

Francisco Lobo

Analista de Crédito | Santander Credit Research

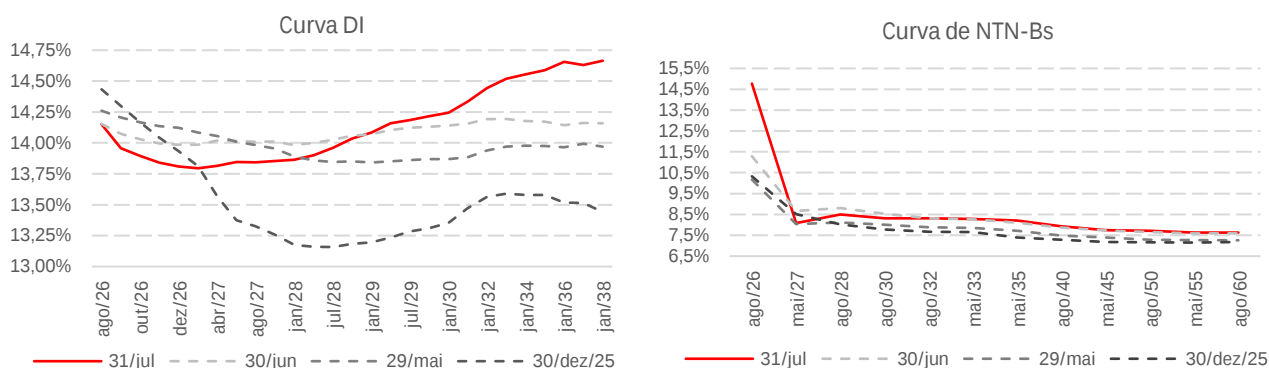
francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: a curva DI ganhou inclinação em julho. Na ponta curta, os sinais de desaceleração da inflação na margem reforçaram a expectativa de continuidade do ciclo de flexibilização monetária. Com isso, o mercado passou a precificar integralmente um corte de 25 bps na reunião do Copom de amanhã (5), que levaria a Selic para 14,00%. Para o restante do ano, os economistas do Santander projetam mais um corte de mesma magnitude, enquanto a curva segue dividida entre uma nova redução e a manutenção da taxa. Nos vencimentos mais longos, porém, a dinâmica foi diferente: apesar da expectativa de juros menores no curto prazo, os investidores continuaram demandando prêmios mais elevados para horizontes mais extensos diante das preocupações com a trajetória fiscal, da inflação ainda resistente e do aumento das incertezas associadas ao ciclo eleitoral de 2026. Como resultado, alguns vértices registraram abertura próxima de 50 bps.

Para o mercado de crédito privado incentivado, houve continuidade da queda de *spreads* no mês, em linha com o movimento observado em junho. O “fechamento” dos *spreads* reflete uma combinação de oferta primária limitada e demanda técnica dos fundos de infraestrutura, favorecendo a compressão gradual dos prêmios de risco. Apesar da melhora recente, os *spreads* seguem em patamar consideravelmente superior ao observado em 2025, quando chegaram a atingir níveis historicamente comprimidos.

JUROS FUTUROS

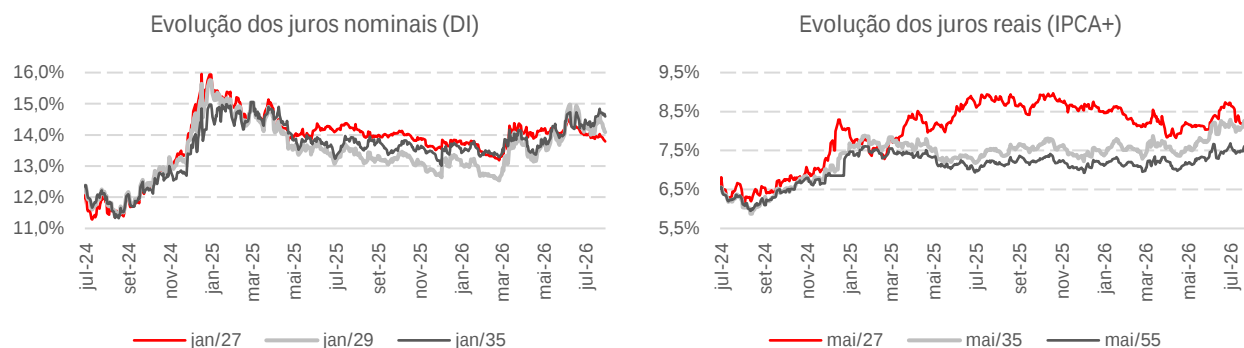
Gráficos 1 e 2. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

