

Janela de oportunidade à frente?

Resumo estratégico

- A abertura recente dos spreads parece majoritariamente técnica, e não fundamentalista, refletindo fraca demanda, pressão vendedora no secundário, resgates relevantes em fundos de crédito e maior seletividade dos investidores, o que criou distorções de preço em ativos de boa qualidade.
- Apesar do ambiente macro mais desafiador, o crédito corporativo local ainda mostra resiliência relativa, com alavancagem média das companhias listadas em patamares gerenciáveis, mas ainda abaixo dos níveis historicamente mais estressados dos últimos dez anos.
- Os casos mais relevantes de empresas estressadas seguem concentrados em emissores com problemas idiossincráticos, como alocação ineficiente de capital, expansão mais agressiva, passivos específicos e alavancagem já elevada, e não necessariamente uma piora drástica de algum setor ou alguma deterioração estrutural mais ampla do crédito no cenário doméstico.
- O atual patamar de spreads e carregos tornou mais atrativa a classe de ativos de crédito privado isento de IR para pessoa física, especialmente em emissores high grade atrelados a setores mais defensivos, que tiveram seus spreads penalizados por movimentos técnicos, mas sem piora relevante dos fundamentos de suas métricas financeiras.
- A assimetria parece favorável para alocação seletiva, já que ativos de maior qualidade tendem a sofrer primeiro em momentos de resgate dos fundos de crédito privado, mas também costumam ser os primeiros a se beneficiar quando o fluxo se estabiliza e a demanda retorna.

BTG Pactual – Credit Research Products

Frederico Khouri

Brasil – Banco BTG Pactual

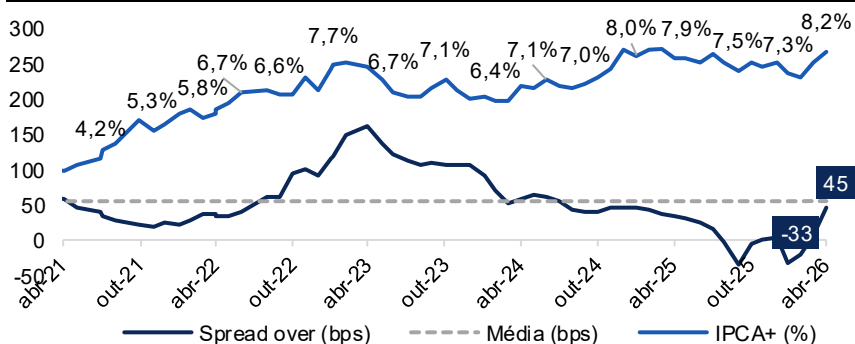
Luís Fernando Gonçalves

Brasil – Banco BTG Pactual

Fernando Revers

Brasil – Banco BTG Pactual

Evolução do IDA-IPCA Infraestrutura – Spread over x IPCA+

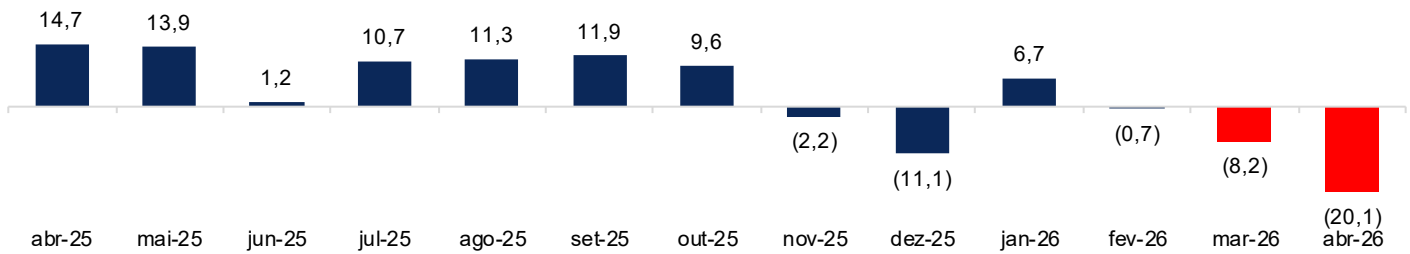


Fontes: Anbima e BTG Pactual.

