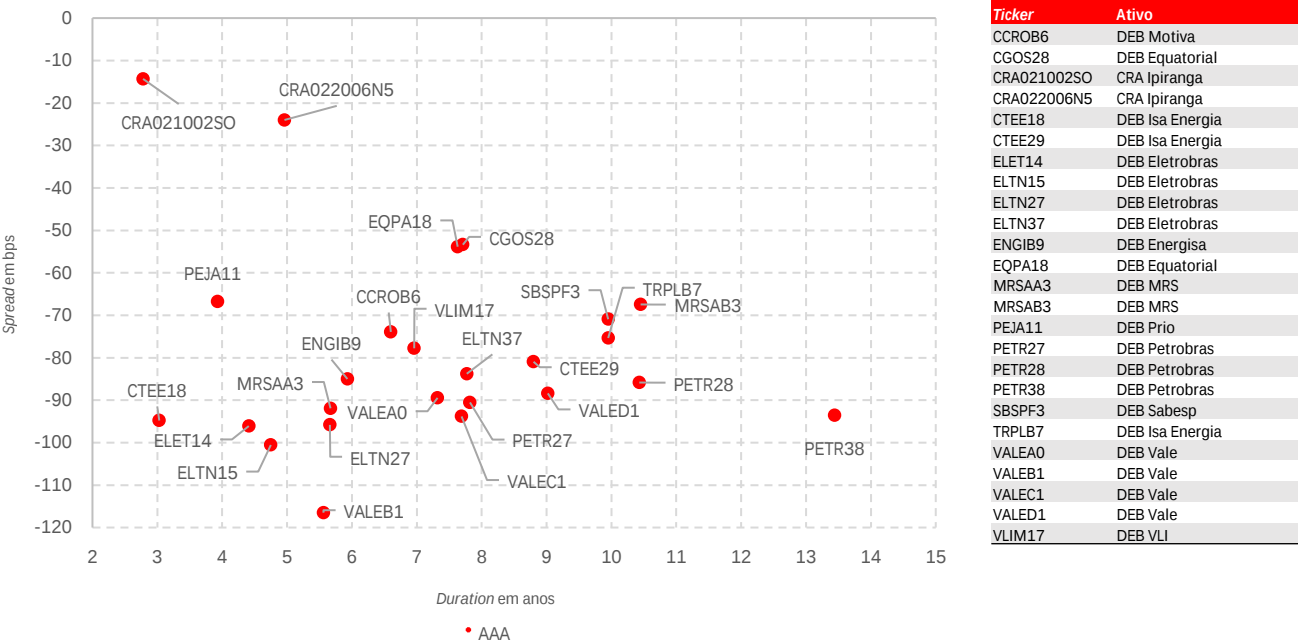
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)