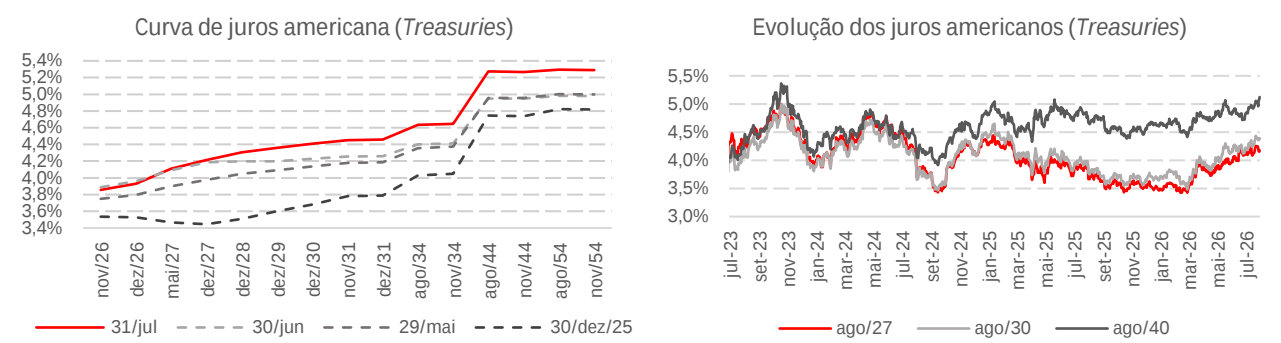
A curva de juros (também conhecida como curva a termo) pode ser compreendida como as expectativas dos rendimentos médios de títulos públicos prefixados sem cupom, a partir dos contratos futuros de juros (ou DI). Cada linha (que representa uma data em específico) mostra qual a remuneração demandada pelos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

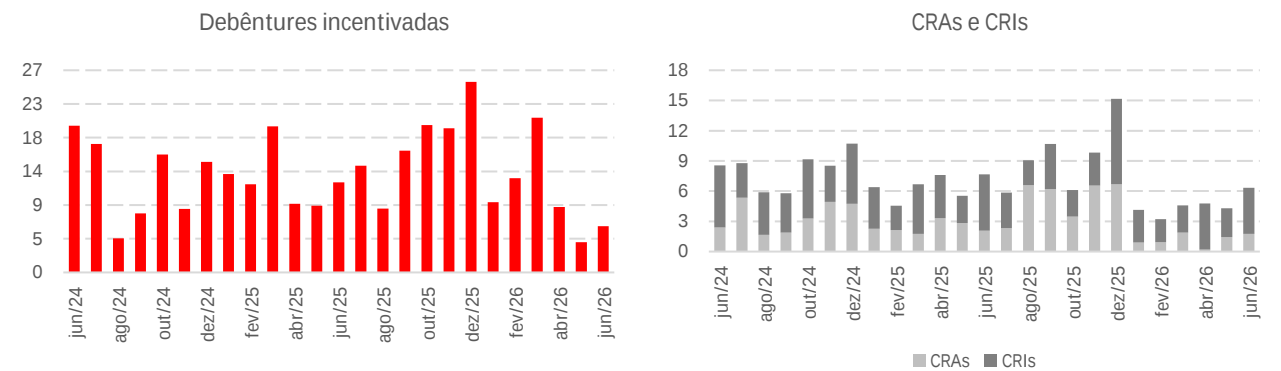
Indicador	Realizado				Projeção		
	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	Longo prazo
Crescimento real do PIB	3,0%	3,2%	3,4%	2,3%	1,8%	1,3%	1,5%
IPCA	5,79%	4,62%	4,83%	4,3%	5,0%	4,0%	4,0%
Dólar (final de período)	R\$ 5,22	R\$ 4,84	R\$ 6,19	R\$ 5,50	R\$ 5,40	R\$ 5,50	R\$ 6,15
Dólar (média do ano)	R\$ 5,17	R\$ 5,00	R\$ 5,39	R\$ 5,59	R\$ 5,23	R\$ 5,45	R\$ 6,08
Selic meta (final de período)	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	13,75%	12,75%	11,00%
Selic meta (média do ano)	12,57%	13,25%	10,94%	14,42%	14,27%	13,48%	11,00%
CDI (final de período)	14,34%	11,28%	12,15%	14,90%	13,65%	12,65%	10,90%
CDI (taxa efetiva do ano)	12,39%	13,04%	10,91%	14,32%	14,17%	13,38%	10,90%