Separando o ruído do fundamento

O mercado de crédito privado local começou o ano com os spreads de crédito no mercado secundário perto das suas mínimas históricas, com o IDA-IPCA Infra chegando a atingir uma média de -40 bps no mês de jan-26. O movimento de fechamento foi reflexo de um movimento mais técnico de mercado – mais atrelado à demanda dos fundos de crédito que permaneceu elevada para cumprimento da exigência regulatória de alocação mínima dos fundos incentivados – do que algum movimento fundamentalista de melhora do crédito das companhias. Na direção oposta ao fechamento observado no início do ano, a conjuntura de juros elevados continuou impondo um cenário desafiador para as empresas locais. Com a Selic encerrando 2025 em 15% e iniciando o ciclo de cortes apenas em mar-26, para 14,75%, o mercado de dívida corporativa passou a refletir o desgaste típico de um ciclo de aperto monetário prolongado.

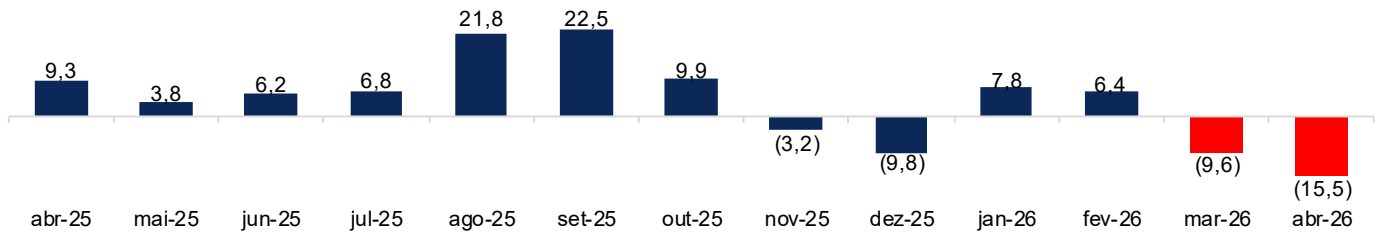
Captação líquida mensal dos fundos de crédito tradicional (R\$ bi)



Fontes: Anbima e BTG Pactual.

Esse ambiente tende a pressionar a qualidade de crédito de forma gradual: despesas financeiras mais elevadas comprimem o fluxo de caixa, aumentam a alavancagem, reduzem a folga de covenants, motivam revisões de downgrades por parte das agências de rating e, em casos mais extremos, podem resultar em renegociações de dívida ou processos de reestruturação. Esse conjunto de fatores eleva a aversão a risco dos investidores e pode reforçar movimentos de resgate em fundos de crédito e sell-off de alguns players de varejo, ampliando a pressão vendedora no mercado secundário.

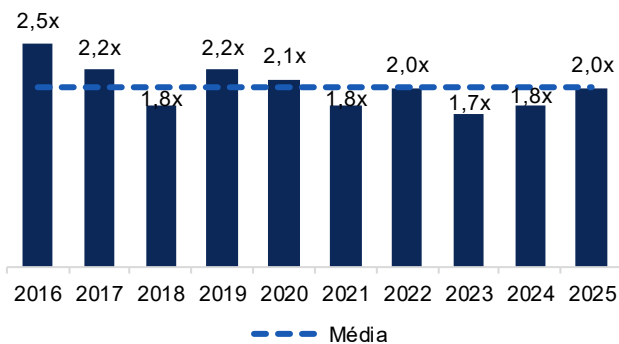
Captação líquida mensal dos fundos incentivados (R\$ bi)



Fontes: Anbima e BTG Pactual.

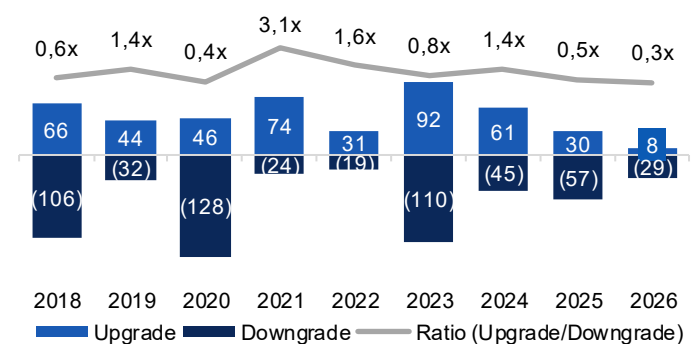
Dessa forma, a abertura dos spreads é reflexo de uma forte pressão vendedora no mercado secundário por parte dos investidores, impulsionada pela necessidade de liquidez de alguns fundos de crédito diante do aumento do volume de resgates – embora uma boa parcela da indústria tenha conseguido gerenciar os resgates somente com sua posição de caixa. Adicionalmente, o ambiente de juros restritivos, a seletividade na demanda por crédito e elevadas posições já alocadas em certos nomes elevaram o prêmio de risco exigido pelos investidores. Como consequência, houve uma distorção técnica: gestores viram-se obrigados a alienar ativos de baixo risco por níveis de rentabilidade muito superiores à média histórica, criando uma desconexão entre o preço de tela e o risco de crédito real das empresas com perfil mais high grade.

