

Reprecificação dos CRAs de proteínas

Quando os *spreads* abrem além dos fundamentos

Francisco Lobo

Analista de Crédito | Santander Credit Research

francisco.lobo@santander.com.br

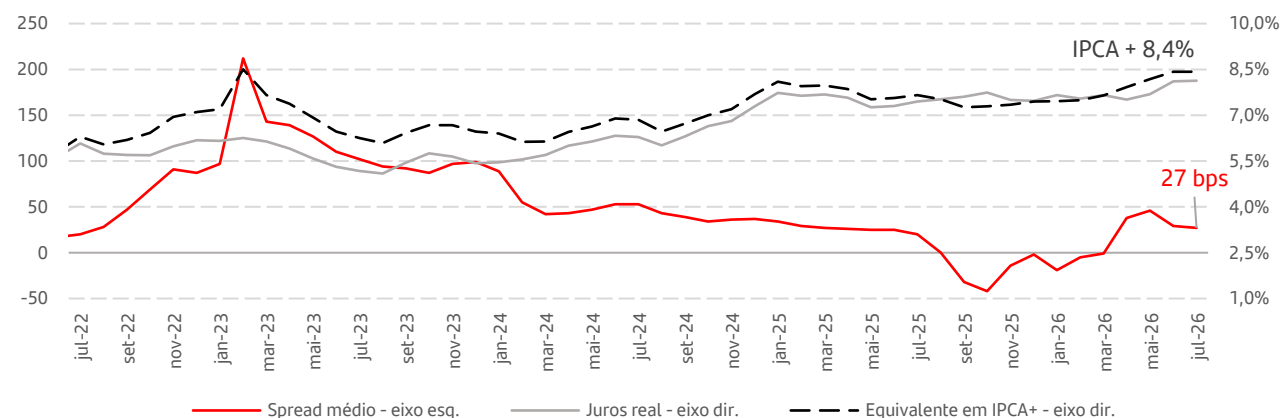
Em poucas linhas: a reprecificação dos CRAs de proteínas ocorreu em um ambiente de recomposição mais ampla dos prêmios dos ativos incentivados, menor liquidez e maior aversão a risco, afetando de forma relevante papéis de emissores do setor. Embora o cenário operacional tenha se tornado mais complexo, com margens pressionadas em carne bovina nos Estados Unidos, incerteza sobre a recomposição do rebanho brasileiro, restrições no comércio internacional e riscos climáticos para grãos, avaliamos que a abertura dos *spreads* parece ter superado a piora efetiva dos fundamentos de crédito. A análise, contudo, exige diferenciação entre companhias: JBS se destaca pela diversificação de proteínas e geografias; MBRF combina exposição ao ciclo bovino com vetores mais favoráveis em frango, processados e exportações; e Minerva segue como a mais concentrada em carne bovina e comércio internacional. Nesse contexto, a reprecificação observada nos últimos meses reduziu parte da assimetria que prevalecia anteriormente e pode criar oportunidades pontuais em determinados papéis, embora fatores técnicos, menor liquidez e maior aversão a risco continuem exigindo seletividade dos investidores.

Ativos incentivados: a abertura de *spreads* criou distorções entre emissores e estruturas

Os ativos incentivados iniciaram 2026 em um ambiente de recomposição de prêmios após a forte compressão observada ao longo de 2025. Naquele período, a antecipação de uma possível tributação dos instrumentos isentos estimulou um movimento relevante de compras, levando os *spreads* de crédito a patamares historicamente baixos, com mínimas registradas em outubro. A precificação refletia a busca por carregos em um contexto de juros elevados e a tentativa dos investidores de garantir o benefício tributário antes de eventuais mudanças regulatórias, o que acabou gerando um suporte técnico extraordinário para a classe.

Com a confirmação da manutenção da isenção, esse fluxo perdeu força e os níveis de spread passaram a ser reavaliados à luz de uma relação risco-retorno menos assimétrica. A ocorrência de eventos de crédito em alguns emissores acelerou a seletividade do mercado e ampliou a diferenciação entre nomes, estruturas e liquidez. Como resultado, observou-se uma abertura de *spreads* (aumento do prêmio exigido pelos investidores para financiar determinado risco de crédito) ao longo de 2026, mas de forma heterogênea entre ativos, veículos e setores. Títulos de emissores *blue chips*, com maior qualidade de crédito, liquidez e presença recorrente no mercado, sofreram marcações relativamente limitadas. Já ativos *high yield*, estruturas mais complexas e nomes com menor profundidade no secundário registraram aberturas significativamente mais expressivas.

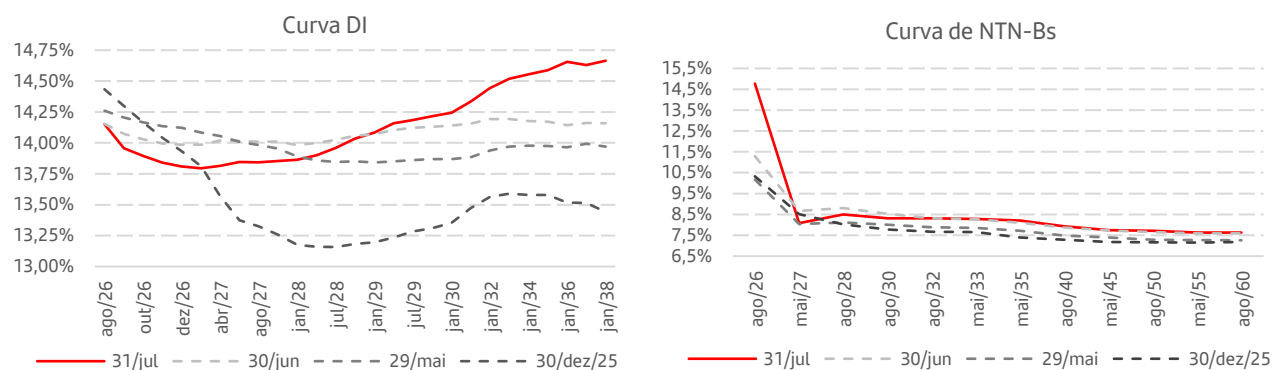
Gráfico 1. Índice Idex-Infra Core (Debêntures Incentivadas) - média do mês



Fontes: Idex Analytics, Anbima e Santander.

A piora no ambiente de mercado foi intensificada pela abertura das curvas nominais e reais, em meio ao aumento da aversão a risco global associado ao conflito em curso no Oriente Médio e à persistência de temores relacionados ao quadro fiscal doméstico. Esse movimento elevou as taxas de referência e pressionou os preços dos ativos de renda fixa, ampliando o impacto negativo do aumento dos prêmios dos ativos de crédito privado, especialmente em papéis prefixados ou indexados à inflação, que possuem maior sensibilidade à variação das curvas de juros. Dessa forma, em muitos casos, a marcação a mercado foi intensificada pelo efeito combinado de *duration*, prêmio de risco macroeconômico e menor apetite por ativos de maior volatilidade.

