

Perspectivas para 2026

Spreads, fundamentos corporativos e dinâmica de risco

Francisco Lobo
Analista de Crédito | Santander Credit Research
francisco.lobo@santander.com.br

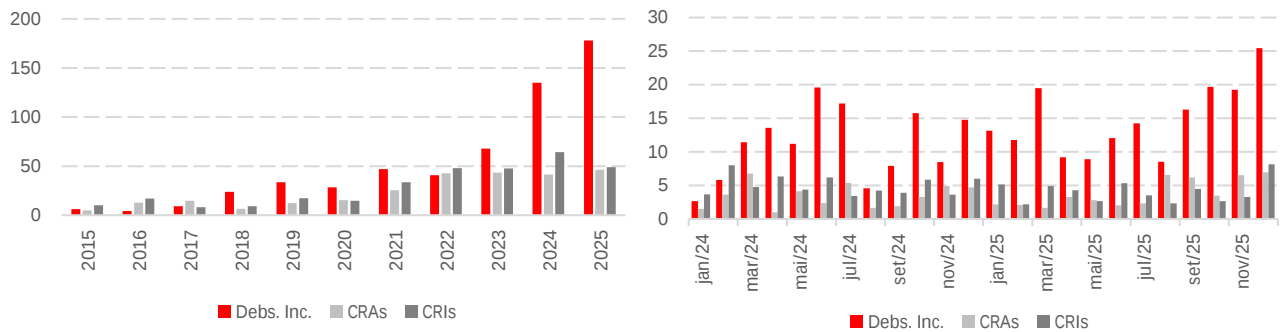
Em poucas linhas: em 2024 e 2025, o mercado de crédito privado isento foi marcado por forte demanda e volumes recordes de emissão, resultando em significativa compressão de *spreads* ao longo de 2025. Esse movimento foi parcialmente revertido ao final do ano, diante de eventos pontuais de crédito e de um aumento da aversão ao risco. Para 2026, o cenário combina juros reais ainda elevados, rápida recompressão de *spreads*, menor oferta primária e fundamentos corporativos relativamente sólidos, em um ambiente mais volátil e incerto, influenciado pelo calendário eleitoral e por questões regulatórias. Neste relatório, analisamos as perspectivas para *spreads*, dinâmica de emissões e riscos de crédito, destacando os fatores que devem sustentar a demanda por ativos incentivados e os principais pontos de atenção para a alocação ao longo do ano.

O que aconteceu em 2025?

As taxas de juros ainda em patamar elevado, somadas à menor disponibilidade de instrumentos bancários isentos a taxas atrativas, sustentaram a forte demanda por crédito privado isento ao longo do ano. Esse movimento, já presente em 2024, permaneceu intenso em 2025, tornando o mercado primário especialmente aquecido.

Apesar de juros elevados reduzirem a atratividade de novos projetos corporativos, as companhias aproveitaram o ambiente favorável de demanda para realizar refinanciamentos, alongar passivos e reduzir prêmios, resultando em volumes expressivos de emissão mesmo diante da base forte do ano anterior.

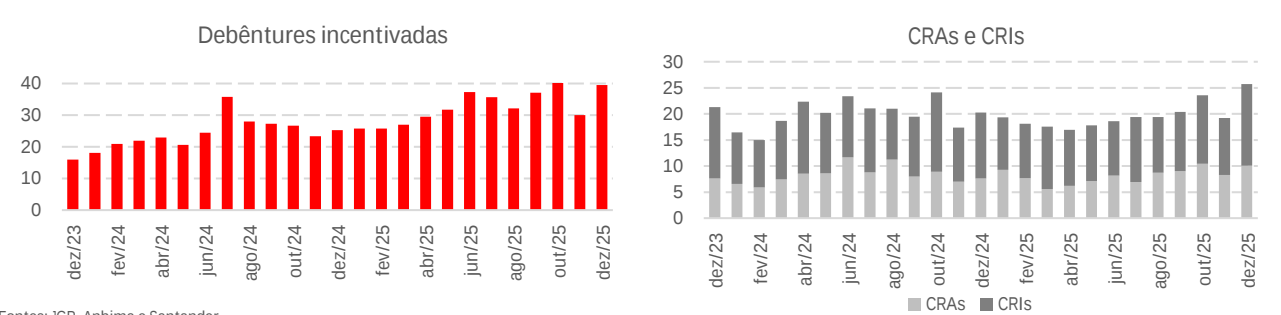
Gráficos 1 e 2. Emissões de debêntures incentivadas, CRAs e CRIs (R\$ bilhões)



Fonte: Anbima e Santander.