Dívida líquida / EBITDA das empresas listadas locais*



Fontes: Companhias e BTG Pactual. Nota(*): Empresas listadas da cobertura do Banco.

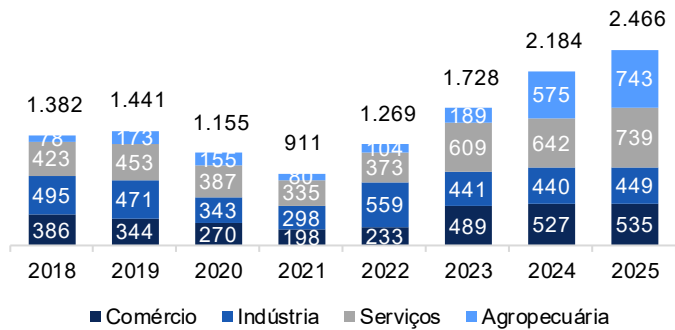
Upgrades e Downgrades da Fitch, S&P e Moody's



Fontes: Fitch, S&P e Moody's e BTG. Base: até 22/04/2026.

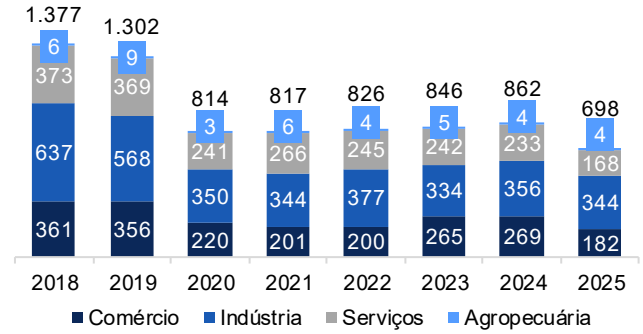
Por outro lado, é importante reconhecer que a abertura de spreads em alguns emissores mais conhecidos decorreu, de fato, de deterioração de crédito. **Contudo, esse movimento esteve mais associado a questões específicas de cada companhia do que a uma piora estrutural em seus respectivos setores**, como varejo, mineração, saúde, petroquímico ou açúcar e etanol etc. Embora o ambiente setorial esteja, em alguns casos, mais volátil, a deterioração observada entre os emissores que estressaram no início do ano esteve majoritariamente ligada a fatores idiossincráticos, como estratégias de expansão mais agressivas, alocação ineficiente de capital, acesso mais restrito ao mercado de crédito, crescimento de passivos regulatórios, judiciais ou ambientais, fraudes contábeis, níveis historicamente elevados de alavancagem e outros elementos específicos. Esse quadro foi, naturalmente, agravado pelo cenário de juros elevados, que aumentou de forma relevante o custo da dívida dessas companhias – assim como de diversas outras no mercado local.

CNPJs com pedidos de recuperação judicial por setor



Fontes: Serasa, Receita Federal e BTG Pactual.

CNPJs com pedidos de falência requeridas por setor



Fontes: Serasa, Receita Federal e BTG Pactual.