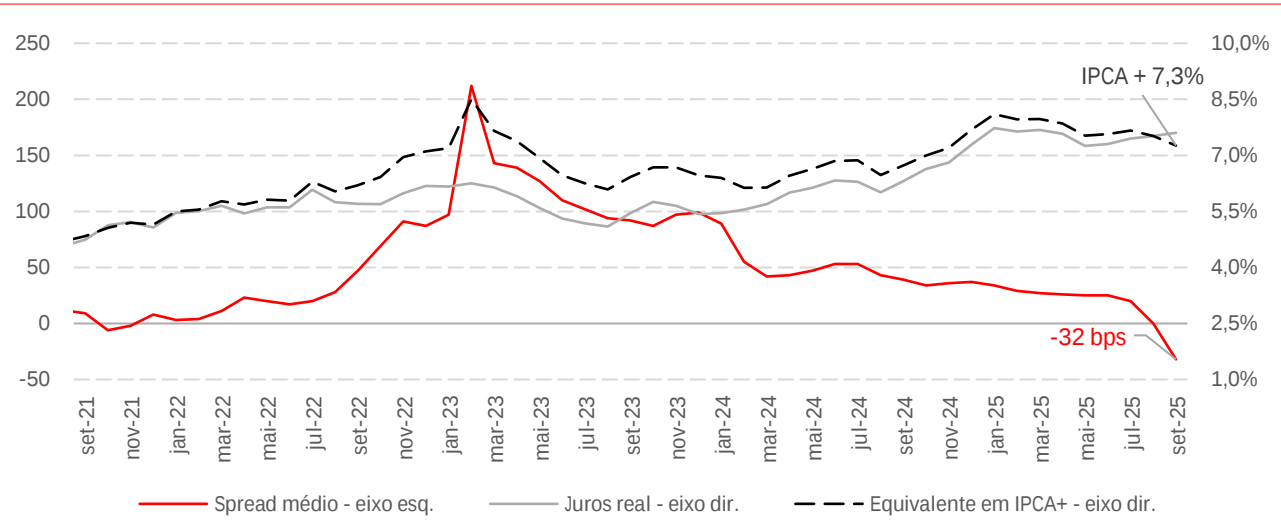


Fontes: Anbima e Santander. Data base em 30/set/25.

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/out	ITGT11	Debênture	Integração Transmissora de Energia	36,7	IPCA
15/out	ODTR11	Debênture	Concessionária Rota das Bandeiras	408,9	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
02/set	Frísia Cooperativa Agroindustrial	Moody's Local	Elevação	A.br	Estável	A+.br	Estável
02/set	Cogna Educação	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAA+	Estável	brAA+	Positiva
03/set	Cemig	Moody's Local	Elevação	AA+.br	Estável	AAA.br	Estável
03/set	Cemig Distribuição	Moody's Local	Elevação	AA+.br	Estável	AAA.br	Estável
03/set	Cemig Geração e Transmissão	Moody's Local	Elevação	AA+.br	Estável	AAA.br	Estável
03/set	Caesb	Moody's Local	Novo	-	-	AAA.br	Estável
04/set	Samarco	Fitch	Elevação	BB(bra)	Positiva	BBB+(bra)	Positiva
05/set	Oncoclínicas	Fitch	Rebaixamento	AA-(bra)	Estável	BBB(bra)	OBS Negativa

Data	Emissor	Agência	Ação	Anterior		Atual	
				Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva
08/set	V2i Energia	Fitch	Mudança de perspectiva	A(bra)	Observação negativa	A(bra)	Estável
09/set	Companhia de Locação das Américas	S&P Global	Remoção	brAAA	Estável	-	-
10/set	Santa Maria Administração e Participação	Moody's Local	Elevação	A-.br	Positiva	A.br	Estável
12/set	Ambipar	Fitch	Mudança de perspectiva	AA-(bra)	Positiva	AA-(bra)	Negativa
15/set	Águas da Imperatriz	Fitch	Novo	-	-	AAA(bra)	Estável
16/set	Argo Energia	Moody's Local	Novo	-	-	AAA.br	Estável
16/set	Tecnisa	S&P Global	Rebaixamento	brBBB+	Negativa	brBB	CreditWatch Negativo
17/set	LD Celulose	Fitch	Mudança de perspectiva	AA(bra)	Estável	AA(bra)	Positiva
22/set	Let's Rent a Car	Fitch	Novo	-	-	AA-(bra)	Estável
22/set	Braskem	S&P Global	Rebaixamento	brAA-	CreditWatch Negativo	brA-	Negativa
23/set	CM Hospitalar - Viveo	Moody's Local	Rebaixamento	A.br	Revisão para rebaixamento	BBB+.br	Revisão para rebaixamento
23/set	BRZ Empreendimentos e Construções	S&P Global	Mudança de perspectiva	brA-	Estável	brA-	Positiva
25/set	Ambipar	Fitch	Rebaixamento	AA-(bra)	Negativa	C(bra)	
25/set	Terminal de Contêineres de Paranaguá	S&P Global	Remoção	brAAA	Estável	-	-
26/set	Braskem	Fitch	Rebaixamento	AA(bra)	Negativa	CCC+(bra)	
26/set	Braskem	S&P Global	Rebaixamento	brA-	Negativa	brCCC-	Negativa
29/set	CVC Brasil	Fitch	Mudança de perspectiva	BBB(bra)	Estável	BBB(bra)	Positiva

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.