A oferta, contudo, mostrou-se insuficiente para absorver o apetite dos investidores, resultando em compressão de *spreads* ao longo de todos os segmentos. Esse movimento foi particularmente intenso nas debêntures incentivadas, cujos *spreads* médios se comprimiram em 36 bps no ano¹, dinâmica que reflete a forte demanda dos fundos de infraestrutura, que conseguem repassar integralmente o benefício fiscal aos cotistas.

Gráficos 3 e 4. Negociações de debêntures incentivadas, CRAs e CRIs (R\$ bilhões)



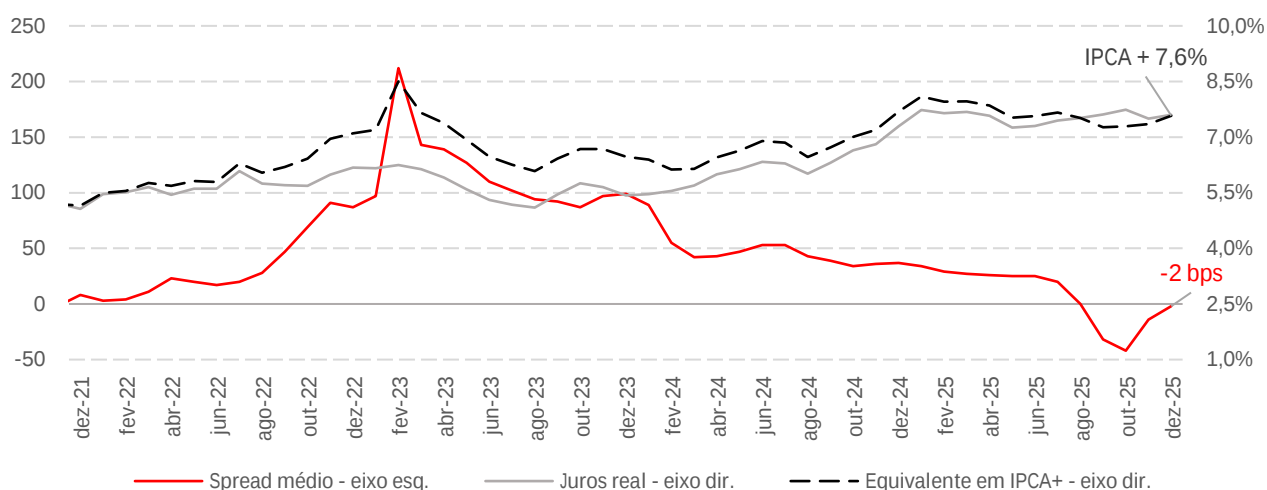
Fontes: JGP, Anbima e Santander.

¹Index-Infra Core (JGP) em [Link](#).

A trajetória de compressão dos *spreads* se intensificou a partir de junho, com a publicação da MP 1303/25, que previa a incidência de IR de 5% sobre novos ativos incentivados emitidos a partir de 2026. A proposta desencadeou forte fluxo comprador antecipando possíveis mudanças tributárias e reforçando a demanda pelos títulos elegíveis.

Com a posterior expiração da MP em outubro, preservando a isenção para CRIs, CRAs e debêntures incentivadas, somada à revisão negativa do risco de algumas empresas *high grade* e ao *sell-off* de *bonds* brasileiros no exterior, ocorreram eventos de crédito relevantes no mercado local, incluindo pedido de recuperação judicial de uma empresa listada e a liquidação extrajudicial de um banco médio. Esses episódios resultaram em abertura generalizada dos *spreads* dos ativos isentos – movimento observado até o fim do ano. Diante da maior aversão ao risco e do recuo da demanda, a janela de emissões primárias se fechou antecipadamente, com redução significativa no volume de operações a partir de novembro.

Gráfico 5. 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.

