

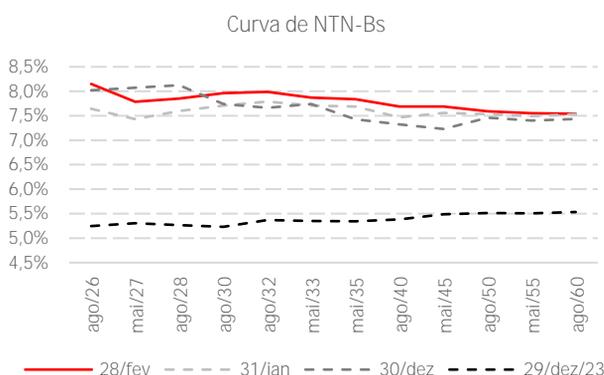
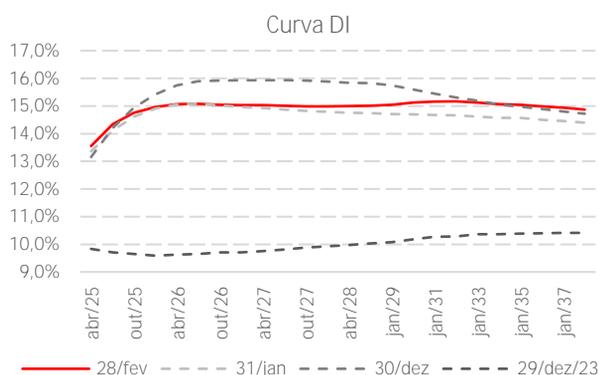
Francisco Lobo

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

Em poucas linhas: o mês de fevereiro foi marcado por incertezas no *front* doméstico e no exterior, com abertura da curva de juros futuros de 50 pontos base em determinados vértices. O noticiário abrangeu políticas tarifárias dos Estados Unidos e atritos entre os presidentes Donald Trump e Volodymyr Zelensky (Ucrânia), além da divulgação da ata do Comitê de Política Monetária (Copom), que destacou que a desancoragem das expectativas de inflação tem sido um tema de risco recorrente. Ressalta-se que o time de Macroeconomia do Santander apresentou sua revisão de cenário no últimos mês, trazendo uma elevação da projeção de IPCA 2025 para 6,0% (vs. 5,5% em dezembro) e uma elevação da taxa Selic ao fim de 2026 para 13,0% (vs. 11,0% em dezembro). Quanto ao mercado de ativos isentos de crédito privado, a demanda segue concentrada em papéis de emissores de baixo risco de crédito, especialmente de *duration* mais curta, cujas ofertas no mercado primário seguem insuficiente para atendê-la, resultando em compressão adicional de *spreads* no mês.

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.

Projeções macroeconômicas

Tabela 1. Estimativas Santander

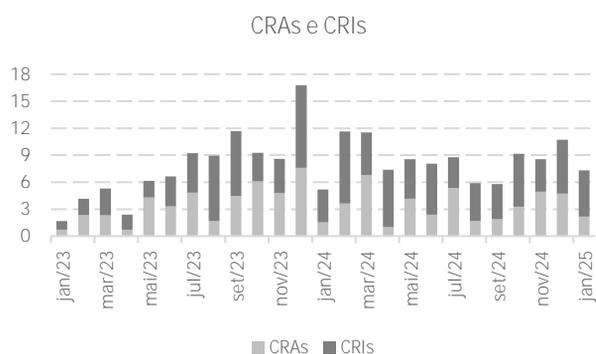
Indicador*	Realizado				Projeção		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	-4,7%	3,0%	3,2%	3,4%	1,8%	1,5%	1,5%
IPCA	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	6,00%	4,64%	4,00%
Dólar (final de período)	R\$ 5,58	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,18	R\$ 6,00	6,15	6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,40	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,85	6,08	6,08
Selic meta (final de período)	9,25%	13,75%	11,75%	12,25%	14,50%	13,00%	10,00%
Selic meta (média do ano)	4,58%	12,57%	13,25%	10,92%	14,75%	14,57%	10,00%
CDI (final de período)	9,63%	14,34%	11,28%	12,15%	14,40%	12,90%	9,90%
CDI (taxa efetiva do ano)	4,42%	12,39%	13,04%	10,91%	14,65%	14,47%	9,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

