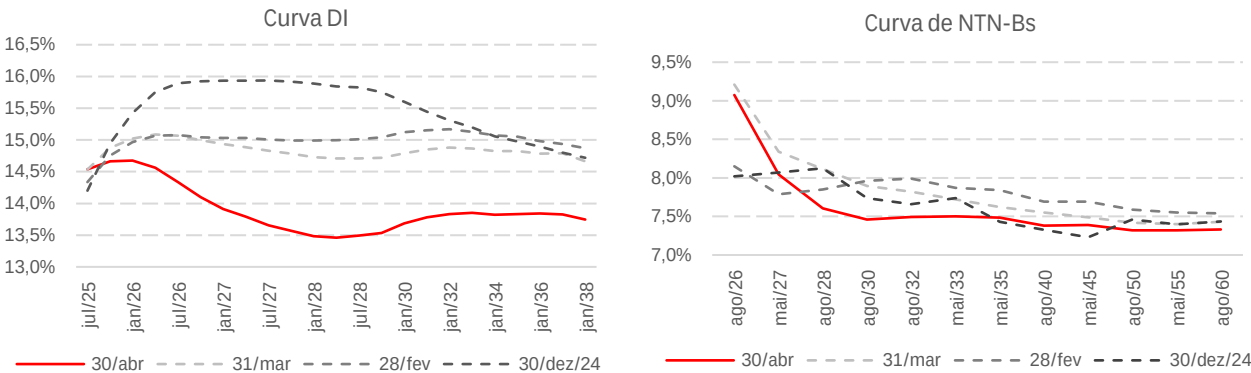


Francisco Lobo
Analista de Crédito | Banco Santander (Brasil) S/A
francisco.lobosantander.com.br

Em poucas linhas: os temores com a guerra comercial e a possibilidade de uma recessão nos EUA direcionaram a rotação global de carteiras em abril, com o investidor internacional em busca de mercados mais arriscados, e ganho de inclinação na curva das *Treasuries*, com reforço nas apostas de corte de juros em +75 bps pelo Federal Reserve em 2025 e maiores *yields* nos vencimentos de longo prazo. No Brasil, houve forte ingresso de recursos, ao mesmo tempo em que o mercado passou a precificar com maior intensidade que a Selic feche o ano em 14,75% (ante patamar atual de 14,25%) e inicie o ciclo de afrouxo monetário no primeiro semestre de 2026. Como consequência, houve forte fechamento da curva nominal e perda de inclinação – movimento que não foi observado na curva de juros real. Há de ser monitorada a “super quarta-feira” amanhã, com expectativas majoritárias de elevação de 50 bps da Selic. Lá fora, a expectativa é de que os juros básicos sejam mantidos na faixa de 4,25% – 4,5%. Quanto ao mercado de ativos isentos de crédito privado, a demanda segue resiliente e permanece a trajetória de redução dos prêmios de risco.

JUROS FUTUROS

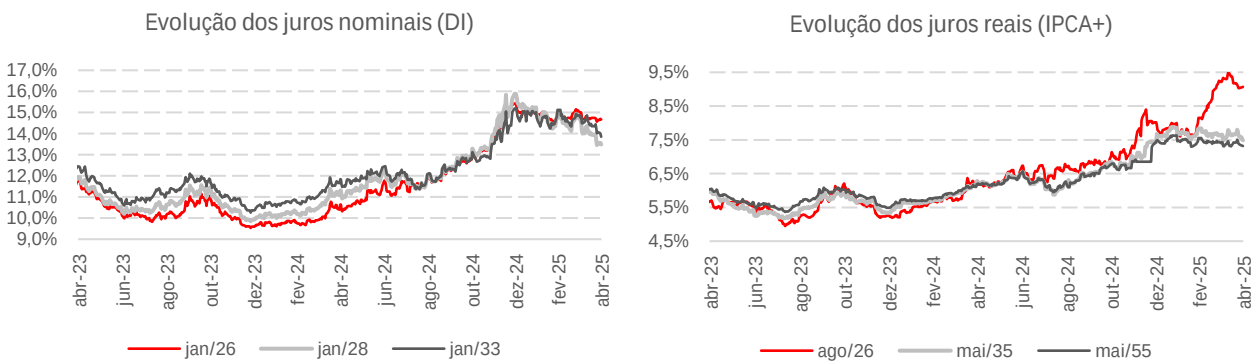
Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