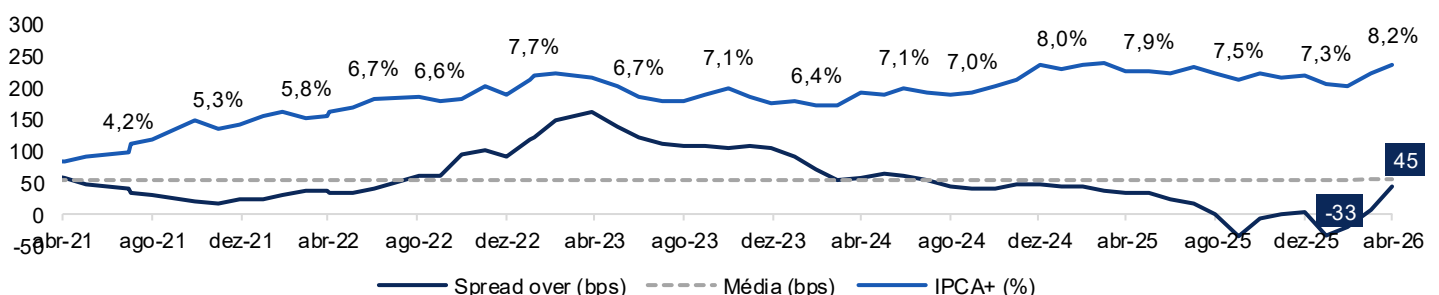
Mesmo assim, é importante analisar que a alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA) das companhias listadas no Brasil encerrou 2025 em 2,0x. Houve aumento em relação a 2024 (1,8x) e 2023 (1,7x), mas o nível ainda é baixo quando comparado ao histórico e significativamente mais confortável do que o observado durante a recessão de 2015/2016 (2,5-2,9x). Em 2025, o número de CNPJs envolvidos em pedidos de RJ atingiu novo recorde, totalizando 2.466 CNPJs (+13% a/a). O setor de Agropecuária liderou esse movimento, com 743 CNPJs envolvidos (+29% a/a), seguido pelo setor de Serviços, com 739 CNPJs (+15% a/a). No entanto, é relevante mencionar que, nos últimos seis anos, apenas cerca de 10% das empresas que ingressaram com pedidos de RJ, em média, correspondem a companhias de grande porte – justamente aquelas que emitem com maior frequência no mercado de capitais por meio de CRIs, CRAs e debêntures –, enquanto os outros 90% permanecem concentrados em empresas de micro, pequeno e médio porte.

Vale ressaltar também que apesar do aumento nos pedidos de RJ, os pedidos de decreto de falência seguiram em direção contrária, atingindo 698 pedidos (-19% a/a). A dicotomia desse movimento reflete três fatores combinados: (i) o instrumento da RJ tornou-se mais maduro, planejado e estruturado, sendo acionado antes do colapso da empresa; (ii) o ambiente de juros elevados pressiona a caixa das empresas, mas o crescimento econômico ajuda a sustentar a receita acima do ponto de ruptura; e (iii) as reformas na legislação reduziram estruturalmente a falência como desfecho. O resultado é uma migração do encerramento das operações para uma reestruturação – o que é um sinal de que o mercado está estressado, mas ainda funcional. **Portanto, a redução da Selic tende a aliviar o estresse financeiro de diversas empresas no mercado doméstico, especialmente aquelas em setores caracterizados por elevada alavancagem, margens mais pressionadas e exposição relevante a dívidas indexadas ao CDI, bem como gerar uma melhora adicional na dinâmica de pedidos de RJ ao longo do tempo.**

Do spread pressionado à janela de entrada: o novo momento do crédito privado

Se por um lado a sequência de eventos mencionados acima desencadeou um sentimento de maior aversão ao risco em ativos de crédito privado, por outro também criou uma tendência de janela de oportunidade para captura de prêmios interessantes em empresas de alta qualidade creditícia para os próximos meses. Após o forte fechamento dos spreads no início do ano, a abertura generalizada de spreads devido ao elevado volume de resgates nos fundos de crédito e fluxo mais vendedor no mercado secundário por parte de investidores de varejo, o patamar dos spreads atuais de ativos incentivados voltou a ficar positivo novamente.

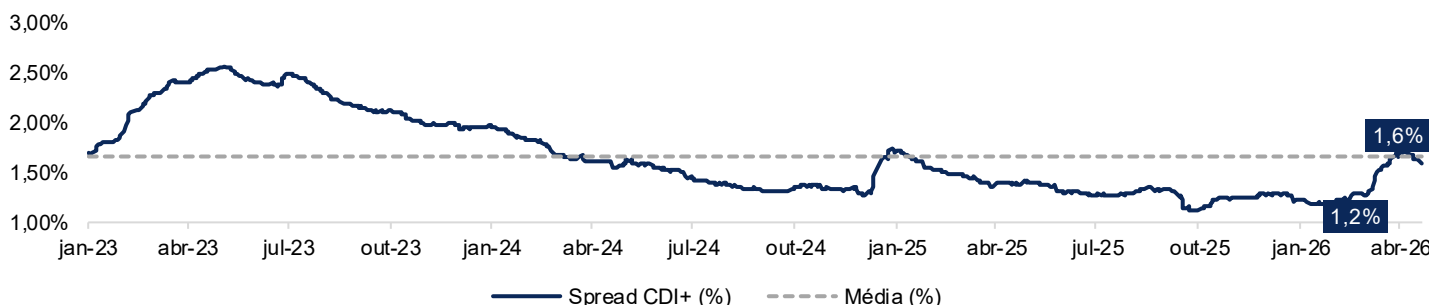
Evolução do IDA-IPCA Infraestrutura – Spread over (bps) x Taxa IPCA+ (%)



