

Francisco Lobo

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

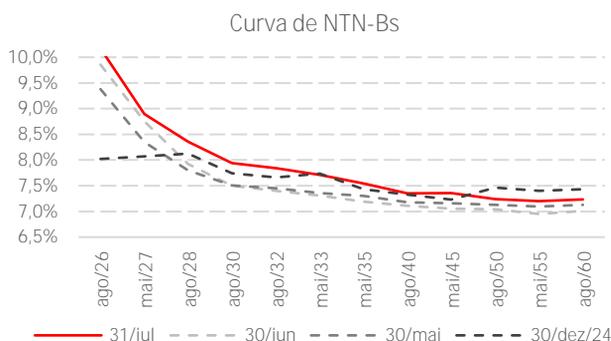
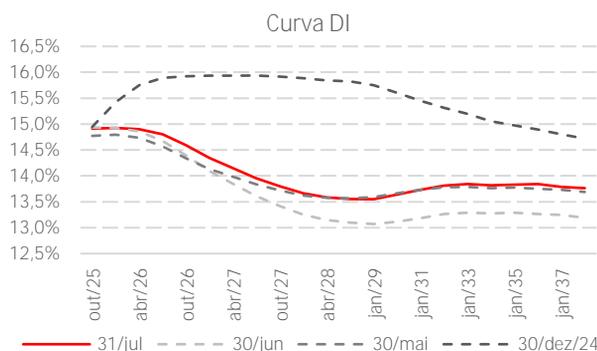
francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: as taxas futuras de juros encerraram julho em forte alta nos vértices intermediários e longos, com os vencimentos a partir de 2030 chegando a abrir mais de 50 bps (0,5 ponto percentual), devolvendo praticamente todos os ganhos do mês anterior. Como a ponta longa subiu mais que a curta, a curva nominal ganhou inclinação. O mês foi marcado pela ofensiva tarifária dos Estados Unidos contra o Brasil, o que elevou a percepção de risco do país (refletido na curva real) e resultou na desvalorização do real frente ao dólar. Esse conflito só apresentou sinais de distensão no dia 30, com a lista de quase 700 exceções à tarifa de importação de 50%. Também houve redução das apostas de corte da Selic ainda em 2026, após leitura mais dura do comunicado do Copom, que manteve a taxa básica em 15% ao ano, conforme amplamente esperado.

No mercado de crédito privado, o volume negociado de ativos isentos permaneceu elevado no mês, impulsionando ainda mais os *spreads* no território negativo para ativos AAA de risco corporativo. Por outro lado, no mercado primário, observou-se maior participação das instituições coordenadoras nas últimas ofertas. Por fim, devido ao recesso parlamentar, não houve avanços relevantes na tramitação da MP 1303, que prevê a incidência de IR para ativos incentivados. A medida, que precisa ser referendada pelo Congresso para entrar em vigor, teve seu prazo de deliberação prorrogado até 8 de outubro.

JUROS FUTUROS

Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

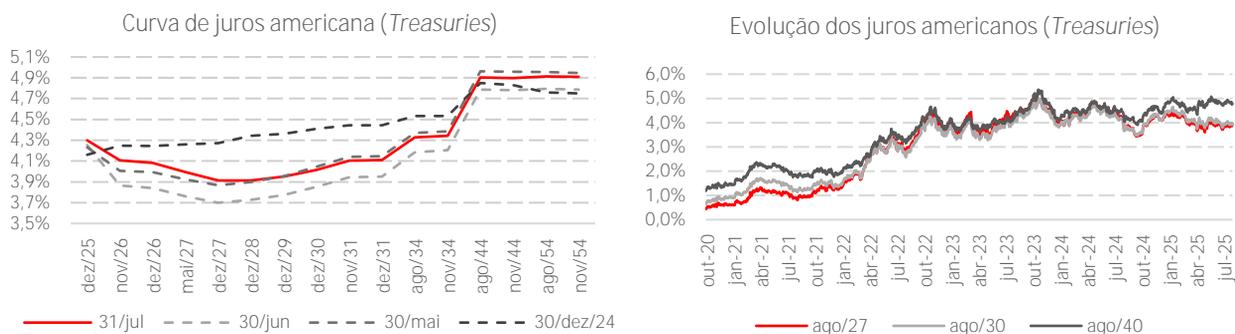
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos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