Gráficos 2 e 3. Curvas de juros



Fontes: Bloomberg e Santander.

Essa diferenciação tornou-se particularmente relevante nos segmentos de CRIs e CRAs, que vêm registrando uma reprecificação mais intensa. Além dos fatores que afetaram o mercado de crédito incentivado de forma mais ampla, esses instrumentos contam com uma base de compradores naturalmente mais restrita, concentrada em pessoas físicas e em veículos que conseguem capturar o benefício fiscal, como fundos imobiliários e Fiagros. Em períodos de maior aversão a risco, a menor profundidade do mercado reduz sua capacidade de absorver fluxos vendedores, de modo que ajustes relativamente modestos na demanda podem resultar em aberturas mais acentuadas de *spread*.

A correção recente, nesse sentido, parece representar em grande medida uma normalização das condições de mercado após um período de compressão excepcional. O novo patamar de *spreads* restabelece uma remuneração mais aderente aos fundamentos de crédito e, embora exija maior seletividade, também pode criar oportunidades pontuais. Essas oportunidades tendem a se concentrar nos ativos cujo aumento de *spreads* foi mais intenso do que a piora dos fundamentos de crédito.

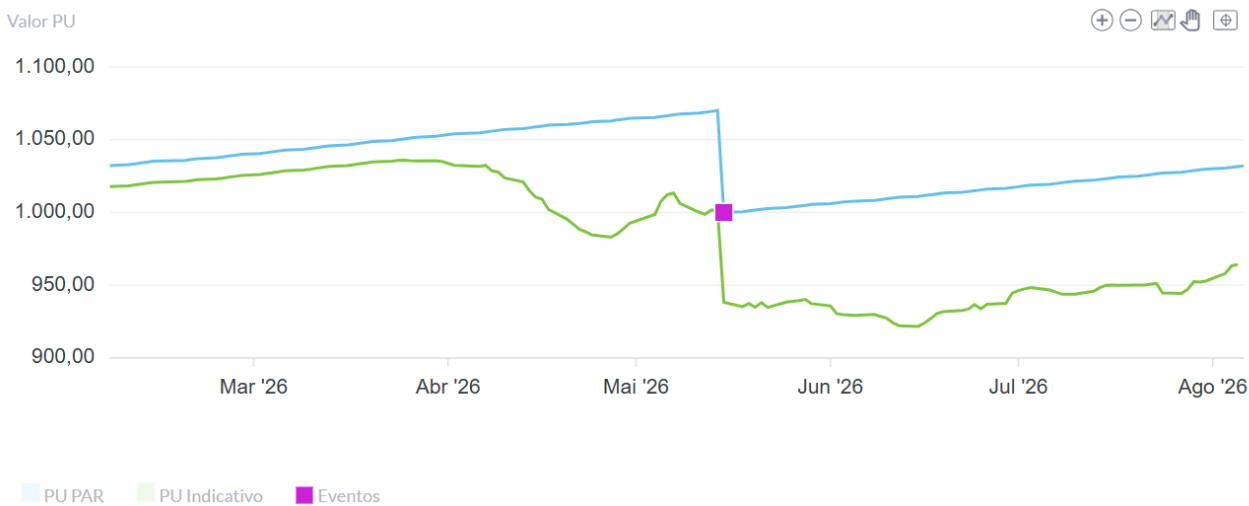
No setor de proteínas, essa reprecificação ocorreu em meio a um fluxo de notícias predominantemente negativo ao longo dos últimos meses, o que reforçou a postura mais cautelosa dos investidores. Entre os principais temas que pressionaram a percepção de risco estiveram a continuidade do ciclo desfavorável da carne bovina nos Estados Unidos, as incertezas em torno da recomposição do rebanho brasileiro, a introdução de cotas para importação de carne bovina pela China, as restrições sanitárias associadas à mosca-varejeira na América do Norte, os desdobramentos do conflito no Oriente Médio e os riscos climáticos relacionados ao retorno do El Niño. Em conjunto, esses fatores aumentaram a percepção de volatilidade para as companhias do setor, ainda que seus impactos sejam heterogêneos entre proteínas, geografias e modelos de negócio.

Um caso que ilustra essa assimetria na reprecificação é o dos CRAs de duas das três grandes empresas brasileiras de proteínas, MBRF e Minerva, que registraram forte abertura de *spreads* ao longo do período, mesmo sendo emissores de grande porte, com relevância setorial e presença consolidada no mercado de capitais. As empresas passaram a carregar prêmios mais elevados para riscos ligados a margens, ciclo pecuário, alavancagem, comércio internacional e volatilidade de resultados. Ainda assim, a magnitude da reprecificação parece superior à piora observada nos fundamentos, sugerindo que

parte do movimento refletiu uma reação exacerbada ao fluxo de notícias setoriais. Esse comportamento contrasta com o observado na JBS, cujos títulos não passaram por uma reprecificação de intensidade comparável.

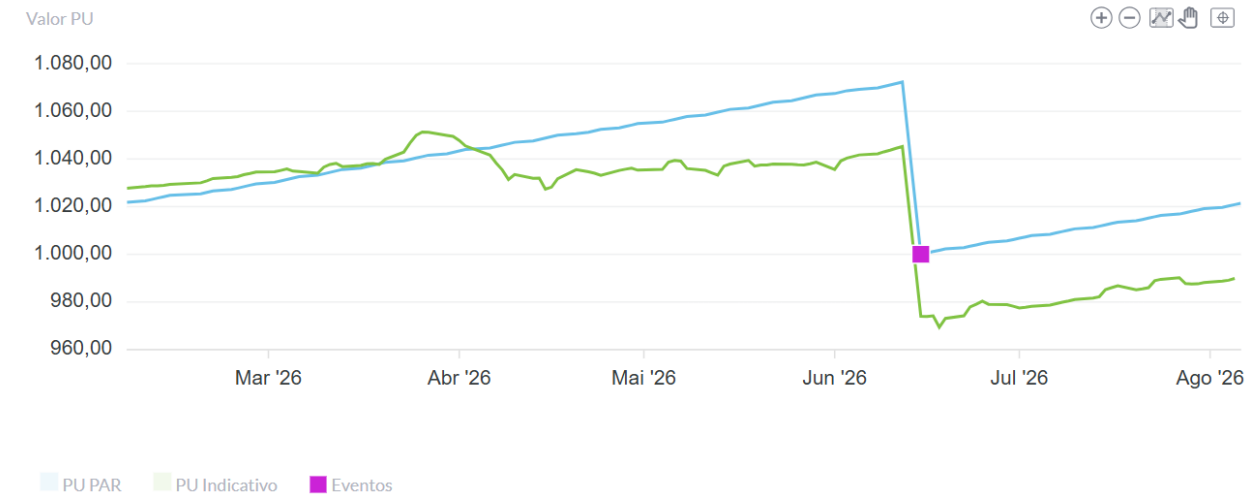
Em nossa visão, parte relevante da abertura refletiu fatores técnicos, como a menor liquidez dos CRAs, a redução do apetite por risco e o aumento dos prêmios exigidos em estruturas incentivadas, mais do que uma deterioração proporcional dos fundamentos de crédito. Embora parte das preocupações do mercado seja legítima, a relevância econômica e creditícia de cada um desses temas nem sempre é equivalente à intensidade com que foram incorporados aos preços dos ativos. Diante disso, este material busca avaliar os principais vetores que têm influenciado a percepção de risco do setor, diferenciando fatores estruturais de elementos mais conjunturais e discutindo em que medida cada um deles efetivamente altera a geração de caixa, a alavancagem e a qualidade de crédito das companhias analisadas.