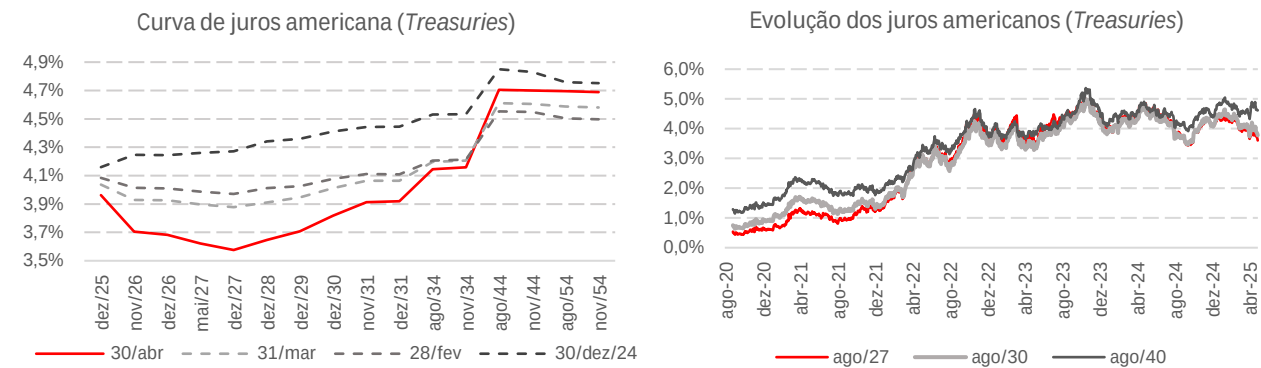
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos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

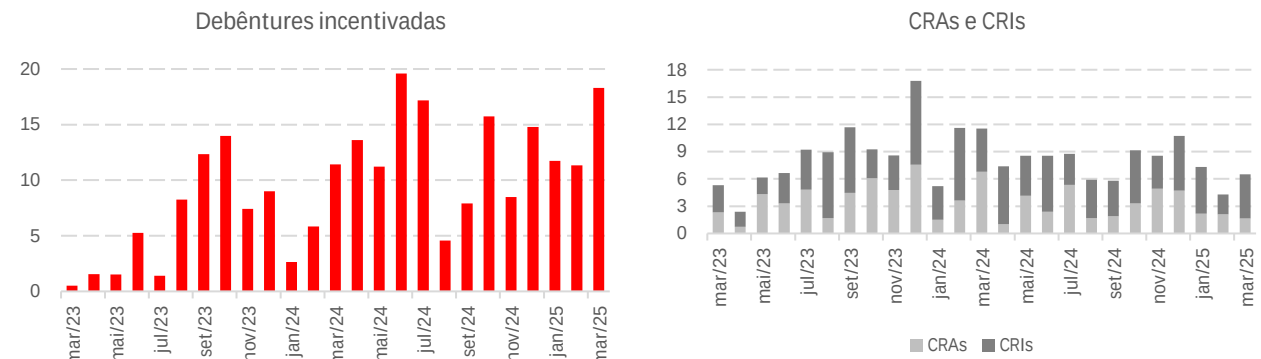
Indicador¹	Realizado				Projeção		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	-4,8%	3,0%	3,2%	3,4%	2,0%	1,5%	1,5%
IPCA	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	5,80%	5,04%	4,00%
Dólar (final de período)	R\$ 5,58	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,19	R\$ 5,90	R\$ 6,00	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,40	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,78	R\$ 5,98	R\$ 6,08
Selic meta (final de período)	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	14,75%	13,00%	10,00%
Selic meta (média do ano)	4,58%	12,57%	13,25%	10,92%	14,67%	14,44%	10,00%
CDI (final de período)	9,63%	14,34%	11,28%	12,15%	14,65%	12,90%	9,90%
CDI (taxa efetiva do ano)	4,42%	12,39%	13,04%	10,91%	14,57%	14,34%	9,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

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

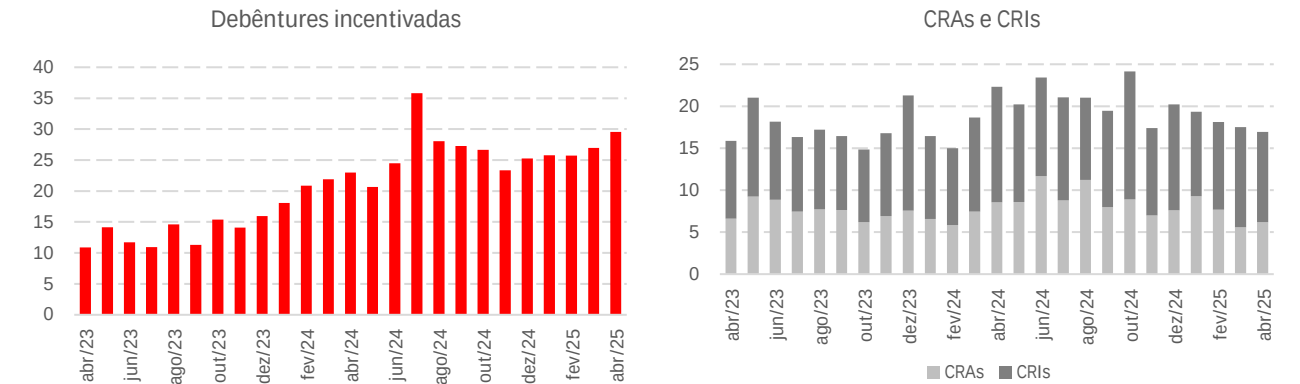


Fonte: Anbima e Santander.

