

Panorama mensal de títulos isentos

Setembro de 2025

Mercado de capitais
2 de setembro de 2025

Francisco Lobo

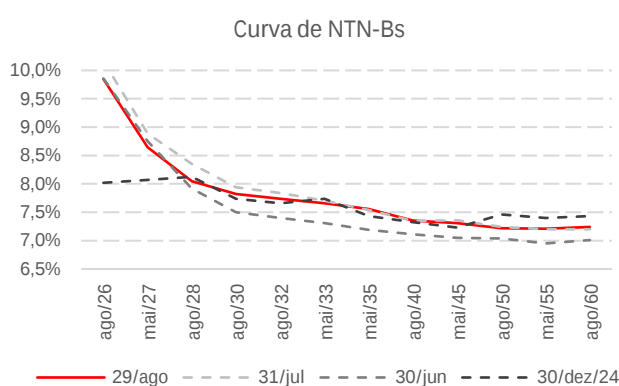
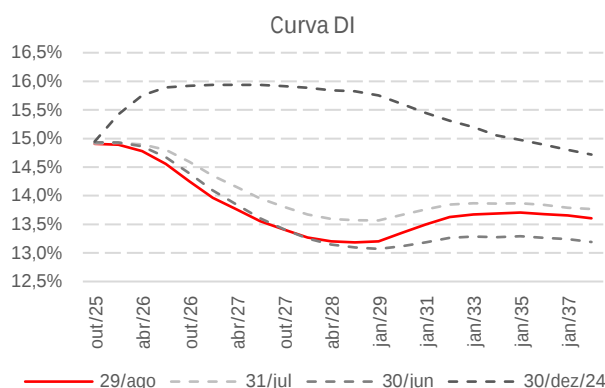
Analista de Crédito | Banco Santander (Brasil) S/A
francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: o mês de agosto foi positivo para o mercado de juros, com queda em todos os vértices, tanto nas curvas real quanto nominal. O destaque principal foram os vencimentos entre 2027 e 2029 na curva DI, que fecharam ao redor de 40 bps. Por trás desse movimento, o mercado passou a precificar com mais intensidade um corte de juros nos Estados Unidos em setembro (o que tende a beneficiar mercados emergentes, como o Brasil, uma vez que os investidores tendem a buscar ativos de maior risco), além de uma gestão fiscal mais eficiente por parte do governo brasileiro.

No mercado de crédito privado, o volume de ativos incentivados negociado permaneceu elevado. Por outro lado, o esperado aumento no volume de emissões, com antecipações das ofertas que seriam feitas no ano que vem para este ano, em razão da Medida Provisória nº 1.303, tem sido modesto. Lembra-se que, caso entre em vigor, emissões feitas até dezembro deste ano permaneceriam isentas. Nesse desequilíbrio entre oferta e demanda, os *spreads* para ativos AAA seguem adentrando ainda mais no território negativo.

JUROS FUTUROS

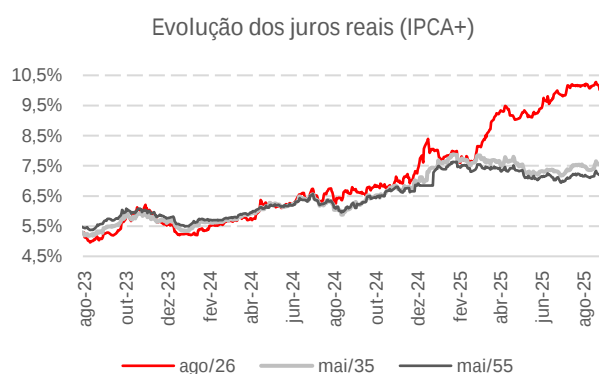
Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

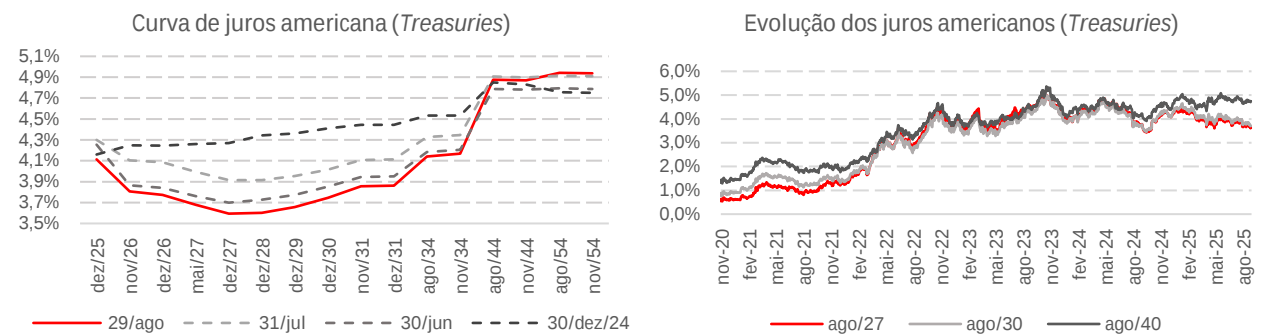
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos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