Gráfico 4. Histórico de rentabilidade de preços: CRA02400AYN (Minerva nov/31)



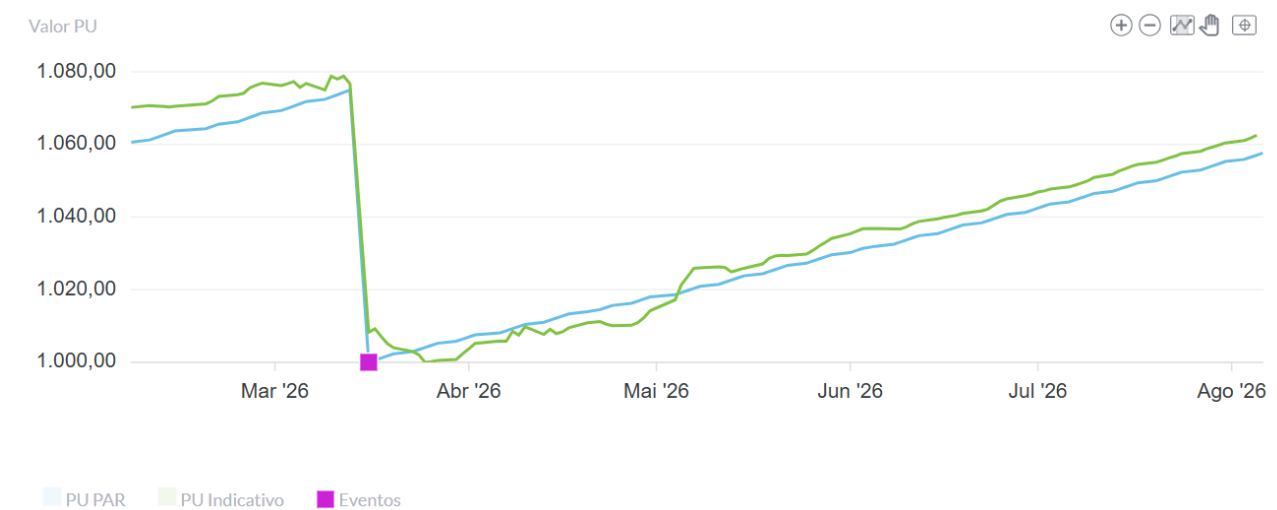
Fontes: Anbima e Santander.

Gráfico 5. Histórico de rentabilidade de preços: CRA0240066F (MBRF jun/29)



Fontes: Anbima e Santander.

Gráfico 6. Histórico de rentabilidade de preços: CRA02300JG2 (JBS set/28)



Fontes: Anbima e Santander.

Resumo das companhias e principais sensibilidades

Embora JBS, MBRF e Minerva sejam frequentemente agrupadas dentro do setor de proteínas, suas exposições por produto, geografia e ciclo de margem são bastante distintas. Cada emissor responde de forma diferente aos riscos setoriais, conforme sua exposição por proteína, geografia e canal de venda.

Tabela 1. Quadro comparativo – JBS, MBRF e Minerva

Companhia	Principais nichos de atuação	Geografias relevantes	Principais sensibilidades
JBS	Carne bovina nos EUA, Brasil e Austrália; aves e alimentos preparados via Seara e Pilgrim's Pride; suínos nos EUA	Brasil, Estados Unidos, Canadá, México, Austrália e Europa	Mais exposta ao ciclo do gado nos EUA, mas com diversificação relevante em aves, suínos, Brasil e Austrália, o que ajuda a compensar parcialmente pressões localizadas
MBRF	Carne bovina na América do Norte e América do Sul; aves, suínos, alimentos processados e produtos de maior valor agregado pela antiga BRF	Brasil, Estados Unidos, América do Sul, Oriente Médio, Turquia e mercados de exportação	Combina exposição ao ciclo do gado nos EUA e América do Sul com dinâmica mais favorável em aves, suínos e produtos processados, com destaque para exportações e produtos <i>halal</i>
Minerva	Predominantemente carne bovina, com foco em exportação; presença complementar em processados e ovinos	Brasil, Paraguai, Argentina, Uruguai, Colômbia, além de ovinos na Austrália e Chile	Mais concentrada em carne bovina e no comércio internacional, com maior sensibilidade ao ciclo do gado na América do Sul, à demanda chinesa, ao mercado norte-americano importador e à dinâmica cambial

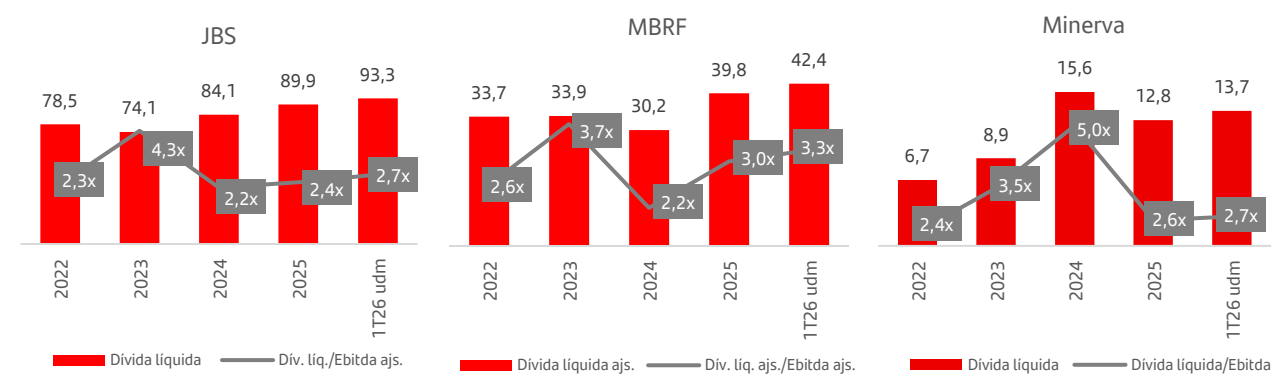
Fonte: Santander.