Fontes: Anbima (04-mai-26) e BTG Pactual.

Quando analisamos o IDA-IPCA Infra (IPCA+), os spreads que em janeiro estavam próximos de -30 bps, em abril saltaram para cerca de 45bps (+78bps), justamente por conta do movimento técnico de forte volume de resgates no mês de fundos isentos – e não de uma deterioração estrutural em larga escala do crédito –, que passou de R\$ 15 bilhões. No caso dos fundos tradicionais de crédito, o movimento de resgates seguiu na mesma linha, ultrapassando R\$ 20 bilhões. Olhando para o IDA-DI (CDI+), os spreads acompanharam a mesma tendência, saindo de 119bps (1,2%) em jan-26 para cerca de 161bps (1,6%) em abr-26, crescimento de aproximadamente 39bps.

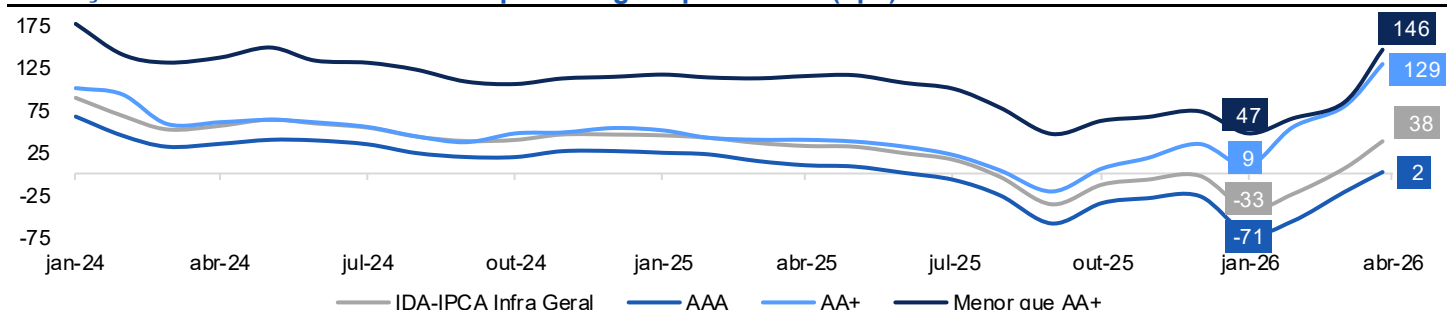
Evolução do IDA-DI – Spread over CDI+ (%)



Fontes: Anbima (04-mai-26) e BTG Pactual.

Dessa forma, mesmo empresas consideradas high grade (AAA ou AA+), com bom risco de crédito e de setores mais defensivos, com boa previsibilidade e resiliência sobre uma ótica de crédito (ex. energia e saneamento), tiveram seus prêmios elevados no período, sem necessariamente terem suas métricas financeiras deterioradas. Nesse contexto, isso demonstra também que a oscilação dos preços dos ativos ao longo de sua vida útil precifica não somente o risco de crédito como a liquidez do papel por meio dos fluxos compradores e vendedores. Analisando o período de janeiro a abril deste ano, papéis isentos contidos no IDA-IPCA Infraestrutura de rating, por exemplo, AAA e AA+, saíram de um spread over de -71 bps e 9 bps para 2 bps (+73 bps) e 129 bps (+120 bps), respectivamente.

Evolução do IDA-IPCA Infraestrutura por rating – Spread over (bps)



Fontes: Anbima (24-abr-26) e BTG Pactual.