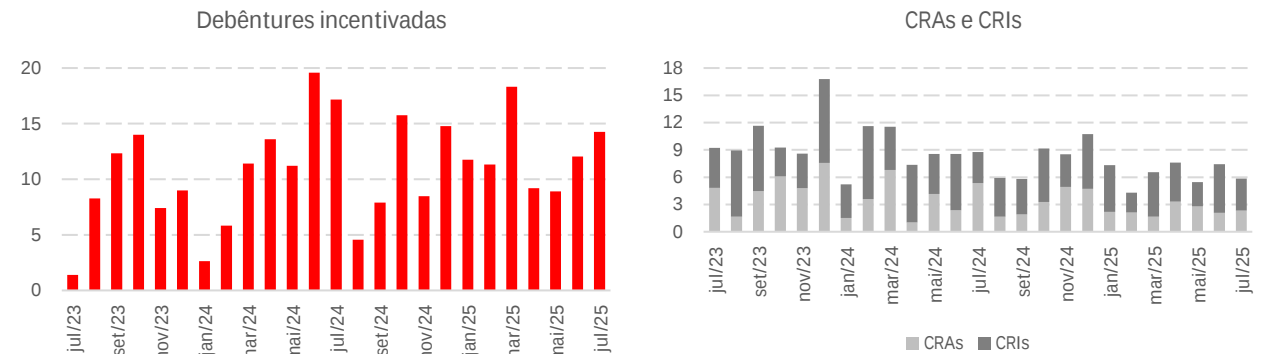
Indicador	Realizado				Projeção		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	-4,8%	3,0%	3,2%	3,4%	2,0%	1,5%	1,5%
IPCA	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%	4,9%	4,5%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,58	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,19	R\$ 5,70	R\$ 6,00	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,40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

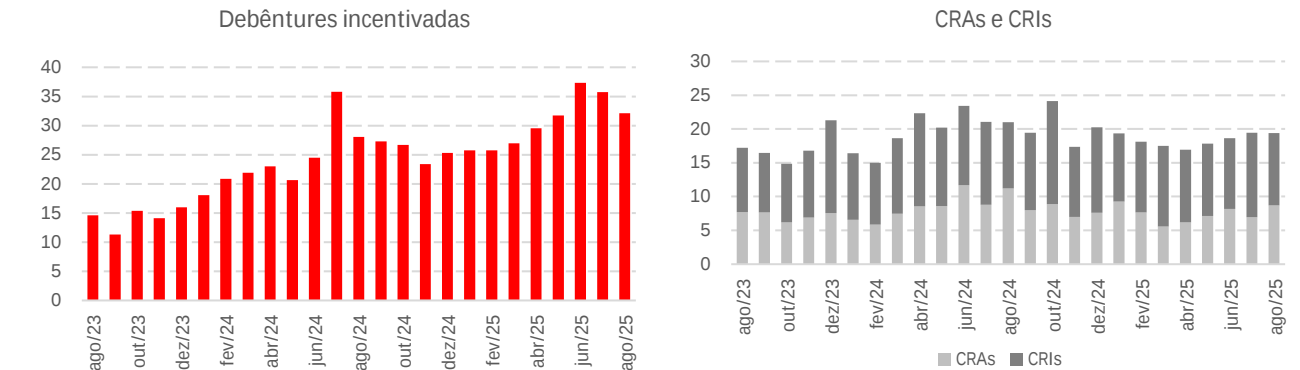


Fonte: Anbima e Santander.