Gráficos 5 e 6. Emissões de debêntures incentivadas, CRAs e CRIs (R\$ bilhões)

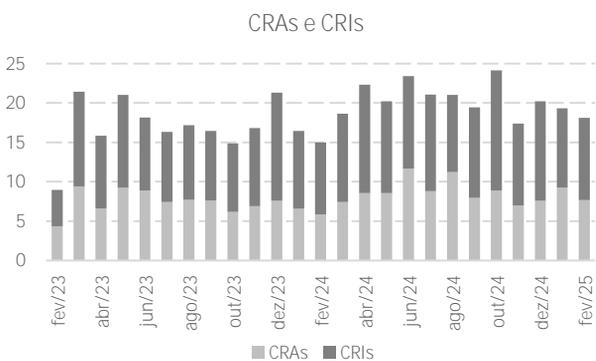


Fonte: Anbima e Santander.

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

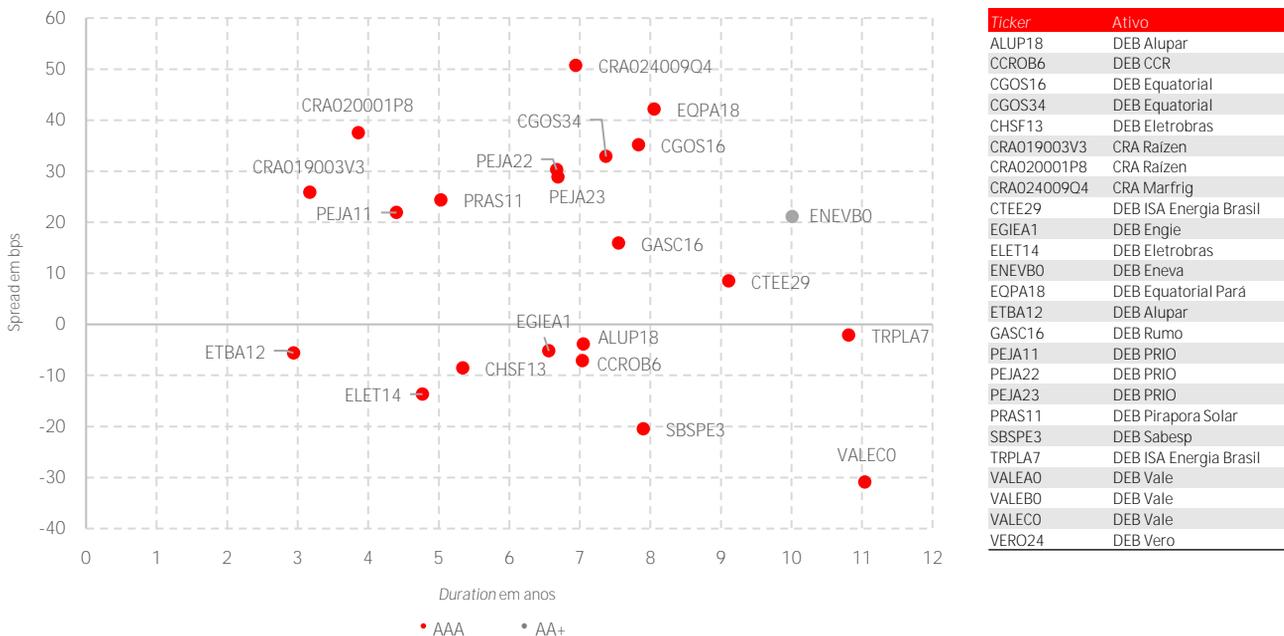
Gráficos 7 e 8. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



Fonte: Cetip, Anbima e Santander.

Cotações de ativos selecionados

Gráfico 9. Prêmio sobre NTN-Bs (em bps – eixo Y) vs. Duration (em anos – eixo X)