Tese de oportunidade

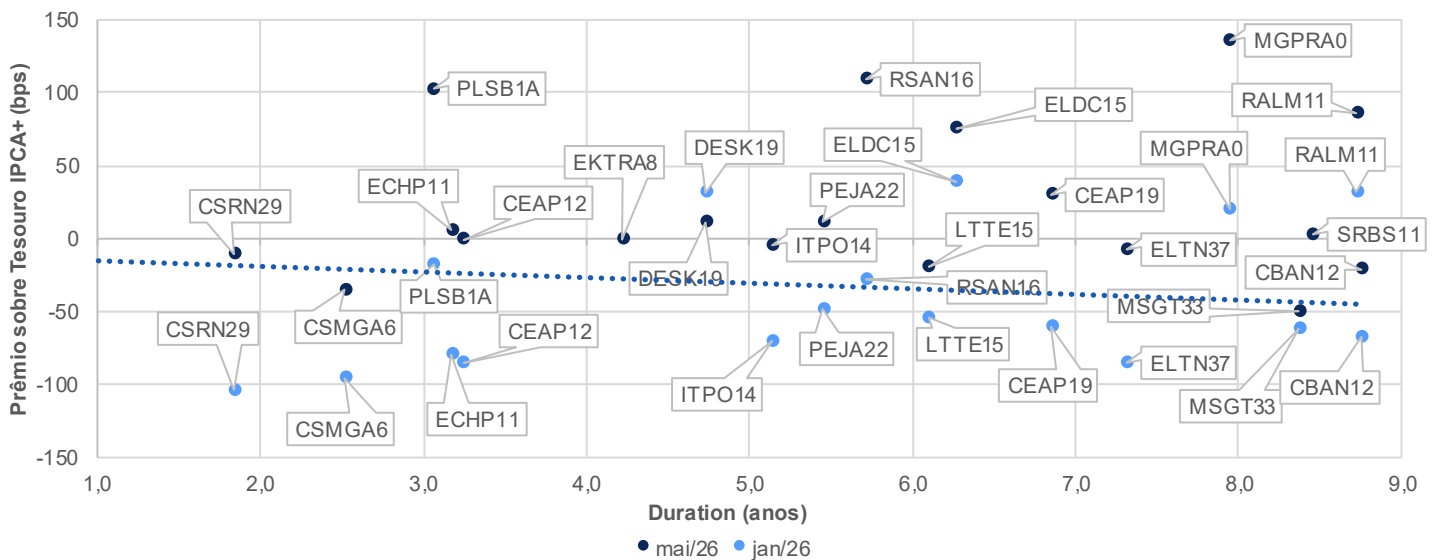
Portanto, a janela de oportunidade para alocação em crédito privado corporativo tornou-se mais atrativa, especialmente em emissores high grade vinculados a setores mais defensivos, diante da expressiva abertura de spreads observada no período. Embora o nível atual **já apresente oportunidades interessantes**, uma eventual abertura adicional dos spreads, **caso ocorra, não invalidaria o racional de investimento; pelo contrário, tornaria o ponto de entrada ainda mais atrativo para investidores com horizonte de médio e longo prazo.**

Esse movimento pode se materializar, principalmente, por dois fatores. O primeiro seria a continuidade de um fluxo elevado de resgates, hipótese factível considerando que muitos fundos de crédito privado têm prazos de liquidação mais longos, como 30 dias (D+30), 45 dias (D+45) ou 60 dias (D+60), de modo que parte dos resgates ainda não estaria refletida integralmente nos dados mais recentes de abril, **podendo gerar efeitos mais relevantes entre maio e julho**. Mesmo que uma parcela razoável da indústria de fundos – principalmente aqueles de grande porte e com maior liquidez – tenha conseguido administrar os resgates com a atual posição de caixa, mantendo esse volume de resgates, naturalmente precisariam começar a vender ativos. Ainda assim, esse fluxo de resgates tende a encontrar um limite ao longo do tempo. Hoje o investidor ainda não dispõe de uma alternativa natural ao crédito incentivado, já que ações, multimercados e ativos alternativos não parecem ocupar esse espaço de forma clara nas carteiras. **Assim, à medida que os resgates percam força e os spreads passem a refletir uma relação risco-retorno mais atrativa, é razoável esperar uma retomada gradual das alocações na classe.** Esse ponto é particularmente relevante para os emissores high grade. Em momentos de resgate, os primeiros ativos a serem vendidos tendem a ser justamente os de maior qualidade, por combinarem maior liquidez e presença mais recorrente nas carteiras dos gestores. Em contrapartida, quando o fluxo se estabiliza e a demanda retorna, esses mesmos nomes costumam ser os primeiros a se beneficiarem. Dessa forma, a abertura recente de spreads pode ter criado uma assimetria interessante: **ativos de maior qualidade sofrem primeiro no ajuste técnico, mas também tendem a liderar um eventual movimento de fechamento.**