Em termos relativos, a JBS é a mais diversificada entre proteínas e geografias, o que tende a reduzir a volatilidade consolidada dos resultados, ainda que a operação de carne bovina nos Estados Unidos siga como o principal ponto de pressão em 2026. A MBRF ocupa uma posição intermediária, combinando a exposição relevante da National Beef ao ciclo norte-americano com

uma operação de aves, suínos e processados mais resiliente, além de oportunidades em exportação e mercados de maior valor agregado. Já a Minerva apresenta o perfil mais concentrado em carne bovina e exportações, o que aumenta sua sensibilidade à disponibilidade de gado na América do Sul, aos preços internacionais e às condições de acesso aos principais mercados consumidores.

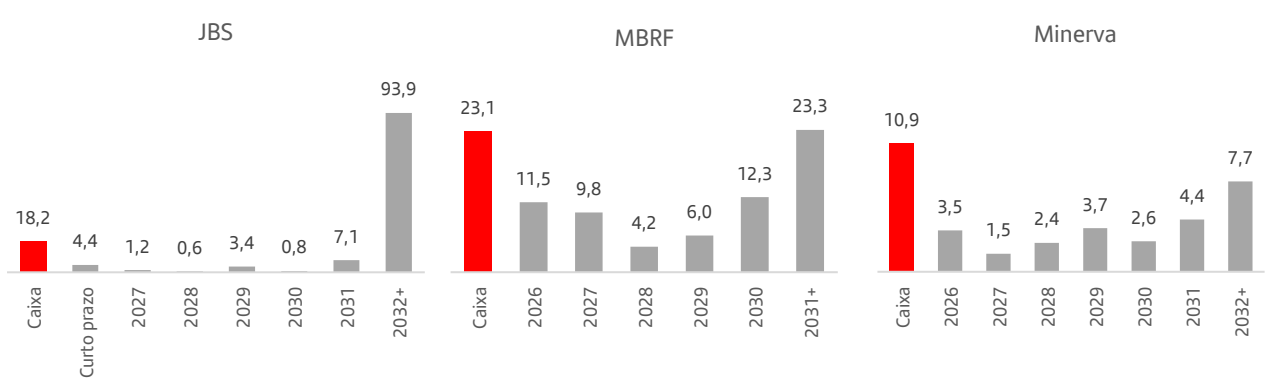
As diferenças entre os emissores também se estendem à estrutura financeira. Os gráficos a seguir comparam a evolução do endividamento, da alavancagem e dos cronogramas de amortização de JBS, MBRF e Minerva, complementando a comparação entre as companhias.

Gráficos 7, 8 e 9. Endividamento (R\$ bilhões) – JBS, MBRF e Minerva



Fontes: JBS, MBRF, Minerva e Santander.

Gráficos 10, 11 e 12. Cronogramas de amortização da dívida (R\$ bilhões) – JBS, MBRF e Minerva



Fontes: JBS, MBRF, Minerva e Santander. Data de referência: mar/26 (1T26)

Os fatores analisados a seguir afetam as companhias de formas distintas. O aperto no ciclo do gado nos Estados Unidos tende a pesar mais sobre JBS e MBRF. A redução da disponibilidade de gado no Brasil e na América do Sul ganha maior importância para Minerva e para as divisões sul-americanas de JBS e MBRF, enquanto a dinâmica de aves, suínos e produtos processados é mais relevante para JBS e MBRF. Assim, a leitura dos resultados de 2026 exige uma análise segmentada, que considere tanto os efeitos conjunturais de cada mercado quanto os fundamentos estruturais de crédito de cada companhia.

Ciclo do gado no Brasil: de um período de abundância para um ambiente de oferta menos confortável

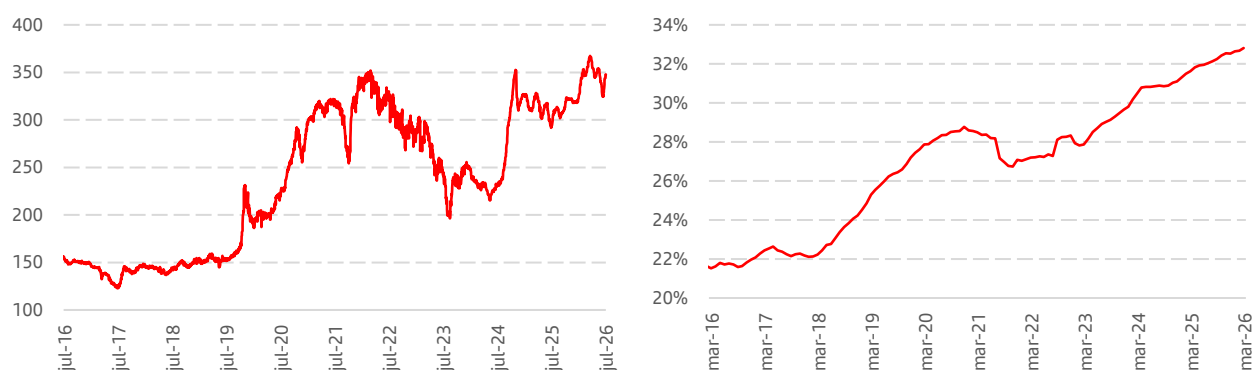
A pecuária bovina brasileira entrou em uma fase de menor disponibilidade de matéria-prima para a indústria frigorífica, após um longo período de abundância de animais para abate. Os incentivos econômicos à atividade de cria têm melhorado e os preços do boi gordo voltaram a ganhar força, sinais compatíveis com o início de um ambiente de oferta mais restrita.

O cenário atual é resultado de um longo processo de liquidação do rebanho. Nos últimos anos, o abate intenso de fêmeas sustentou a produção de carne bovina e ampliou a disponibilidade de matéria-prima para os frigoríficos. Essa dinâmica favoreceu as margens da indústria em diferentes momentos do ciclo, ao mesmo tempo que reduziu a base reprodutiva do rebanho e, consequentemente, a capacidade de produção de bezerros. Quanto mais tempo o abate elevado de fêmeas se prolonga, maior tende a ser o efeito sobre a disponibilidade futura de animais.