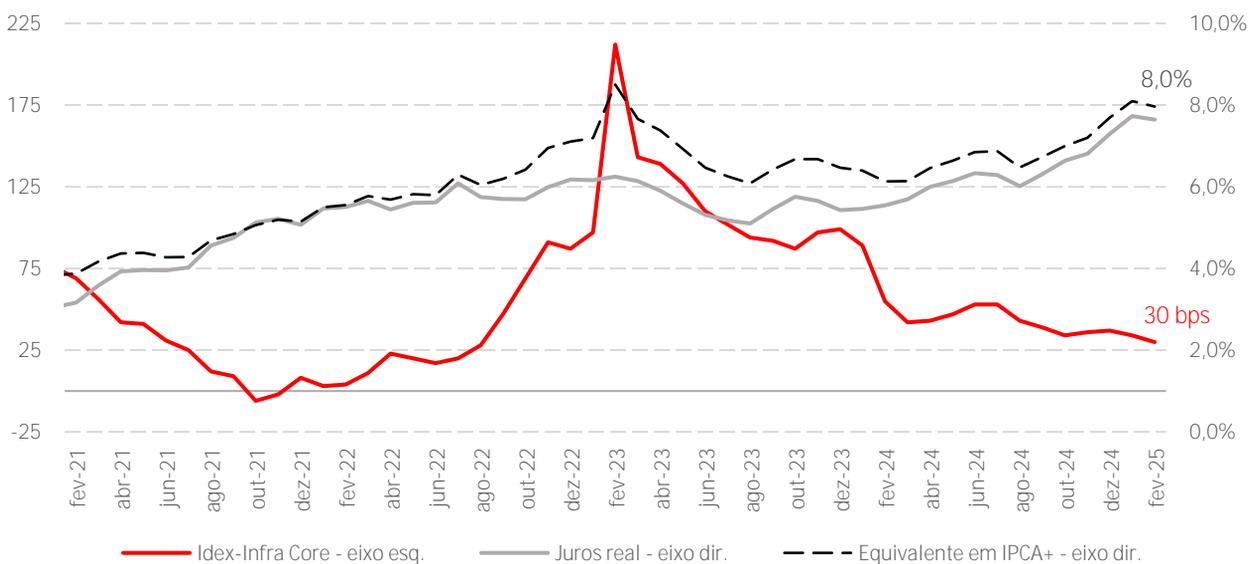


Fontes: Anbima e Santander. Data base em 28/fev/25.

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 10. 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/mar	AGRU11	Debênture	Aeroporto Internacional de Guarulhos	60,4	IPCA
15/mar	ALGA27	Debênture	Algar Telecom	56,3	IPCA
17/mar	CRA019000GS	CRA	Raizen Energia	-	% do DI
18/mar	IEMD12	Debênture	Interligação Elétrica do Madeira	311,9	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
03/fev	Unigel Participações	S&P Global	Elevação	D	-	brB+	CreditWatch Positivo
03/fev	Azul	Fitch	Rebaixamento	C(bra)	-	RD(bra)	-
03/fev	Azul	Fitch	Rebaixamento	RD(bra)	-	CCC(bra)	Positiva
06/fev	Prio Forte	Fitch	Novo	-	-	AAA(bra)	Estável
06/fev	Petro Rio Jaguar Petróleo	Fitch	Remoção	AAA(bra)	Estável	-	-
07/fev	Usiminas	Moody's Local	Mudança de perspectiva	AA+.br	Estável	AA+.br	Positiva
07/fev	Companhia Estadual de Geração de Energia Elétrica (CEEE-G)	Fitch	Novo	-	-	AA(bra)	Estável
10/fev	BRK Ambiental - Mauá	Moody's Local	Novo	-	-	AA-.br	Estável
12/fev	Samarco Mineração	Fitch	Mudança de perspectiva	BB(bra)	Estável	BB(bra)	Positiva
18/fev	GG Participações S.A. (Girassol)	S&P Global	Rebaixamento	brA	Estável	brBB+	CreditWatch Negativo
19/fev	TOTVS	Fitch	Elevação	AA+(bra)	Positiva	AAA(bra)	Estável
20/fev	PBG	Fitch	Rebaixamento	A-(bra)	OBS Negativa	BBB(bra)	Estável
24/fev	Valid Soluções	Moody's Local	Elevação	AA-.br	Estável	AA.br	Estável
26/fev	Três Tentos	S&P Global	Elevação	brAA-	Estável	brAA	Estável
27/fev	Cerradinho Bionergia	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAA	Negativa	brAA	Estável
27/fev	GJA Indústrias	S&P Global	Rebaixamento	brAA	Negativa	brAA-	Negativa
27/fev	Estrela Comércio e Participações (Tora)	Fitch	Remoção	A-(bra)	Estável	-	-
28/fev	C&A Modas	Fitch	Mudança de perspectiva	AA-(bra)	Estável	AA-(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. 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.