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

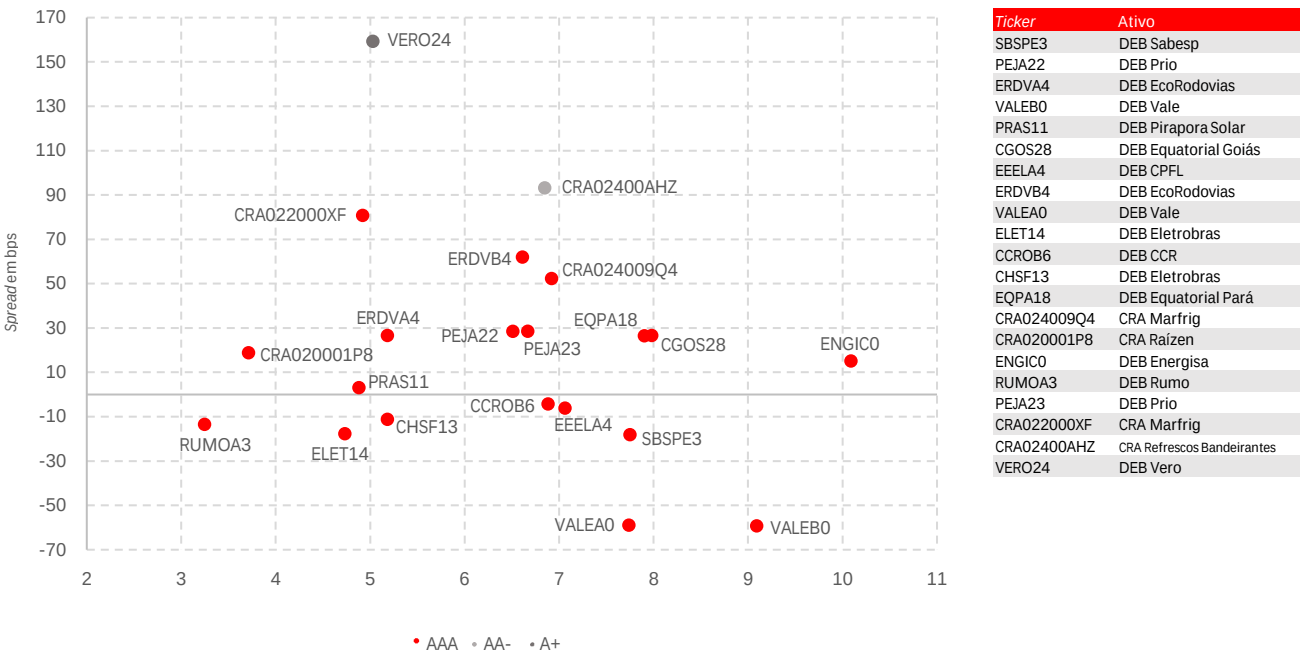
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)