Fonte: Santander Economia.

CRÉDITO PRIVADO

Emissões de produtos isentos

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

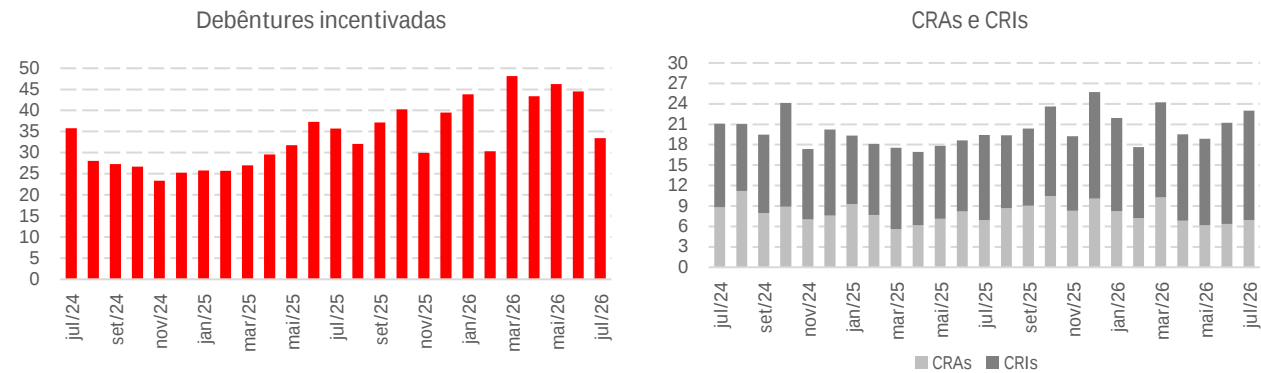


Fonte: Anbima e Santander.