A recuperação da arroba e a valorização dos animais de reposição aumentam o retorno esperado da atividade de cria e tornam a retenção de fêmeas economicamente mais atrativa. Até aqui, porém, essa melhora dos incentivos aparece com maior clareza nos preços do que nas decisões efetivas dos produtores, com os indicadores físicos não oferecendo evidências de que a transição do ciclo tenha se consolidado: as novilhas continuam representando mais de 30% do abate total de fêmeas, percentual historicamente associado a fases de liquidação ou à ausência de um movimento consistente de recomposição do rebanho. Uma redução sustentada da participação de novilhas no abate seria um dos principais sinais de que a retenção passou a ganhar escala no país.

Dessa forma, o ciclo brasileiro aponta para um ambiente de oferta mais restrita de animais nos próximos anos, com efeitos potencialmente negativos sobre o custo da matéria-prima e as margens da indústria frigorífica. A alta do boi gordo indica que a abundância observada nos últimos anos já perdeu força, enquanto a participação ainda elevada de novilhas no abate limita a capacidade de recomposição da base produtiva. Nesse contexto, a disponibilidade de gado tende a permanecer mais restrita, embora a trajetória dos preços deva apresentar volatilidade ao longo do ciclo.

Gráficos 13 e 14. Indicador do Boi Gordo (R\$/@ - esquerda) e novilhas como % do total de fêmeas abatidas (dir.)



Fontes: Bloomberg, Cepea/Esalq e Santander.

China: a nova cota de importação adiciona ruído ao mercado, mas não muda o ciclo

Um tema novo e importante para 2026 foi a introdução, pela primeira vez, de cotas tarifárias para as importações chinesas de carne bovina, válidas desde janeiro e com duração prevista de três anos. A aplicação de uma tarifa adicional de 55% aos volumes que excederem as cotas por país reduz o espaço para que a China continue absorvendo aumentos da oferta exportável global nas mesmas condições comerciais.

Ainda que o Brasil tenha recebido a maior cota entre os exportadores, o limite avançou rapidamente ao longo do primeiro semestre. Em julho, a Administração Geral das Alfândegas da China afirmou que o Brasil atingiu a marca de 80% da cota de carne bovina imposta por Pequim como medida de salvaguarda¹. Representantes do setor avaliam que o volume efetivamente comprometido é maior, uma vez que o cálculo oficial considera as cargas que já ingressaram no mercado chinês e não incorpora integralmente os embarques ainda em trânsito.

Para os frigoríficos brasileiros, a introdução das cotas chinesas representa um fator negativo, uma vez que limita o potencial de crescimento das exportações para o principal destino da carne bovina do país. A medida reduz o espaço para crescimento

¹Notícia em [Link](#).

das vendas brasileiras ao principal mercado de destino e pode enfraquecer a formação de preços quando a cota se aproxima do limite. Embora a China continue sendo o principal comprador da carne bovina brasileira, a aplicação de uma tarifa adicional aos volumes que excederem a cota reduz a previsibilidade da demanda e pode enfraquecer o poder de barganha dos exportadores. Assim, caso as cotas permaneçam vinculantes ao longo dos próximos anos, o crescimento das exportações brasileiras poderá ficar abaixo do que seria observado em um ambiente sem essa restrição.

Ciclo do gado nos Estados Unidos: a reconstrução do rebanho continua lenta demais para aliviar a pressão sobre os frigoríficos

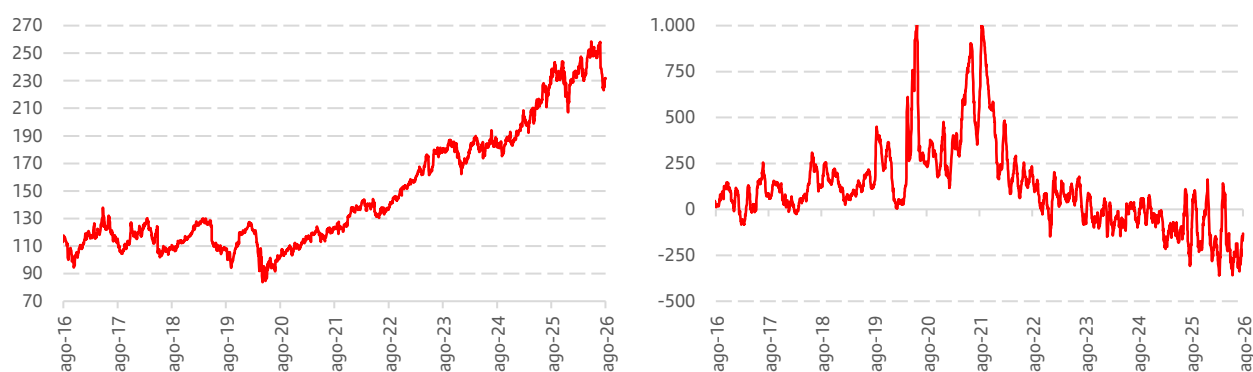
Enquanto o Brasil começa a lidar com uma menor disponibilidade de gado, os Estados Unidos já sentem os efeitos de vários anos de redução do rebanho, atualmente próximo dos menores níveis das últimas décadas. Seca, custos de produção mais altos e liquidação prolongada de matrizes reduziram a oferta para abate e aumentaram o poder de negociação dos pecuaristas.

A alta do preço do gado melhorou os incentivos à retenção de fêmeas, mas a resposta da oferta leva tempo. Uma novilha retida hoje ainda precisa entrar em reprodução, gerar um bezerro e esperar que esse animal complete o ciclo de engorda. Nos primeiros anos, portanto, a retenção aperta ainda mais o mercado, pois reduz o número de fêmeas abatidas antes de produzir qualquer aumento na disponibilidade de bois.

Esse intervalo é particularmente desfavorável para os frigoríficos. A demanda por carne bovina continua relativamente resiliente, enquanto o número de animais disponíveis permanece baixo. A competição pela matéria-prima mantém o gado caro e comprime as margens da atividade de abate, mesmo quando a retenção já começa a indicar uma futura recuperação do rebanho.

Os sinais observados até agora ainda são insuficientes para mudar esse quadro. A retenção de fêmeas avançou em algumas regiões, mas seus efeitos sobre a oferta de gado para abate só deverão aparecer mais adiante. Em nossa visão, o ciclo deve continuar desfavorável para os frigoríficos pelo menos até 2028, período em que a escassez de animais e o custo elevado da matéria-prima devem permanecer como os principais limitadores das margens.