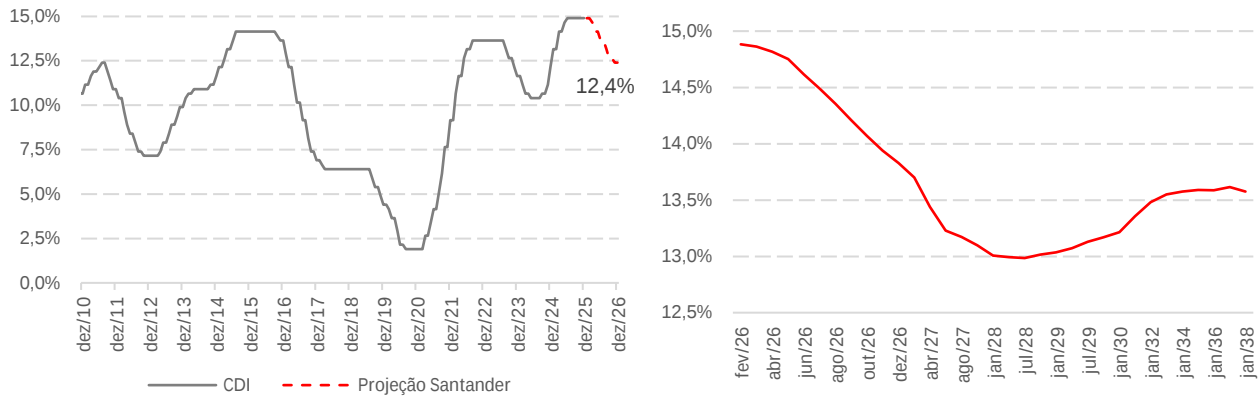
O que esperar em 2026?

Após um 2025 que “acabou mais cedo” para o mercado, entramos no novo ciclo com rápida recuperação da demanda, maior cautela dos gestores de crédito, juros ainda altos e ano eleitoral. Esse equilíbrio instável entre vetores de compressão e de abertura de *spreads* limita a formação de tendências claras, especialmente no que diz respeito ao ritmo de emissões e à formação de preços no mercado de crédito privado isento.

Apesar das incertezas, algumas premissas centrais ajudam a balizar o cenário-base. A primeira delas é que o patamar ainda elevado de juros continua favorecendo os instrumentos isentos. Mesmo que as projeções apontem para cortes ao longo do ano, as taxas devem permanecer altas em termos reais, sustentando a atratividade da renda fixa e, em particular, dos títulos isentos. Historicamente, ambientes de juros elevados preservam alocações robustas nesse mercado, o que tende a manter a demanda estruturalmente forte.

Ao mesmo tempo, a melhora das perspectivas para a política monetária tem impulsionado o mercado acionário, com o Ibovespa registrando um retorno expressivo de 34% em 2025 e 11% no acumulado de janeiro, o que naturalmente ampliou a atenção dos investidores para a renda variável. Ainda assim, esse movimento não invalida a atratividade relativa da renda fixa, que deverá seguir desempenhando papel central na composição dos portfólios.

Gráficos 6 e 7. Trajetória do CDI e Curva DI



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.

A segunda premissa é que dificilmente veremos novos recordes de emissão. Os anos de 2024 e 2025 foram muito fortes, deixando as empresas bem capitalizadas e reduzindo a necessidade de refinanciamento imediato. Portanto, é improvável que 2026 supere os volumes recentes.

Do ponto de vista de risco de crédito, o pano de fundo segue relativamente favorável, ainda que com pontos de atenção. Os eventos adversos observados em 2025 foram pontuais e concentrados em poucos emissores: casos de estresse operacional não configuram uma deterioração ampla do mercado. A qualidade média dos emissores permanece elevada e até o setor agro, historicamente mais volátil e pressionado nas últimas safras, começa a apresentar sinais de melhora. Nesse contexto, o risco de uma piora generalizada segue limitado.

Diante dessa conjuntura, algumas variáveis merecem monitoramento cuidadoso. É provável que as empresas antecipem emissões para o primeiro semestre, buscando evitar os riscos associados ao calendário eleitoral. Do lado dos investidores, potenciais mudanças regulatórias continuam sendo um ponto de atenção, dado o impacto observado no início de 2025. A dinâmica do ciclo de juros globais também pode influenciar o sentimento local, embora, por ora, não haja direção clara.

Quanto aos produtos, espera-se que CRAs e CRIs mantenham um perfil semelhante ao observado em 2025. As grandes emissões devem continuar concentradas em nomes amplamente conhecidos do agro e do imobiliário, refletindo a postura mais cautelosa dos investidores. No segmento de infraestrutura, a perspectiva é construtiva: rodovias, saneamento e outros setores associados ao cronograma de leilões tendem a manter participação relevante no mercado primário de debêntures incentivadas.

