

NTN-Bs sob pressão

Como chegamos a IPCA+8% e o que esperar

Francisco Lobo

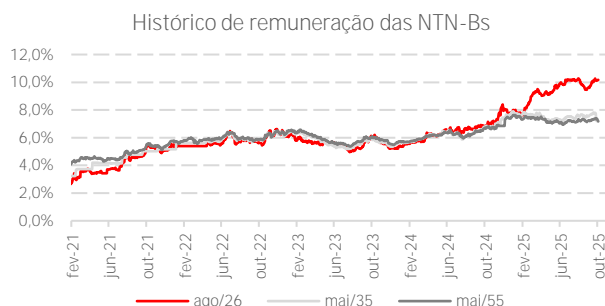
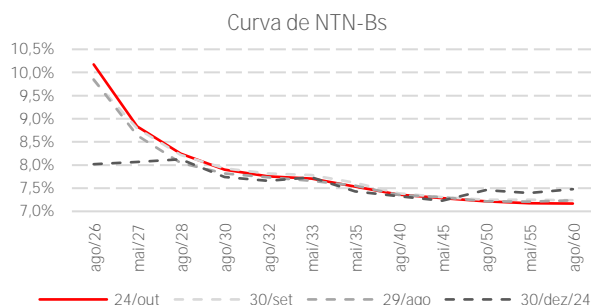
Analista de Crédito | Santander Credit Research

francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: as NTN-Bs (Tesouro IPCA+) seguem pressionadas, com taxas acima de IPCA+8%, refletindo mais fatores técnicos do que fundamentos. A baixa demanda, diante de fundos de pensão já bem alocados e resgates na indústria, contrasta com a elevada oferta do Tesouro, ampliando o descompasso na curva. Enquanto isso, os fundos de infraestrutura seguem como destino preferencial dos fluxos domésticos em renda fixa, comprimindo os *spreads* das debêntures incentivadas a patamares negativos. A acomodação das taxas das NTN-Bs depende de uma melhora nas expectativas fiscais, redução das emissões do Tesouro e maior apetite institucional. Uma menor procura por debêntures incentivadas também pode redirecionar parte do fluxo ao mercado dos títulos do governo, favorecendo um fechamento estrutural das taxas – ainda sujeito às oscilações naturais de volatilidade.

- As Notas do Tesouro Nacional - Série B (NTN-Bs), títulos públicos indexados à inflação, têm apresentado o pior desempenho entre as principais classes de ativos no ano. Suas taxas permanecem historicamente elevadas, com remuneração acima de 8% em determinados vértices, destoando do desempenho da Curva DI, do Ibovespa e do câmbio. Esse desempenho mais fraco também impacta investimentos em crédito privado atrelados à inflação, especialmente debêntures incentivadas, cujas remunerações seguem a referência das NTN-Bs.

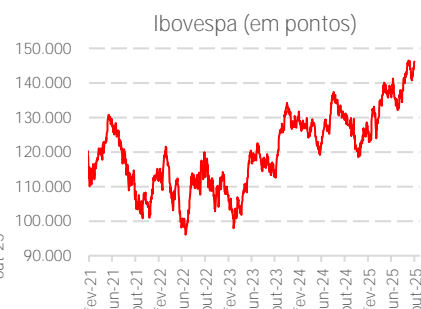
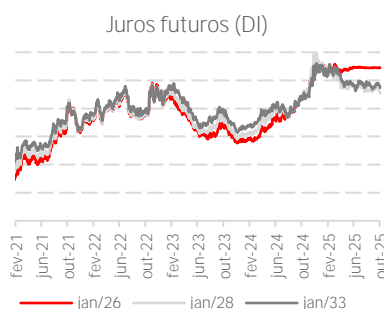
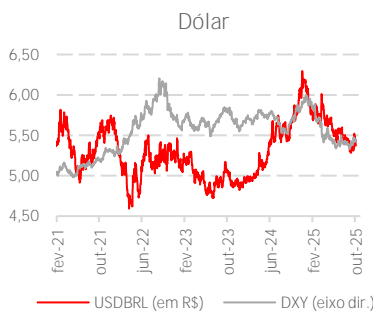
Gráficos 1 e 2. Desempenho das NTN-Bs



Fontes: Bloomberg e Santander.

- A percepção de risco fiscal do país continua elevada, com crescentes dúvidas sobre a capacidade do governo de cumprir as metas fiscais definidas no novo arcabouço e de estabilizar a trajetória de crescimento da dívida pública em relação ao PIB. No entanto, esse fator isolado não explica a diferença de desempenho; o movimento parece estar mais relacionado a fatores técnicos do que a fundamentos econômicos. O bom desempenho do câmbio, da bolsa e dos juros futuros reflete um cenário internacional de dólar mais fraco e maior apetite a risco, que trouxe forte fluxo de capital estrangeiro.