Gráficos 15 e 16. Contrato futuro do boi vivo EUA (US\$/lb - esquerda) e indicador de margem dos frigoríficos (US\$/cabeça)



Fontes: Bloomberg, USDA e Santander.

Política comercial dos EUA: a dependência de importações limita uma política mais agressiva para as proteínas

A política tarifária dos Estados Unidos tem sido mais branda para as proteínas do que para outros produtos porque o país precisa importar carne bovina para complementar sua produção. Com o rebanho norte-americano em níveis historicamente baixos e a oferta doméstica pressionada, novas restrições comerciais poderiam elevar ainda mais os preços ao consumidor

sem produzir uma resposta rápida da pecuária local. Essa dependência ajuda a explicar por que a carne bovina brasileira foi excluída da tarifa adicional de 25% aplicada a diversos produtos do Brasil em julho de 2026¹.

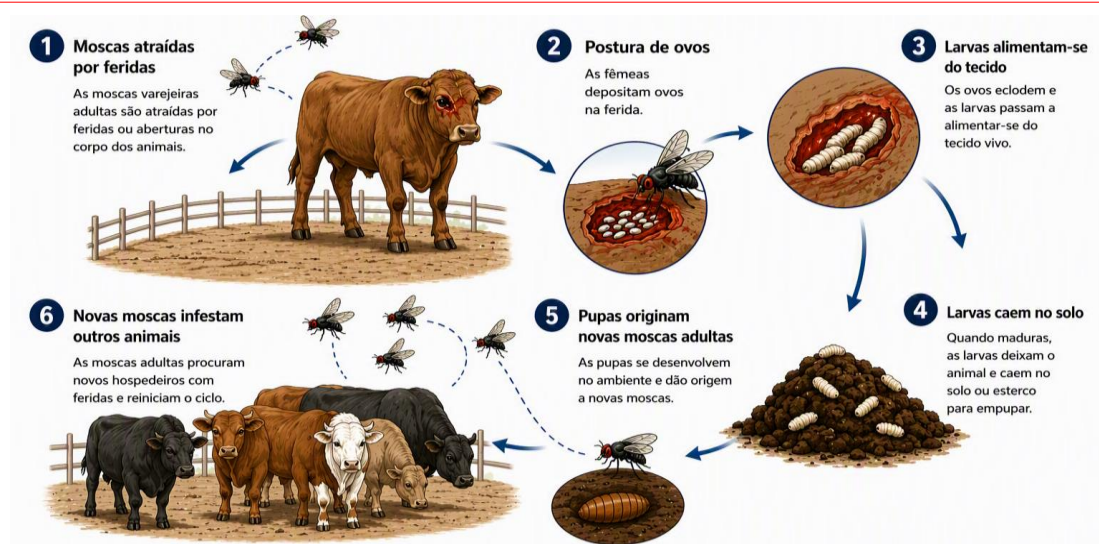
Além do déficit de oferta, as importações atendem a uma necessidade específica da indústria norte-americana. A produção local, baseada majoritariamente em animais terminados em confinamento, gera grande volume de carne com maior teor de gordura, enquanto a carne brasileira, oriunda predominantemente de sistemas a pasto, é utilizada como insumo na composição de produtos processados, especialmente carne moída e hambúrgueres. Em vez de competir diretamente com a produção local, o produto brasileiro ocupa um nicho complementar dentro da cadeia de abastecimento.

O acesso ao mercado norte-americano, contudo, permanece sujeito a barreiras relevantes. A cota tarifária compartilhada de aproximadamente 52 mil toneladas foi esgotada logo no início de 2026 e os embarques realizados fora desse volume passaram a recolher tarifa de 26,4%². Nesse contexto, a exclusão da carne bovina da nova rodada de tarifas preservou uma fonte importante de abastecimento para o mercado dos Estados Unidos e evitou uma elevação adicional dos custos de importação. Para JBS e MBRF, que mantêm operações industriais relevantes nos Estados Unidos, essa decisão também contribui para sustentar as atividades de processamento e produtos industrializados. As operações de abate, por outro lado, seguem inseridas em um ambiente desafiador, marcado pela oferta restrita e pelo elevado custo do gado norte-americano.

Mosca-varejeira: mais um fator altista para o gado dos EUA

Além da reconstrução lenta do rebanho, os frigoríficos norte-americanos passaram a conviver em 2026 com um novo fator de pressão sobre a oferta de animais. O avanço da mosca-varejeira no México levou os Estados Unidos a suspenderem temporariamente a importação de gado vivo pela fronteira sul¹, interrompendo um fluxo historicamente superior a 1 milhão de animais por ano, destinados principalmente aos confinamentos norte-americanos². Esse volume equivale a cerca de 4% do abate anual dos Estados Unidos, comparação que evidencia a relevância do México como fornecedor complementar de animais para a cadeia pecuária local.

Figura 1. Como ocorre a disseminação de mosca varejeira em confinamento



Fonte: Santander.

Isoladamente, essa restrição não é suficiente para alterar o equilíbrio do mercado de carne bovina dos Estados Unidos. Entretanto, ela ocorre em um momento particularmente sensível do ciclo pecuário, marcado por um dos menores rebanhos das últimas décadas e por forte competição entre frigoríficos pela compra de animais. Nesse contexto, a interrupção de uma

¹USDA em [Link](#). ²USDA em [Link](#).

fonte relevante de oferta contribui para sustentar preços elevados do gado e prolongar a pressão sobre as margens da atividade de abate.

Em julho de 2026, o governo norte-americano anunciou uma reabertura gradual da fronteira a partir de 24 de agosto¹. Ainda assim, o processo será restrito, sujeito a inspeções sanitárias e condicionado à evolução da praga. Além disso, os animais importados ainda precisam passar pela etapa de engorda antes do abate, limitando qualquer impacto imediato sobre a disponibilidade de carne. Em nossa visão, a reabertura reduz parte do risco de escassez adicional, mas não altera, por ora, a perspectiva de gado caro e margens pressionadas para os frigoríficos norte-americanos.