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

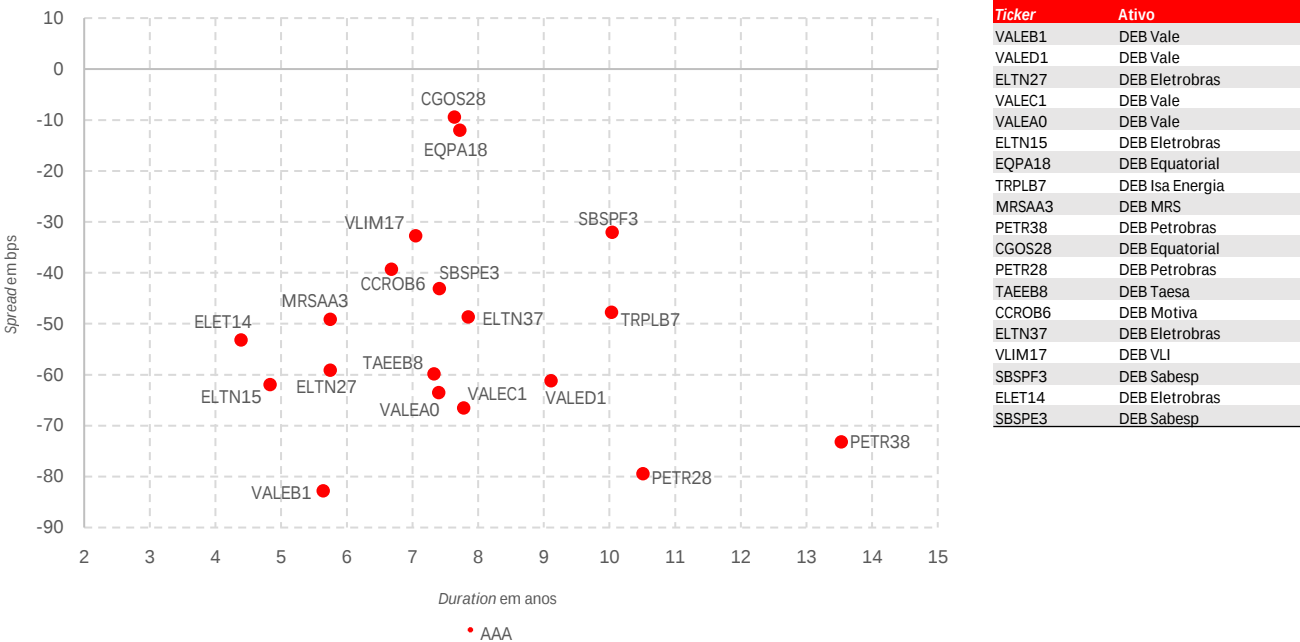
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)

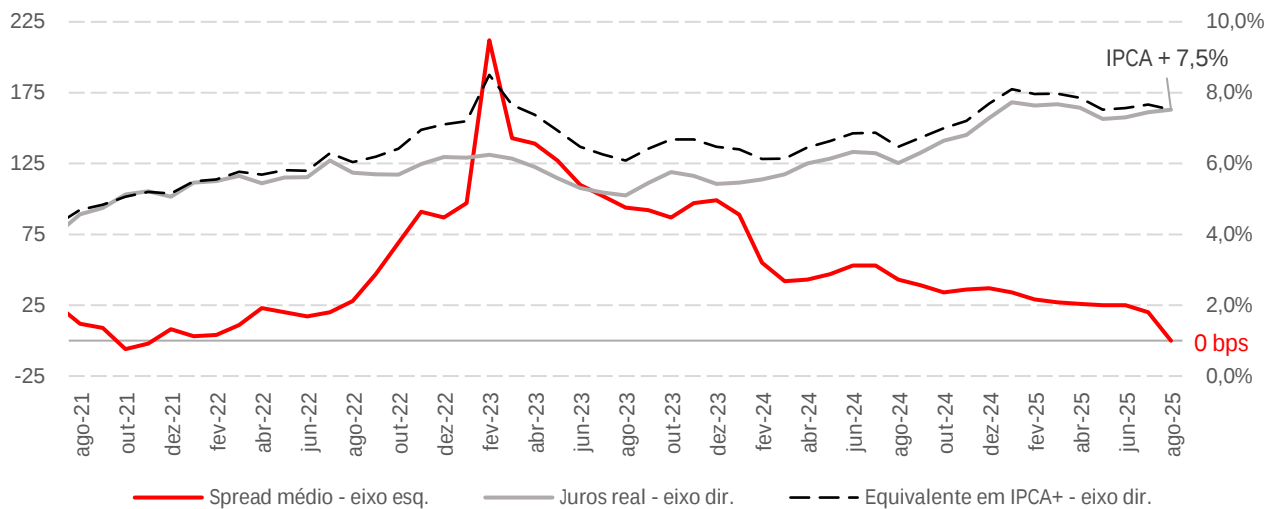


Fontes: Anbima e Santander. Data base em 29/ago/25.

