

Curva de juros

Material explicativo

Como o mercado precifica tempo, risco e expectativas

22 de setembro de 2025

Francisco Lobo

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

Antes de decidir investir em um título de crédito privado, é essencial entender de onde vem a taxa de retorno desse ativo. A remuneração de um título corporativo reflete, em grande parte, o custo de oportunidade que o investidor teria ao aplicar em um título público de mesmo prazo. Esse custo é representado pela chamada curva de juros, um dos pilares centrais da precificação de ativos de renda fixa. Muito além de um conceito técnico, a curva de juros traduz as expectativas do mercado para inflação, crescimento econômico e política monetária ao longo do tempo, influenciando diretamente a remuneração exigida pelos investidores em qualquer operação de crédito.

O que é a curva de juros e como ela é formada?

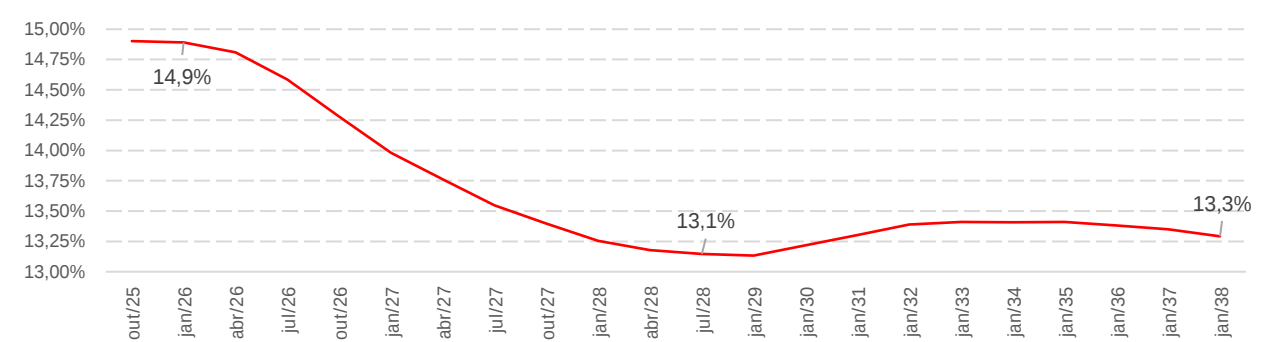
A curva de juros é, basicamente, uma representação gráfica das taxas de juros esperadas para diferentes prazos de vencimento. No Brasil, o termo normalmente se refere à curva DI (Depósito Interfinanceiro), também conhecida como curva prefixada, que é construída a partir dos preços dos contratos de juros futuros negociados na B3. Esses contratos refletem as projeções do mercado para a taxa DI em cada ponto da linha do tempo — que é a taxa média dos empréstimos de curtíssimo prazo entre bancos, muito próxima da taxa Selic.

A leitura da curva permite visualizar qual o retorno exigido pelos investidores para emprestar dinheiro ao governo brasileiro em prazos que vão de poucos meses até mais de dez anos, refletindo o valor do dinheiro no tempo. Por isso, também chamamos a curva de juros local de curva soberana.

Para melhor entendimento, apresenta-se o desenho de uma curva a seguir. É utilizado um sistema de coordenadas com dois eixos: o eixo horizontal (X) representa os prazos ou datas de vencimento, enquanto o eixo vertical (Y) mostra as taxas de juros correspondentes. Cada ponto nesse gráfico indica a rentabilidade esperada para um determinado período no futuro. Ao conectar esses pontos, obtém-se a chamada curva de juros.

Como exemplo, em 19 de setembro de 2025, a taxa média anual era de 14,9% para vencimento em jan/26, 13,1% para jul/28 e 13,3% para jan/33.

Gráfico 1. Curva DI



Fontes: Bloomberg e Santander. Data de referência: 19/set.

Movimentos na curva e impacto nos investimentos

A curva de juros é influenciada por diversas forças econômicas, como inflação, política monetária, atividade econômica, cenário internacional e risco fiscal.

Investimentos com prazos mais curtos geralmente oferecem juros menores do que aqueles com prazos mais longos. Isso acontece porque, quanto mais distante está o vencimento, maior é a incerteza sobre o comportamento futuro das taxas de juros. Para compensar esse risco adicional, os investidores exigem uma rentabilidade maior. Por isso, o formato mais comum da curva de juros é ascendente — especialmente em países com maior instabilidade econômica, como o Brasil.