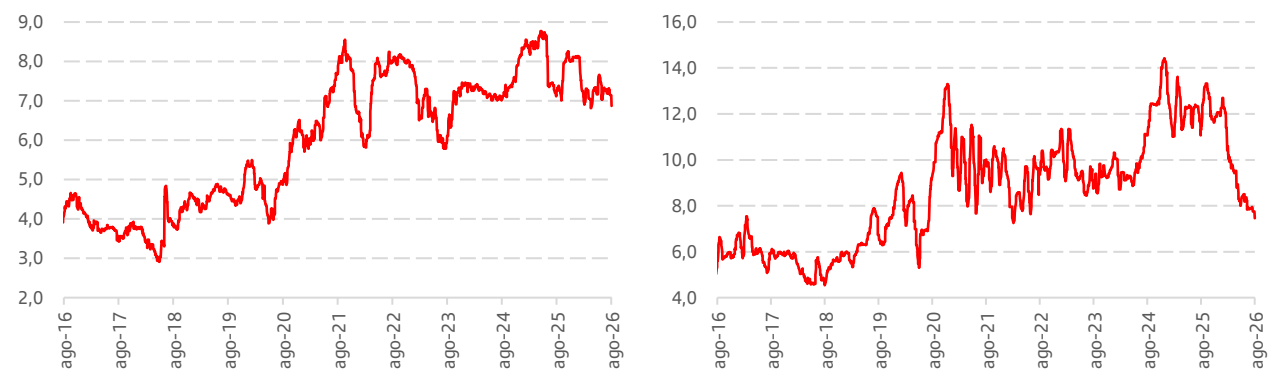
Frangos e suínos: Brasil e EUA

Os ciclos de alta da carne bovina tendem a favorecer a demanda por proteínas mais acessíveis, sobretudo em mercados nos quais o consumidor apresenta maior sensibilidade a preço. No Brasil, esse canal ganha relevância à medida que a menor disponibilidade de gado começa a pressionar os preços da carne bovina: o aumento do diferencial em relação ao frango pode induzir parte dos consumidores a buscar alternativas de menor valor unitário. Esse movimento de substituição, ou *trade-down*, altera a composição do consumo marginal e pode contribuir para uma recuperação gradual dos preços do frango no mercado doméstico.

Por enquanto, contudo, esse efeito ainda é limitado. A produção de frango continua crescendo, ampliando a disponibilidade da proteína e mantendo os preços domésticos em patamares pouco favoráveis. O principal suporte ao setor tem vindo das exportações, que permanecem fortes e ajudam a absorver o aumento da oferta brasileira. Assim, a perspectiva para a cadeia avícola combina um mercado externo aquecido com a possibilidade de melhora no ambiente doméstico à medida que a virada do ciclo bovino encareça a carne bovina e estimule a migração do consumo para proteínas mais acessíveis. Do lado dos custos, a disponibilidade de milho e farelo de soja segue contribuindo para limitar pressões sobre as margens.

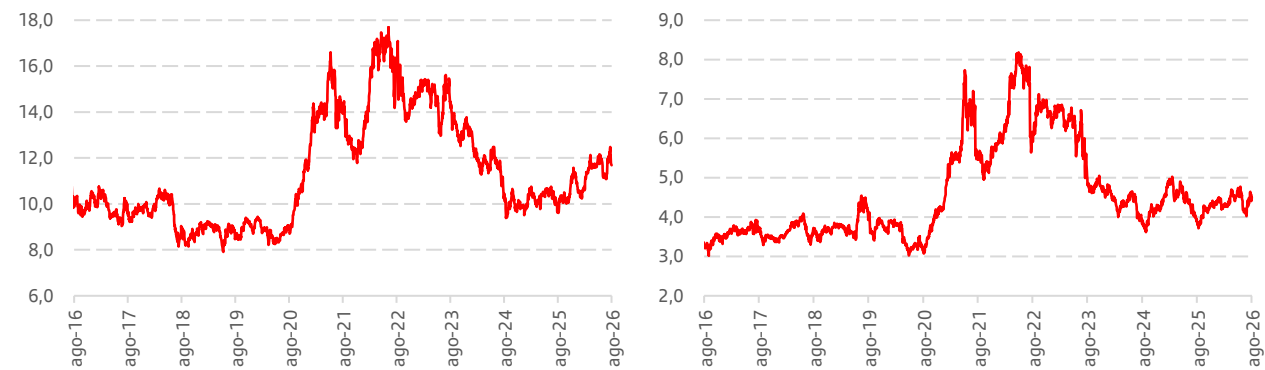
Em suínos, a forte queda dos preços no Brasil desde o fim de 2025 aponta para um ambiente mais desafiador para a proteína *in natura*. A transmissão desse movimento para os produtos processados, contudo, é relativamente baixa. Categorias como salsicha, presunto, linguiça e refeições prontas apresentam dinâmica própria de formação de preços, com correlação limitada em relação às oscilações do preço do suíno. Essa menor sensibilidade tende a preservar a receita dos negócios de maior valor agregado e reduzir sua exposição à deterioração observada na proteína *in natura*, reforçando a importância dos processados para a resiliência dos resultados do segmento.

Gráficos 17 e 18. Preço do frango resfriado no atacado (esquerda) e carne suína (R\$/kg)



Fontes: Bloomberg, Cepea/Esalq e Santander.

Gráficos 19 e 20. Contratos futuros de soja (esquerda) e milho (US\$/bu)



Fontes: Bloomberg, CME e Santander.

A capacidade de expansão mais rápida da oferta limita a duração de ciclos excepcionalmente favoráveis em aves e suínos. Ainda assim, o cenário permanece construtivo, embora com vetores distintos. No frango, as exportações fortes compensam parcialmente a pressão exercida pelo crescimento da oferta sobre os preços domésticos, enquanto a alta da carne bovina pode fortalecer a demanda interna nos próximos trimestres. Nos processados, a baixa correlação entre o preço de venda e o custo da matéria-prima cria espaço para preservação ou expansão de margens quando os preços do suíno recuam.

Conflito no Oriente Médio: a estrutura local de distribuição reduz o risco para a BRF

O Oriente Médio é um mercado estratégico para as exportações brasileiras de frango *halal*, sobretudo para a BRF, que possui presença comercial, estoques e distribuição própria na região. O conflito eleva o risco logístico da região, principalmente via portos, rotas marítimas e fretes. Até o momento, porém, a companhia afirma não ter enfrentado interrupções relevantes. A BRF vem mantendo estoques nos países de destino desde 2024 e conseguiu redirecionar cargas para portos em funcionamento, concluindo a distribuição por navios menores ou transporte terrestre¹. A presença local da BRF reduz o risco de execução logística e diferencia a companhia frente a exportadores com menor controle da distribuição.

Além de preservar o abastecimento, o conflito pode elevar temporariamente a demanda por alimentos, à medida que distribuidores e consumidores reforçam estoques por receio de rupturas. Segundo a BRF, os volumes e preços na região permanecem firmes, enquanto os custos adicionais de frete associados ao risco de guerra têm sido absorvidos pelo mercado. Assim, o impacto inicial parece administrável e potencialmente positivo para a receita, embora a manutenção de estoques maiores e o uso de rotas alternativas elevem os custos logísticos.