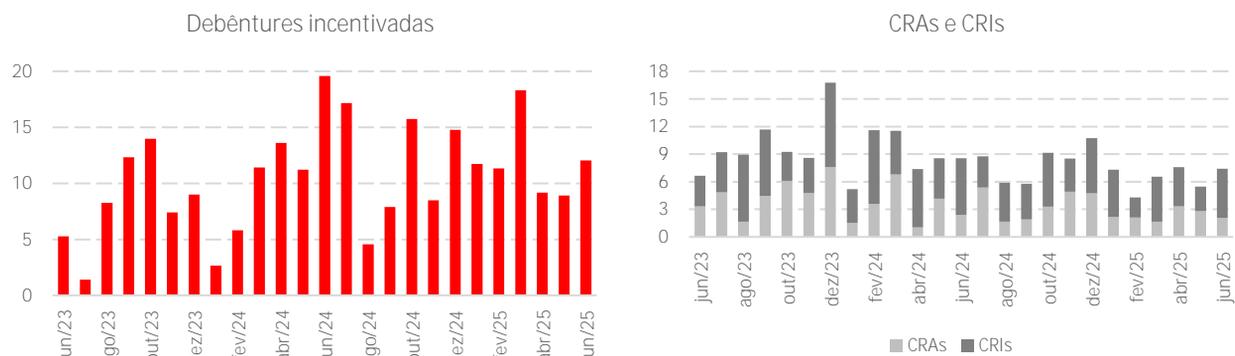
Indicador	Realizado				Projeção		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	-4,8%	3,0%	3,2%	3,4%	2,0%	1,5%	1,5%
IPCA	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	5,1%	4,5%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,58	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,19	R\$ 5,70	R\$ 6,00	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,40	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,70	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%	14,34%	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%	14,24%	9,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

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

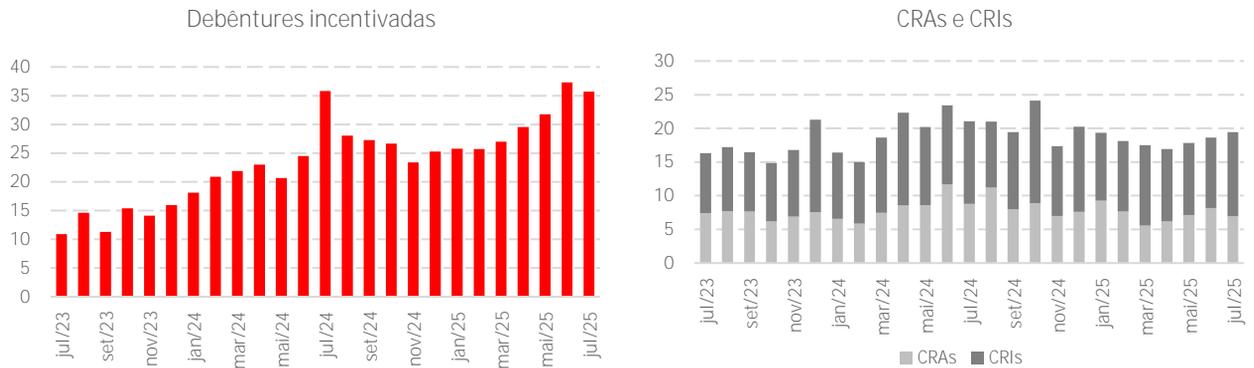


Fonte: Anbima e Santander.