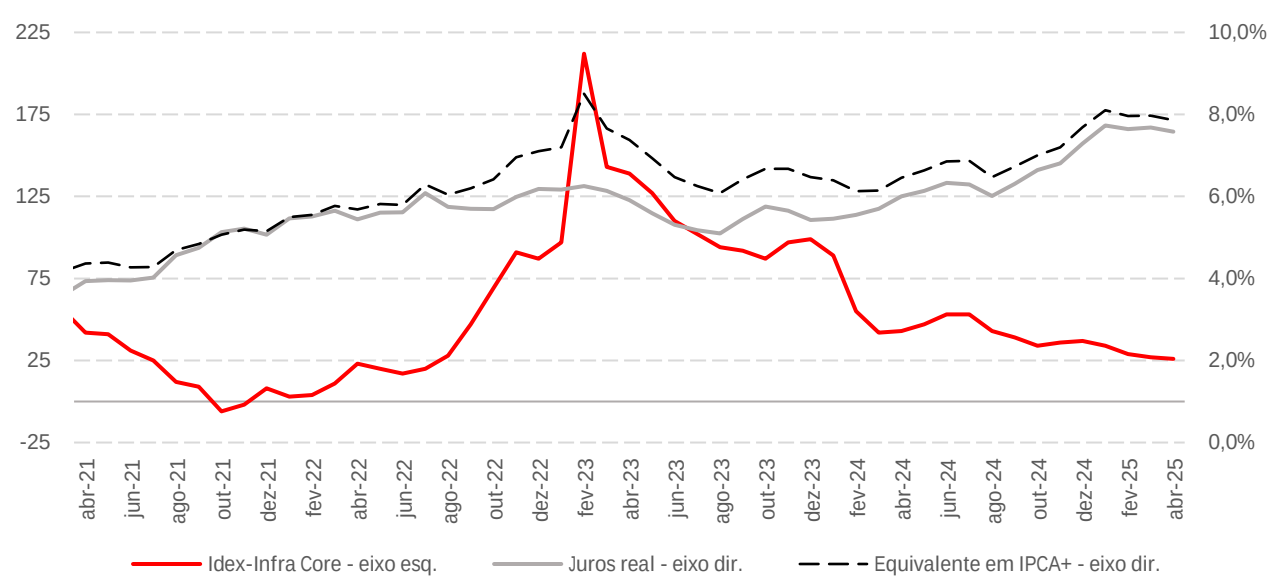


Fontes: Anbima e Santander. Data base em 30/abr/25.

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 taxas 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/mai	ELEK37	Debênture	Elektro Redes S.A.	223,0	IPCA
15/mai	ULFT12	Debênture	Ultrafertil S.A.	63,0	IPCA
15/mai	CRA020001E4	CRA	Minerva S.A	-	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/abr	Diagnósticos da América S.A. (DASA)	Fitch	Mudança de perspectiva	AA(bra)	Negativa	AA(bra)	Estável
02/abr	Serviços Hospitalares S.A. (Ímpar)	Fitch	Rebaixamento	AA(bra)	OBS Negativa	AA-(bra)	Estável
04/abr	Althaia S.A. Indústria Farmacêutica	Moody's Local	Elevação	A-.br	Estável	A+.br	Estável
07/abr	Gonçalves & Tortola S.A.	S&P Global	Elevação	brA-	Estável	brA	Estável
09/abr	Ânima Holding S.A	Fitch	Elevação	AA-(bra)	Positiva	AA(bra)	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
09/abr	Uby	S&P Global	Remoção	brBBB-	Negativa	-	-
09/abr	Hypera S.A.	S&P Global	Rebaixamento	brAAA	Estável	brAA+	Estável
10/abr	Raia Drogasil S.A	Fitch	Remoção	AAA(bra)	Estável	-	-
11/abr	Equatorial Transmissão S.A.	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	OBS Positiva
11/abr	Echoenergia Participações S.A	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva
11/abr	Ribeiro Gonçalves Energia Sola SPE S.A.	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva
11/abr	Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva
11/abr	Equatorial Pará Distribuidora de Energia	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva
11/abr	Barreiras Holding S.A.	Fitch	Mudança de perspectiva	AA+(bra)	Estável	AA+(bra)	Positiva
16/abr	Elfa Medicamentos S.A.	Moody's Local	Rebaixamento	BB+.br	Negativa	BB.br	Estável
17/abr	Elfa Medicamentos S.A.	Fitch	Novo	-	-	BBB-(bra)	Estável
17/abr	BBM Logística S.A.	Fitch	Remoção	C(bra)	-	-	-
17/abr	Companhia de Saneamento de MG (Copasa)	Fitch	Elevação	AA+(bra)	Positiva	AAA(bra)	Estável
22/abr	GSH Corp Participações S.A	Fitch	Mudança de perspectiva	AA(bra)	Estável	AA(bra)	OBS Negativa
22/abr	Afya Participações S.A.	Moody's Local	Elevação	AA+.br	Estável	AAA.br	Estável
24/abr	Elfa Medicamentos S.A.	Moody's Local	Remoção	BB.br	Estável	-	-
28/abr	Kora Saúde Participações S.A.	Moody's Local	Mudança de perspectiva	A-.br	Estável	A-.br	Negativa
28/abr	Brisanet Serviços de Telecomunicações S.A.	S&P Global	Novo	-	-	brAA-	Estável
28/abr	Brisanet Participações S.A	S&P Global	Remoção	brAA-	Estável	-	-
28/abr	Algar Telecom S/A	S&P Global	Rebaixamento	brAA+	Negativa	brAA	Estável
29/abr	Bioenergetica Vale do Paracatu S.A.	S&P Global	Elevação	brBBB	Positiva	brBBB+	Positiva
30/abr	Angelina Colombo Participações S.A.	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAAA	Negativa	brAAA	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. 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, 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 nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

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 Instrução 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.

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 Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, 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.

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.