No entanto, esse raciocínio parte de uma curva de juros “normal”, em que prazos mais longos pagam taxas maiores do que os curtos, refletindo o prêmio de tempo e de risco. O que observamos hoje, porém, é uma curva invertida: as taxas de curto prazo estão mais altas do que as de longo prazo. Isso acontece porque o mercado precifica que a Selic atual, em níveis elevados para conter a inflação, deverá cair num horizonte próximo, à medida que o cenário fiscal e inflacionário se estabilize. Na prática, isso significa que o investidor recebe mais ao emprestar dinheiro por 1 ano do que por 10 anos, algo que foge do padrão e altera a forma como emissores e investidores avaliam suas operações.

Quando os agentes econômicos acreditam que o Banco Central precisará aumentar os juros no futuro (para conter pressões inflacionárias, por exemplo), os contratos de juros futuros passam a incorporar essas projeções. Como consequência, as taxas futuras avançam e a curva de juros “abre”. Esse movimento é chamado de abertura da curva.

O oposto ocorre quando o mercado prevê um ciclo de queda na taxa de juros. Nesse caso, os juros futuros recuam, resultando no fechamento da curva. Esses movimentos não são apenas projeções abstratas: eles impactam diretamente os preços dos ativos de crédito privado negociados no mercado secundário, conforme apresentado no tópico a seguir.

A ligação direta com o crédito privado

No universo do crédito privado, a curva de juros é a base sobre a qual os emissores pagam um prêmio adicional (o famoso *spread* de crédito), compensando o investidor pelo risco extra de emprestar para uma empresa em vez de para o governo.

Em outras palavras, ao comprar uma debênture, o investidor não está apenas assumindo o risco de crédito da empresa: ele também está aceitando a taxa de juros vigente no mercado soberano. Esse custo de oportunidade é representado pela curva.

Por exemplo, se a curva indica que o governo paga 11% ao ano para um vencimento de 5 anos, uma empresa de médio porte com risco maior pode ter que oferecer 13%, 14% ou mais para atrair investidores. No mercado de ativos isentos, essa dinâmica ganha uma camada adicional. Como os rendimentos não sofrem tributação de IR, o investidor pode comparar a rentabilidade líquida desses papéis com a de títulos soberanos apenas depois de aplicar o chamado *gross-up*, isto é, a equivalência entre o retorno isento e retorno tributável. É justamente aí que surgem situações em que vemos *spreads* negativos: essa aparente “anomalia” não significa que o mercado esteja precificando o risco corporativo abaixo do risco soberano, e sim que a vantagem fiscal cria um prêmio líquido adicional.

Como os títulos de crédito privado são marcados a mercado, ou seja, seus preços são ajustados de acordo com as taxas vigentes, oscilações na curva de juros impactam diretamente o preço desses ativos. Quando há uma abertura da curva, os títulos que pagam taxa fixa passam a oferecer remunerações mais altas para os novos compradores - tornando-se, em tese, mais atrativos. No entanto, quem já detinha esses papéis sofre com a desvalorização, uma vez que o preço dos títulos cai para se ajustar ao novo patamar de juros. Por outro lado, no fechamento da curva, os títulos comprados anteriormente passam a valer mais, gerando ganho de capital no curto prazo para o investidor.

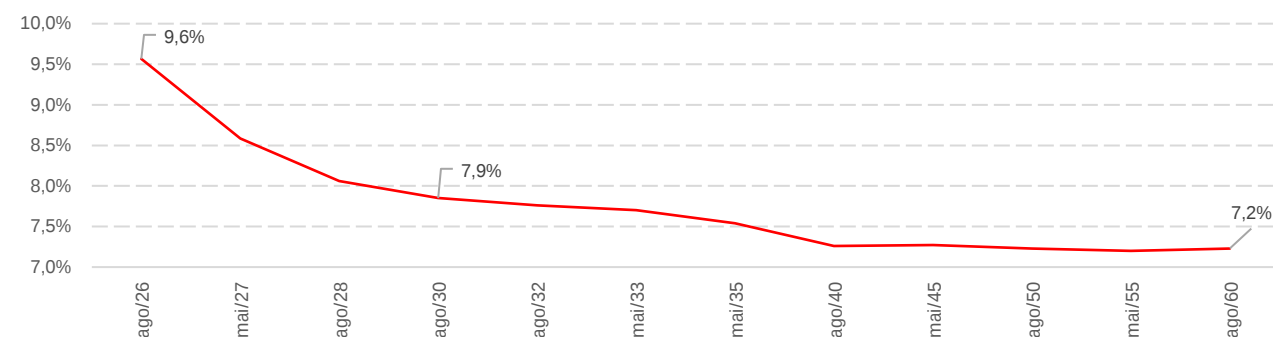
Curvas alternativas: NTN-Bs, inflação implícita e o impacto nos indexados ao IPCA