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/set	AGRU31	Debênture	Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos	62,2	IPCA
15/set	CEMT19	Debênture	Energisa Mato Grosso	138,3	IPCA
15/set	CPGT15	Debênture	Copel Geração e Transmissão	86,5	IPCA
15/set	CPXB22	Debênture	Empresa Transmissora Capixaba	46,1	IPCA
15/set	CTNS14	Debênture	Energisa Tocantins	86,2	IPCA
15/set	EDVP14	Debênture	Energisa Sul-Sudeste	25,2	IPCA
15/set	ENSE16	Debênture	Energisa Sergipe	23,3	IPCA
15/set	ESULA1	Debênture	Energisa Mato Grosso do Sul	55,7	IPCA
15/set	ETAP22	Debênture	Empresa Transmissora Agreste Potiguar	62,0	IPCA
15/set	FLCLA0	Debênture	Energisa Minas Rio	18,0	IPCA
15/set	SAEL15	Debênture	Energisa Paraíba	48,5	IPCA
15/set	VRCP11	Debênture	Aeroportos Brasil - Viracopos	80,5	IPCA
15/set	23H1186528	CRI	Raia Drogasil	-	DI+
15/set	CRA022009Q7	CRA	Fazenda Indústria e Comércio de Produtos Agropecuários	-	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
01/ago	Laboratório Sabin de Análises Clínicas	Fitch	Mudança de perspectiva	AA-(bra)	Estável	AA-(bra)	Positiva
04/ago	Companhia Siderúrgica Nacional	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Negativa
06/ago	Movida Locação de Veículos	Fitch	Remoção	AA(bra)	Estável	-	-
07/ago	Companhia de Locação das Américas	Fitch	Remoção	AAA(bra)	Estável	-	-
08/ago	Vivara Participações	Fitch	Novo	-	-	AAA(bra)	Estável
08/ago	Irani Papel e Embalagem	Moody's Local	Novo	-	-	AA.br	Estável
11/ago	Companhia Paraibana de Gás	Fitch	Mudança de perspectiva	A(bra)	Estável	A(bra)	Negativa
12/ago	Braskem	Fitch	Rebaixamento	AAA(bra)	Estável	AA(bra)	Negativa
13/ago	OZN Health SPE	Fitch	Novo	-	-	A(bra)	Estável
13/ago	Opy Healthcare Gestão de Ativos e Investimentos	Fitch	Novo	-	-	A(bra)	Estável
13/ago	Eólica Serra das Vacas Holding	Fitch	Rebaixamento	A-(bra)	Negativa	BBB(bra)	Estável
13/ago	Unigel Participações	S&P Global	Rebaixamento	brCC		D	
15/ago	Aquapolo Ambiental	Fitch	Rebaixamento	AA+(bra)	Estável	AA(bra)	Negativa
15/ago	Eólica Serra das Vacas Holding II	Fitch	Mudança de perspectiva	A-(bra)	Estável	A-(bra)	Negativa
18/ago	GG Participações	S&P Global	Rebaixamento	brBB	Estável	brCCC	Negativa
20/ago	Minerva	Fitch	Elevação	AA+(bra)	Estável	AAA(bra)	Estável
21/ago	Associação Hospitalar Moinhos de Vento	Moody's Local	Novo	-	-	AA.br	Estável
22/ago	Cia. Latino Americana de Medicamentos	Moody's Local	Novo	-	-	A.br	Estável
25/ago	Braskem	S&P Global	Rebaixamento	brAAA	Estável	brAA-	CreditWatch Negativo
26/ago	Sendas Distribuidora (Assai)	Fitch	Mudança de perspectiva	AAA(bra)	Negativa	AAA(bra)	Estável
27/ago	SLC Agrícola	Moody's Local	Novo	-	-	AA.br	Estável
27/ago	Mills Locação, Serviços e Logística	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAA-	Estável	brAA-	Positiva
28/ago	Alubar Metais e Cabos	Fitch	Novo	-	-	A-(bra)	Estável
28/ago	Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações	Fitch	Elevação	BBB(bra)	Estável	BBB+(bra)	Positiva
28/ago	Usina Coruripe Açúcar e Alcool	Moody's Local	Mudança de perspectiva	BBB.br	Estável	BBB.br	Negativa
29/ago	Mills Locação, Serviços e Logística	Fitch	Remoção	A+(bra)	Estável	-	-
29/ago	Alibem Alimentos	Moody's Local	Novo	-	-	A.br	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. ("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.
- Prestam, 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.