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

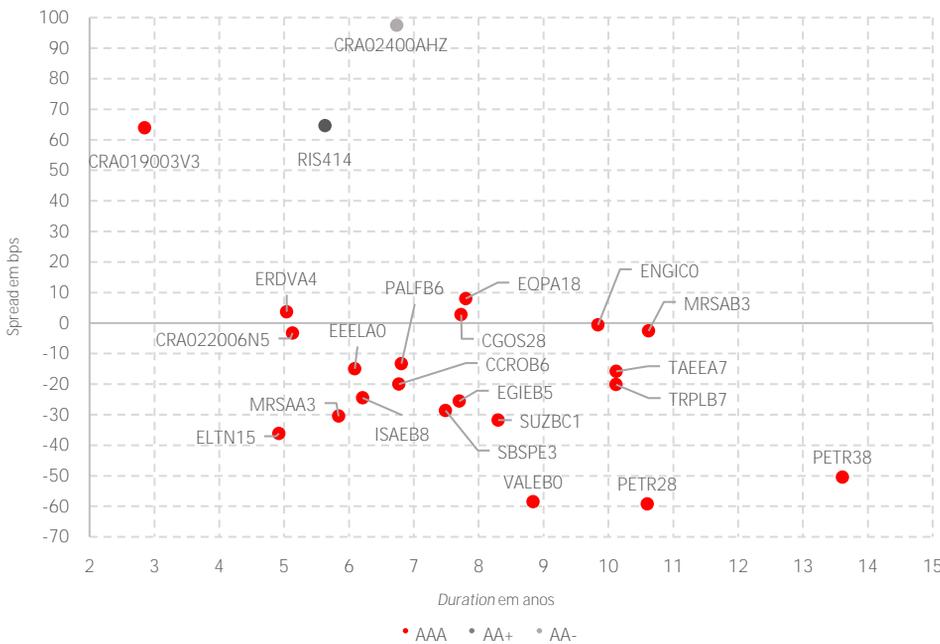
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)



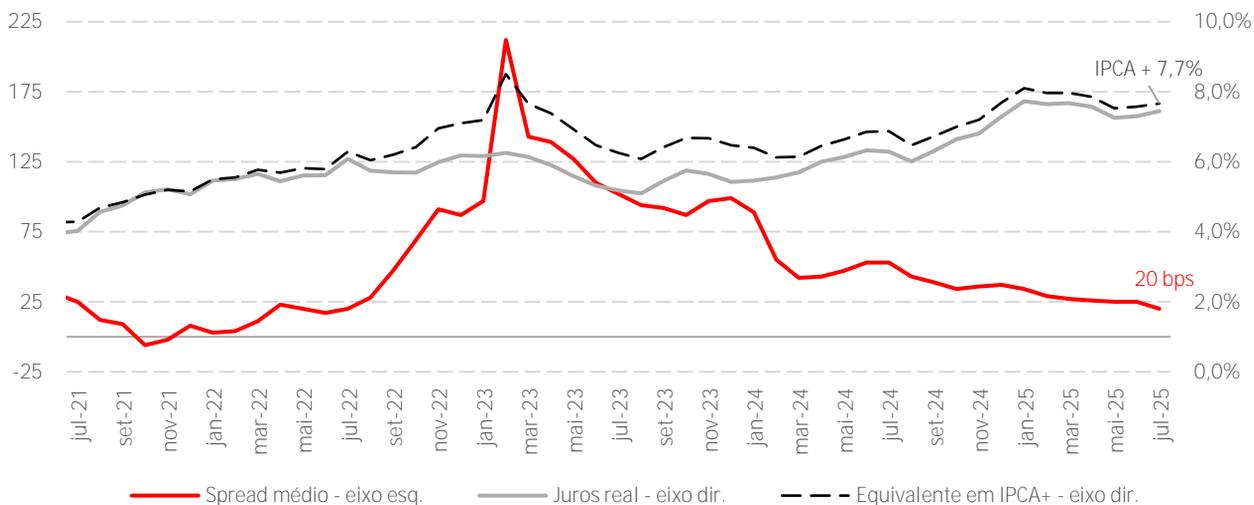
Ticker	Ativo
CCROB6	DEB Motiva
CGOS28	DEB Equatorial Golas
CRA019003V3	CRA Raizen
CRA022006N5	CRA Ultrapar
CRA02400AHZ	CRA Refrescos Bandeirantes
EEELAO	DEB CPFL
EGIEB5	DEB Engie
ELTN15	DEB Eletrobras
ENGICO	DEB Energisa
EOPA18	DEB Equatorial Para
ERDVA4	DEB Ecorodovias
ISAE8	DEB ISA Energia
MRSAA3	DEB MRS
MRSAB3	DEB MRS
PALFB6	DEB CPFL
PETR28	DEB Petrobras
PETR38	DEB Petrobras
RIS414	DEB Aegea
SBSPE3	DEB Sabesp
SUZBC1	DEB Suzano
TAEAA7	DEB Taesa
TRPLB7	DEB ISA Energia
VALEBO	DEB Vale