El Niño e riscos climáticos

O retorno do El Niño adiciona um fator de risco relevante para o setor de proteínas em 2026. Diferentemente de outros eventos climáticos, o fenômeno afeta simultaneamente duas variáveis importantes para os frigoríficos brasileiros: os custos de alimentação de aves e suínos e a dinâmica de oferta da pecuária bovina. Em ambos os casos, o efeito potencial é de maior volatilidade operacional e menor previsibilidade dos resultados.

Segundo o NOAA, há 97% de probabilidade de que o El Niño persista até o início de 2027 e 81% de probabilidade de que o fenômeno alcance intensidade muito forte entre outubro e dezembro de 2026². No Brasil, o padrão climático associado ao El Niño costuma combinar excesso de chuvas no Sul com períodos de seca e temperaturas elevadas em importantes regiões produtoras do Centro-Oeste e do centro-norte do país.

¹Notícia em [Link](#). ²NOAA em [Link](#).

Para aves e suínos, o principal canal de transmissão ocorre por meio dos grãos. Eventuais impactos sobre a produção de soja e milho podem pressionar os preços das principais matérias-primas utilizadas na alimentação animal. Como a ração representa parcela significativa da estrutura de custos dessas cadeias, uma alta dos preços agrícolas tende a pressionar a rentabilidade.

Essa transmissão, porém, não é imediata. As grandes companhias do setor normalmente mantêm estoques de grãos, adotam políticas de hedge e contratam antecipadamente parte de suas necessidades de insumos, reduzindo a exposição imediata às oscilações dos preços agrícolas. Assim, mesmo em um cenário de valorização do milho e da soja durante o segundo semestre de 2026, não esperamos impacto relevante nos resultados antes do segundo semestre de 2027. Em nossa visão, a pressão sobre custos e margens deverá começar a aparecer de forma mais evidente nos balanços apenas a partir desse período, à medida que os estoques sejam consumidos e as posições contratadas sejam renovadas a preços potencialmente mais elevados.

Na pecuária bovina, o impacto ocorre principalmente por meio das pastagens. Episódios prolongados de seca podem reduzir a disponibilidade de forragem e aumentar os custos de manutenção do rebanho, incentivando o descarte antecipado de animais e matrizes. Embora esse movimento possa ampliar temporariamente a oferta de gado para abate e aliviar os preços da arroba no curto prazo, o efeito posterior tende a ser o oposto: menor capacidade de reposição do rebanho e restrição da oferta futura. Em outras palavras, um período climático adverso pode acelerar a deterioração estrutural da disponibilidade de gado nos anos seguintes.

Sob a ótica das companhias analisadas, o risco climático tende a ser mais relevante para os segmentos de aves e suínos de JBS e MBRF, por conta da sensibilidade aos custos de grãos, e para as operações sul-americanas de carne bovina de JBS, MBRF e Minerva, dada a possível influência sobre o ritmo de reconstrução do rebanho brasileiro. Embora ainda seja cedo para estimar a magnitude dos impactos, o El Niño surge como um dos principais fatores exógenos capazes de alterar as dinâmicas das margens em aves e suínos e do ciclo pecuário na América do Sul.

Figura 2. Impactos habituais do El Niño no Brasil



Fonte: Santander.

Conclusão

A abertura observada nos *spreads* dos CRAs de proteínas ao longo de 2026 ocorreu em um contexto de reprecificação mais ampla dos ativos incentivados, aumento da aversão a risco, menor liquidez do mercado secundário e postura mais seletiva

dos investidores. A magnitude do aumento de prêmios, no entanto, parece ter superado a deterioração dos fundamentos, sugerindo que fatores técnicos e de fluxo tiveram papel relevante na reprecificação.

Do ponto de vista operacional, o cenário permanece heterogêneo entre as principais linhas de negócio. Na carne bovina brasileira, o ciclo já aponta para uma oferta mais restrita de animais, movimento refletido na valorização do boi gordo e na maior pressão sobre o custo da matéria-prima dos frigoríficos. Ao mesmo tempo, a participação ainda elevada de novilhas no abate de fêmeas indica que a melhora dos incentivos econômicos à cria ainda não se traduziu em um processo amplo de retenção. Essa combinação limita a capacidade de recomposição da base produtiva e sugere um ambiente menos favorável às margens da indústria nos próximos anos, ainda que a trajetória dos preços permaneça sujeita a volatilidade ao longo do ciclo.

Nos Estados Unidos, por sua vez, o quadro permanece mais desafiador. O rebanho segue próximo de mínimas históricas, a reconstrução avança lentamente e a competição pela compra de animais continua pressionando as margens da atividade de abate. A expectativa predominante é de que esse ambiente adverso persista por mais alguns anos, limitando uma recuperação mais significativa dos resultados da cadeia bovina norte-americana. Ainda assim, trata-se de um fator amplamente conhecido pelo mercado e já incorporado às expectativas para o setor.

Aves e processados seguem como vetores de compensação parcial para emissores diversificados, sustentados por demanda relativa mais forte e custos ainda administráveis. O encarecimento da carne bovina tende a estimular a substituição do consumo em diversos mercados, enquanto a competitividade dessas proteínas continua sustentada por custos de produção ainda administráveis e pela forte inserção internacional dos produtores brasileiros. Embora o segmento de aves possua ciclos produtivos mais curtos e, portanto, menor capacidade de sustentar margens extraordinárias por períodos prolongados, o ambiente atual segue compatível com níveis saudáveis de rentabilidade e geração de caixa.

Sob a ótica de crédito, os principais emissores dispõem, em geral, de liquidez para atravessar a volatilidade esperada para o setor. Os cronogramas de amortização reduzem as necessidades imediatas de refinanciamento, enquanto a diversificação operacional de JBS e MBRF oferece fontes adicionais de geração de caixa diante das pressões sobre a carne bovina. Na Minerva, a maior concentração nesse segmento mantém os resultados mais sensíveis ao custo do gado e às condições do comércio internacional. As diferenças de alavancagem, exposição operacional e perfil de vencimentos continuam exigindo seletividade, mas o cenário analisado ainda não indica uma deterioração de crédito compatível com a intensidade da reprecificação observada nos CRAs.

A abertura dos *spreads* recompôs o prêmio de carregamento após a compressão extrema de 2025 e levou parte dos papéis a níveis superiores aos sugeridos pela evolução dos fundamentos até o momento. No entanto, fatores técnicos, menor liquidez e aversão a risco limitam a visibilidade de uma recuperação rápida dos preços no mercado secundário, exigindo paciência dos detentores dos títulos. Para investidores com horizonte de carregamento, a reprecificação pode criar oportunidades pontuais, desde que a alocação preserve disciplina na seleção de emissores, estruturas e prazos.

Confira mais relatórios temáticos [aqui](#).

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.