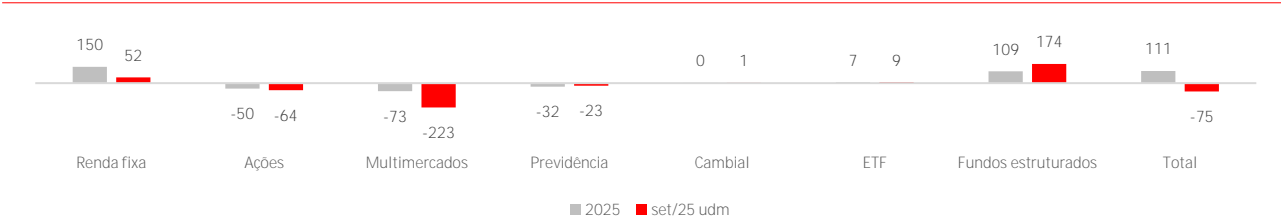
Gráficos 3, 4 e 5. Desempenho de outros ativos domésticos



Fontes: Bloomberg e Santander. Data de referência: 24/out/25.

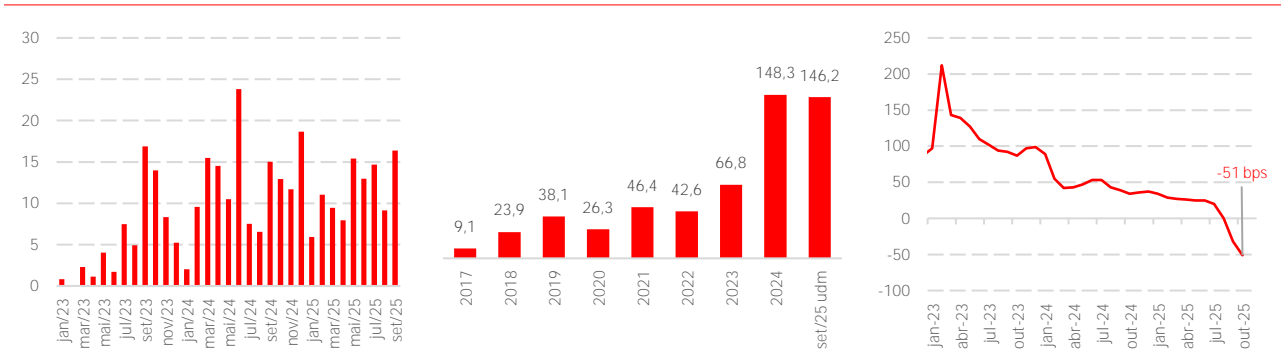
- As NTN-Bs, porém, quase não captam esse movimento, dado que investidores estrangeiros representam apenas 3% dos compradores¹, enquanto têm participação muito maior em NTN-Fs (~50%) e LTNs (~25%-35%). Os principais compradores das NTN-Bs são os fundos de pensão e previdência, detentores de cerca de 45% dos títulos em circulação. Esses investidores seguem metas atuariais indexadas à inflação, normalmente próximas de 6% reais – patamar alcançado pelas NTN-Bs em 2022. Desde então, mantêm-se bem alocados na classe, sem buscar aumentar a exposição, especialmente diante de um histórico recente de resgates após a mudança no IOF² que incide sobre a classe.
- O cenário para fundos de investimento permanece desafiador, com resgates em quase todas as categorias. A exceção são os fundos de infraestrutura, que se tornaram um refúgio fiscal para investidores domésticos, diante da menor atratividade das emissões bancárias isentas pós Resolução nº 5.119 do CMN³ e da tributação de fundos exclusivos. Nos últimos 12 meses encerrados em setembro, estima-se captação líquida de R\$ 80 a 100 bilhões nesses veículos, enquanto a indústria como um todo registrou resgates líquidos de R\$ 75 bilhões⁴. Como boa parte das debêntures incentivadas tem remuneração atrelada ao IPCA, a elevação das taxas das NTN-Bs aumenta a marcação negativa desses papéis, ampliando a volatilidade das cotas. Para mitigar esse efeito, muitos gestores recorrem a operações de *hedge* via DAP, trocando a remuneração de IPCA para CDI, o que aumenta a pressão vendedora sobre as NTN-Bs. Inclusive, o trecho da curva real mais pressionado atualmente vai até 2035 – cujos títulos são mais comumente utilizados como remuneração de referência para debêntures incentivadas.