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

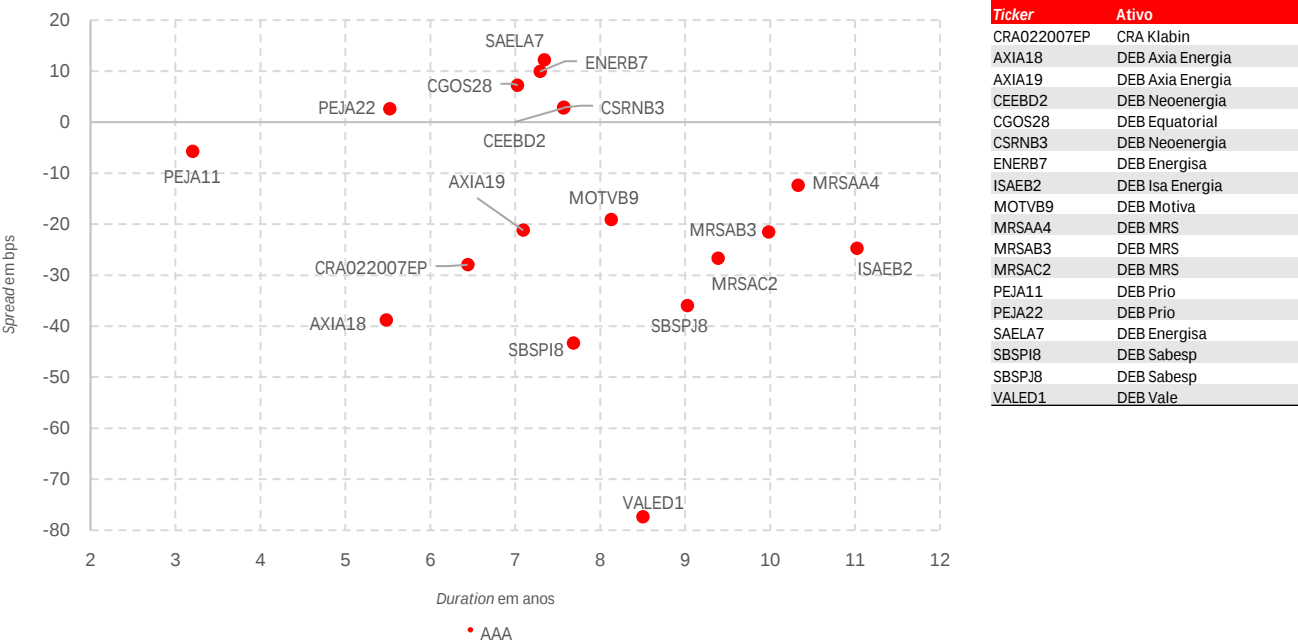
Gráficos 9 e 10. Negociações definitivas (R\$ bilhões)



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)

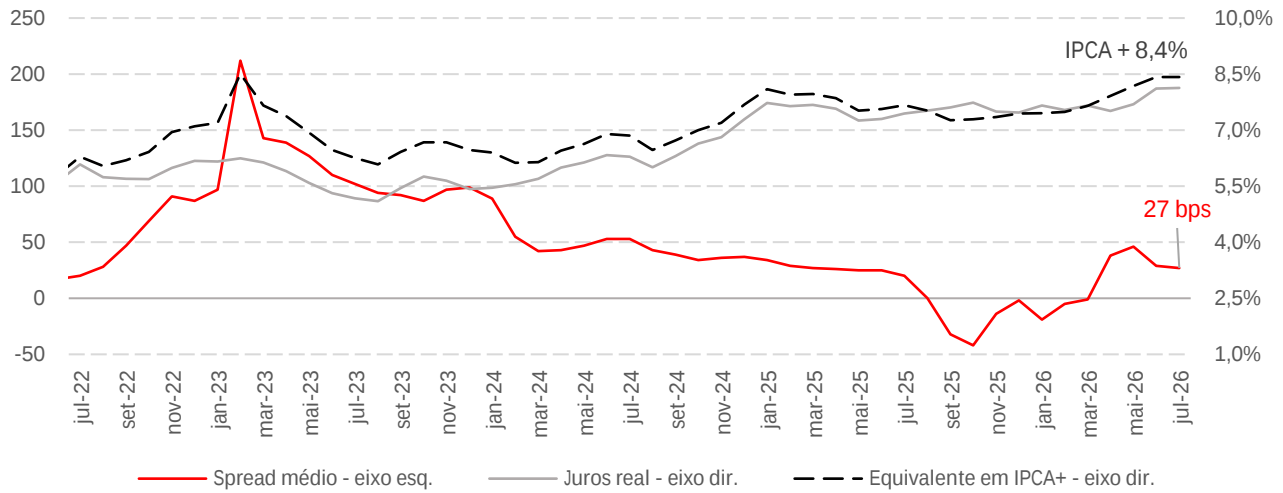


Fontes: Anbima e Santander. Data base em 31/jul/26.