Fontes: Anbima e Santander. Data base em 31/jul/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/ago	AESL17	Debênture	RGE Sul	118,4	IPCA
15/ago	CEEBA1	Debênture	Coelba	396,0	IPCA
15/ago	CPFPA0	Debênture	Companhia Piratininga de Força e Luz	106,2	IPCA
15/ago	EBEN19	Debênture	EDP São Paulo	128,8	IPCA
15/ago	VLIM12	Debênture	VLI Multimodal	170,6	IPCA
15/ago	18H0014828	CRI	Hospital Albert Einstein	-	% do 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
02/jul	Solar Bebidas	Moody's Local	Novo	-	-	AAA.br	Estável
02/jul	Norsa Refrigerantes	Moody's Local	Novo	-	-	AAA.br	Estável
03/jul	Elekeiroz	Moody's Local	Novo	-	-	A.br	Estável
03/jul	Diálogo Engenharia e Construção	Moody's Local	Novo	-	-	AA+.br	Estável
03/jul	Trisul	S&P Global	Elevação	brA+	Estável	brAA-	Estável

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
03/jul	Emccamp Residencial	S&P Global	Elevação	brA+	Estável	brAA-	Estável
03/jul	Construtora Tenda	S&P Global	Elevação	brA-	Estável	brA+	Estável
04/jul	Dori Alimentos	Moody's Local	Remoção	AA-.br	Estável	-	-
07/jul	A.Yoshii Engenharia e Construção	Moody's Local	Remoção	A-.br	Negativa	-	-
10/jul	São Simão Energia	S&P Global	Mudança de Perspectiva	brAA+	Negativa	brAA+	Estável
10/jul	SPIC Brasil Energia	S&P Global	Mudança de Perspectiva	brAA+	Negativa	brAA+	Estável
15/jul	Hidroviás do Brasil	Fitch	Elevação	AA-(bra)	CreditWatch Positivo	AAA(bra)	Estável
15/jul	Equipav Saneamento	S&P Global	Mudança de Perspectiva	brAA+	Estável	brAA+	Negativa
16/jul	Cooperativa Agroindustrial (Castrolanda)	Moody's Local	Elevação	A.br	Estável	A+.br	Estável
17/jul	Unigel Participações	S&P Global	Rebaixamento	brB-	Negativa	brCC	Negativa
18/jul	Olfar - Alimento e Energia	Moody's Local	Novo	-	-	A.br	Estável
18/jul	Alares Internet Participações	Fitch	Novo	-	-	A(bra)	Estável
21/jul	Aura Minerals	S&P Global	Mudança de Perspectiva	brAA	Estável	brAA	Positiva
22/jul	Auren Participações	Fitch	Novo	-	-	AAA(bra)	Estável
23/jul	Bemol	Moody's Local	Mudança de Perspectiva	BBB+.br	Estável	BBB+.br	Positiva
25/jul	QMC Telecom do Brasil Cessão de Infraestrutura	Fitch	Novo	-	-	A(bra)	Estável
25/jul	Brasil Terrenos Holding	S&P Global	Novo	-	-	brAA+	Estável
25/jul	BRK Ambiental Participações	S&P Global	Novo	-	-	brAA-	Estável
30/jul	Oceânica Engenharia e Consultoria	Moody's Local	Rebaixamento	A-.br	Negativa	BBB+.br	Negativa
30/jul	Oceânica Engenharia e Consultoria	Moody's Local	Remoção	BBB+.br	Negativa	-	-

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.