Gráfico 6. Captação líquida de fundos de investimento (R\$ bi)



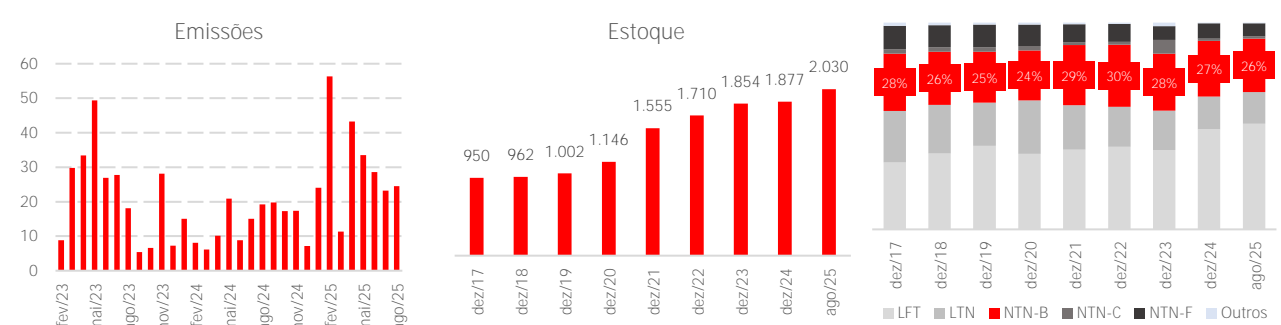
- A forte demanda desde o início de 2024 elevou o patamar de emissões de debêntures incentivadas: foram R\$ 148 bilhões emitidos naquele ano, 2,2x mais que em 2023. Já nos últimos 12 meses, as emissões totalizaram R\$ 146 bilhões, frente a R\$ 306 bilhões em NTN-Bs. Essa demanda elevada, superior à oferta, provocou compressão significativa dos *spreads*, que caíram de 90 bps em jan/24 para -51 bps em out/25, segundo o Idex-Infra Core da gestora JGP. Mesmo com prêmios negativos, a classe continua atrativa devido ao efeito do *gross-up*, uma vez que, ao considerar o benefício da isenção fiscal, as debêntures incentivadas podem oferecer remuneração superior ao título público de referência caso os *spreads* sejam de até 170 bps negativos. Para os próximos meses, espera-se que o *pipeline* de novas emissões seja mais enxuto, uma vez que há escassez de projetos de infraestrutura com lastro suficiente e muitas companhias já fizeram sua gestão de passivos

Gráficos 7, 8 e 9. Emissões de debêntures incentivadas (R\$ bi) e Idex Infra-Core (bps)



- Nesse contexto, agentes de mercado têm sido bastante críticos quanto ao volume de NTN-Bs ofertadas nos leilões do Tesouro, dada a falta de compradores marginais: o volume emitido nos últimos 12 meses encerrados em agosto foi 86% superior ao registrado em 2024. Esse fator tem contribuído significativamente para a abertura de taxas, especialmente nos vértices mais longos da curva. Ainda assim, a diferença entre captações e vencimentos naquela janela móvel foi de apenas R\$ 45 bilhões, período em que o indexador perdeu 1 ponto percentual de participação na Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), para 26%¹, permanecendo dentro dos limites do Plano Anual de Financiamento (PAF)². Esses dados sugerem que o desequilíbrio observado decorre muito mais da falta de demanda do que de um excesso de oferta.

Gráficos 10, 11 e 12. Emissões e estoque de NTN-Bs (R\$ bi) e evolução da composição da DPMFi



Fontes: Tesouro Nacional e Santander.

- A melhora das expectativas fiscais é o principal vetor para uma acomodação mais estrutural das taxas das NTN-Bs. Um compromisso mais claro com o controle de gastos e a estabilização da dívida/PIB tende a reduzir o prêmio de risco e restabelecer parte da confiança nos papéis indexados à inflação. Além disso, uma menor oferta do Tesouro e maior apetite dos investidores institucionais ajudariam a reequilibrar a relação entre oferta e demanda – que poderia ser iniciada à medida que a Selic seja reduzida e o interesse por outras classes de ativos aumente. A dinâmica das debêntures incentivadas também pode influenciar esse processo caso haja um arrefecimento da procura. Lembra-se que os fatores mencionados seriam gatilhos para um movimento estrutural de fechamento das taxas das NTN-Bs, ainda que oscilações pontuais e episódios de volatilidade sigam fazendo parte do ajuste.

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 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.
- 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.