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: Idex Analytics, 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

Não há vencimentos de debêntures incentivadas, CRIs ou CRAs previstos para o mês de agosto.

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 2. Mudanças de rating e perspectivas para empresas não financeiras em escala nacional

Data	Emissor	Agência	Ação	Anterior		Atual	
				Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva
01/jul	Hospital Albert Einstein	Fitch Ratings	Remoção	AAA(bra)	Estável	-	-
01/jul	Agroterenas	S&P Global	Mudança de Perspectiva	brA+	Obs. negativa	brA+	Negativa
06/jul	Itapoá Terminais Portuários	S&P Global	Novo	-	-	brAAA	Estável
08/jul	Vitru Educação	S&P Global	Mudança de Perspectiva	brAA-	Estável	brAA-	Positiva
08/jul	Rumo	S&P Global	Rebaixamento	brAA+	Watch negativo	brAA-	Negativa
08/jul	Melnick Desenvolvimento Imobiliário	Moody's Local	Mudança de Perspectiva	AA.br	Estável	AA.br	Negativa
08/jul	General Shoppings Centers	Moody's Local	Rebaixamento	CC.br	Estável	C.br	Estável
08/jul	QMC Telecom	Fitch Ratings	Elevação	A(bra)	Estável	AA-(bra)	Estável
08/jul	Somos Sistema de Ensino	Fitch Ratings	Remoção	AA+(bra)	Positiva	-	-
10/jul	BRK Ambiental	S&P Global	Rebaixamento	brAA-	Watch Neg.	brA+	Negativa

Fontes: Fitch Ratings, Moody's Local, S&P Global Ratings e Santander.

Tabela 2. Mudanças de rating e perspectivas para empresas não financeiras em escala nacional (cont.)

Data	Emissor	Agência	Ação	Anterior		Atual	
				Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva
10/jul	FS I Indústria de Etanol	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA-(bra)	Estável	A(bra)	Estável
10/jul	FS I Indústria de Biocombustíveis	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA-(bra)	Estável	A(bra)	Estável
10/jul	Amaggi	Fitch Ratings	Rebaixamento	AA(bra)	Obs. Negativa	A(bra)	Estável
10/jul	Potengi Holdings	Fitch Ratings	Mudança de Perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Negativa
10/jul	Cesp	Fitch Ratings	Mudança de Perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Negativa
10/jul	AES Tucano Holding II	Fitch Ratings	Mudança de Perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Negativa
10/jul	Auren Energia	Fitch Ratings	Mudança de Perspectiva	AAA(bra)	Estável	AAA(bra)	Negativa
22/jul	Laboratório Sabin	Fitch Ratings	Elevação	AA-(bra)	Positivo	AA(bra)	Estável
22/jul	SLC Agrícola	S&P Global	Rebaixamento	brAA	Estável	brAA-	Estável
27/jul	FS Indústria de Combustíveis	Moody's Local	Rebaixamento	AA-.br	Negativa	A+.br	Estável
27/jul	Gol Linhas Aéreas	Fitch Ratings	Elevação	CCC+(bra)	Positiva	BB-(bra)	Estável
27/jul	Natura Cosméticos	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAAA	Estável	brAAA	Negativa
28/jul	Thopen Energy	Moody's Local	Rebaixamento	A.br	Estável	CCC-.br	Negativa
28/jul	FS Indústria de Combustíveis	S&P Global	Mudança de perspectiva	brAA-	Estável	brAA-	Negativa
30/jul	Corpóreos (Espaço Laser)	Fitch Ratings	Remoção	A(bra)	Estável	-	-
30/jul	Positivo Tecnologia	S&P Global	Mudança de perspectiva	brA	Estável	brA	Negativa
31/jul	CSN	Fitch Ratings	Rebaixamento	BBB-(bra)	Obs. Negativa	CCC+(bra)	Obs. Negativa
31/jul	CSN Mineração	Fitch Ratings	Rebaixamento	BBB-(bra)	Obs. Negativa	B(bra)	Obs. Negativa

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.
- 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.