Embora a curva prefixada seja a referência mais direta, o mercado de crédito privado também se apoia em outras estruturas de juros. A mais relevante delas é a curva de juros real, construída a partir das taxas das NTN-Bs (Tesouro IPCA+), que refletem o custo de financiamento do governo em termos reais (descontada a inflação).

Isso é especialmente importante para emissores que captam via instrumentos indexados à inflação, como debêntures incentivadas de infraestrutura. Nesses casos, o *spread* de crédito é adicionado sobre a taxa real de mercado, e não sobre a taxa nominal.

Outro conceito que vale conhecer é o da inflação implícita, calculada como a diferença entre a curva prefixada e a curva real. Ela indica qual inflação futura o mercado está projetando. Mudanças nessa expectativa também podem impactar a precificação de títulos atrelados ao IPCA.

Gráfico 2. Curva de NTN-Bs



Fontes: Bloomberg e Santander. Data de referência: 19/set.

Olhando para fora: a influência da curva de juros americana

Em um mundo de fluxos globais de capital, o comportamento da curva de juros americana (os *Treasuries*) tem efeito direto sobre os ativos de renda fixa brasileiros. Mudanças no nível ou na inclinação da curva americana podem afetar o apetite dos investidores estrangeiros por ativos de países emergentes, impactando o custo de *funding* de emissores locais.

Por exemplo, um aumento nos juros de 10 anos nos EUA pode pressionar as taxas brasileiras, forçando empresas a oferecer *spreads* maiores para manter a atratividade de suas emissões. Por isso, o acompanhamento da curva americana é rotina para gestores de crédito.

Como tudo se conversa

A curva de juros DI e a curva de NTN-Bs, na teoria, deveriam ser equivalentes, já que ambas refletem a expectativa futura de juros reais da economia; a primeira de forma nominal (sem ajuste da inflação) e a segunda descontando o efeito inflacionário. Na prática, o ponto de encontro entre as duas está justamente na inflação implícita, que nada mais é do que a diferença entre a taxa da curva prefixada e a taxa real da NTN-B.

Se o investidor acredita que essa inflação implícita está exagerada, ou seja, que o mercado está precificando uma alta muito forte nos preços, pode ser um bom momento para se posicionar em prefixados, aproveitando taxas nominais mais elevadas. Por outro lado, se julgar que a curva pré está subestimando a inflação futura, as NTN-Bs se tornam mais atrativas, pois entregam a proteção inflacionária com ganho real. Além disso, há o componente de leitura sobre a Selic: se a expectativa é de cortes mais agressivos do que o precificado na curva pré, travar prefixados pode gerar ganhos relevantes. Se a avaliação for inversa, de que o mercado está otimista demais quanto ao afrouxamento monetário, as NTN-Bs voltam a ganhar força, pois oferecem resiliência em cenários de inflação mais persistente e juros mais altos.

Conclusão

Mais do que um gráfico de mercado, a curva de juros é o elo entre as condições macroeconômicas e a precificação dos títulos de crédito privado. Todo investidor que deseja entender o comportamento dos seus ativos precisa acompanhar a evolução da curva e saber como ela impacta tanto o valor de mercado quanto as oportunidades futuras de investimento.

Monitorar a curva, portanto, não é apenas uma tarefa técnica: é uma ferramenta estratégica de gestão. Ela orienta ajustes táticos no portfólio, ajuda a antecipar movimentos de precificação e permite navegar com mais segurança em um mercado cada vez mais sensível às expectativas de política monetária e risco fiscal.

Confira mais edições da série Research Explica [aqui](#).

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.