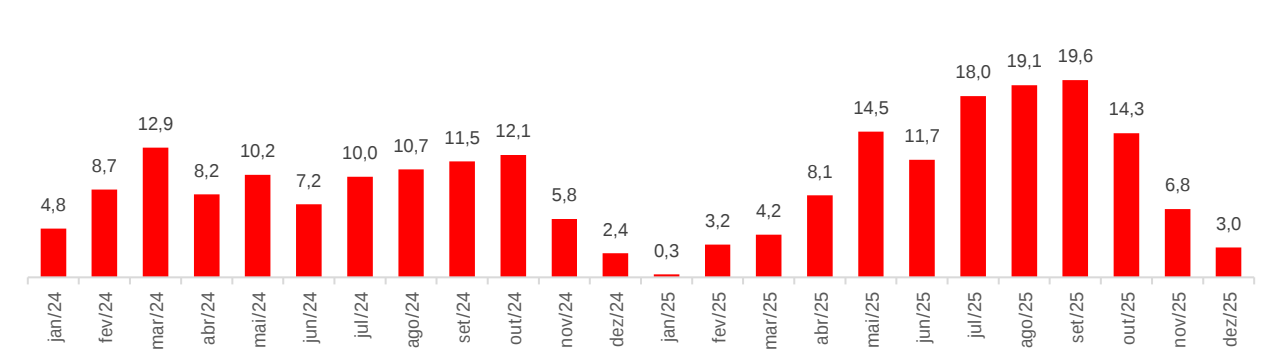
No que se refere à precificação, os *spreads* de crédito privado isentos iniciam 2026 em níveis bastante comprimidos, ainda que não se encontrem nos menores patamares históricos, observados ao longo de 2025. A correção registrada ao final de 2025, contudo, já foi, em grande medida, devolvida, conforme indicado pela recompressão dos *spreads* em janeiro, o que alimenta a percepção de risco de uma eventual piora (reabertura dos *spreads*) ao longo do ano, diante das incertezas no cenário macroeconômico.

Em nossa avaliação, entretanto, esse risco é limitado. Além da rápida normalização observada após a correção, os fundos de infraestrutura seguem bem capitalizados, com elevada necessidade de alocação nos próximos meses para manutenção do enquadramento regulatório. Considerando os percentuais mínimos obrigatórios de alocação em debêntures incentivadas e a captação líquida observada na classe ao longo dos últimos dois anos, estima-se uma demanda potencial de R\$ 40 bilhões no curto prazo apenas para o cumprimento dos requisitos regulatórios¹, montante que representa 22% de todas as

¹Assumindo, como premissa, atingimento linear e gradual do patamar mínimo regulatório, além de captação líquida neutra no período à frente, sem novas captações, resgates ou pagamento de cupom e amortizações.

emissões de debêntures incentivadas realizadas em 2025. Esse fator tende a sustentar a demanda e atuar como elemento de contenção para uma abertura mais relevante dos *spreads*.

Gráfico 8. Evolução da captação líquida por fundos de infraestrutura (R\$ bilhões)



Fonte: Quantum e Santander.

O principal vetor de risco para um movimento mais abrupto de reprecificação estaria associado à ocorrência de um evento de inadimplência de maior magnitude, com potencial de desencadear uma deterioração mais ampla da percepção de risco e uma crise de crédito generalizada – cenário que, no momento, não se apresenta como o mais provável.

Por fim, o ambiente de juros elevados por mais tempo pode levar a um aumento na frequência de AGDs (Assembleia Geral de Debenturistas) e pedidos de *waivers*, como já ocorreu em 2025. Ainda que o risco sistêmico permaneça baixo, essa dinâmica exige atenção redobrada à gestão de *covenants* e ao monitoramento contínuo da qualidade de crédito dos emissores.

Conclusão

Em um ambiente ainda marcado por juros reais elevados, oferta mais contida e forte demanda estrutural por ativos incentivados, 2026 segue oferecendo uma oportunidade relevante para alocações em crédito privado isento, mesmo com *spreads* em níveis comprimidos. A dinâmica regulatória e a necessidade de alocação dos fundos de infraestrutura tendem a sustentar a demanda ao longo do ano, limitando o risco de uma nova abertura dos *spreads*. Nesse contexto, entendemos que a melhor estratégia para o investidor é manter uma exposição consistente e seletiva, priorizando emissores de alta qualidade, estruturas sólidas e setores mais resilientes, além de aproveitar janelas táticas no mercado primário e secundário para construir posições com bom equilíbrio entre retorno e risco.

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.