O segundo fator está relacionado ao comportamento das taxas dos títulos públicos de referência desses papéis, especialmente em um ambiente que antecede o ciclo de corte de juros e que também demandará maior responsabilidade nas narrativas fiscais prospectivas em meio ao cenário político. Caso haja fechamento dessas taxas, isso pode resultar em abertura adicional dos spreads de crédito privado. O relatório da equipe de Macro do Banco ([leia aqui](#)) contempla essa possibilidade de fechamento, principalmente nas NTN-Bs mais longas, e também destaca o atual patamar de juros reais oferecido pelo país em comparação à média histórica. **Dessa forma, além da atratividade decorrente dos spreads mais elevados, vale ressaltar que o carregamento atual dos ativos de crédito privado também segue interessante em termos de retorno nominal, sobretudo quando se incorpora a isenção de IR para pessoa física.** Considerando o IDA-IPCA Infra, a taxa média observada em abr-26 estaria em torno de IPCA+7,0 e IPCA+8,0%, o que, sob uma inflação implícita de 4,0-5,0%, implicaria retorno nominal próximo de 11% a 13% ao ano – ou entre 10% e 11% em um cenário de inflação mais ancorada – por meio de emissores de grande porte expostos a setores resilientes. Nos níveis atuais de implícita, o retorno pode chegar a 14-15%.

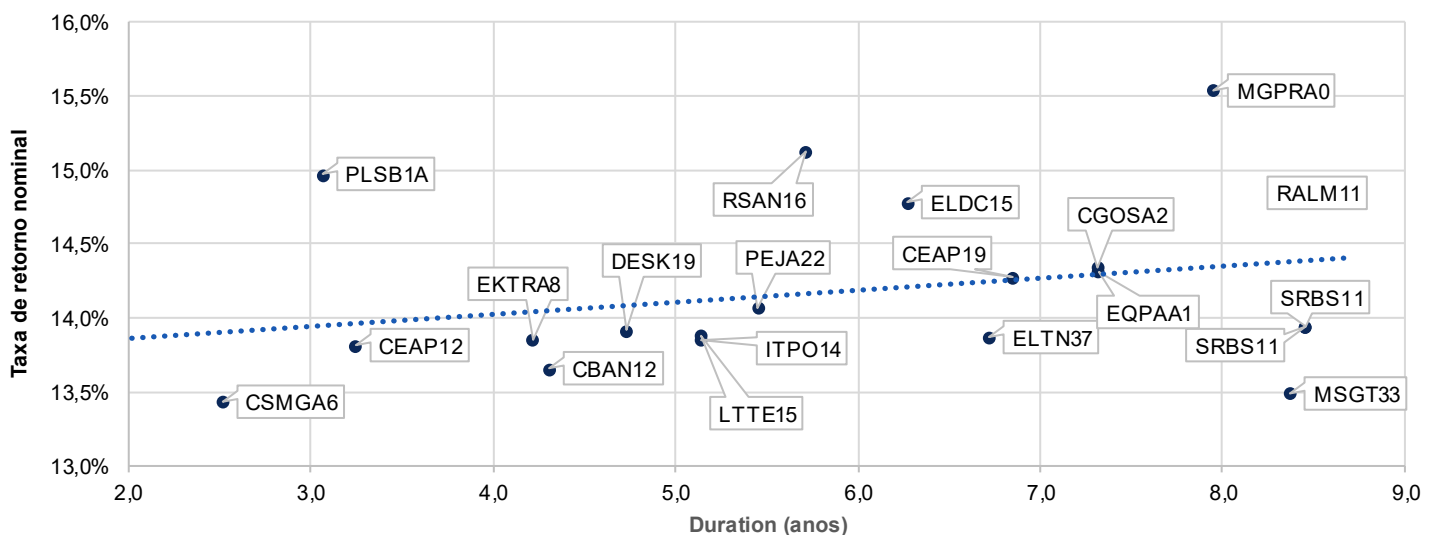
Em síntese, o momento atual já demonstra alguma atratividade para iniciar ou ampliar posições de forma seletiva. Caso os spreads abram ainda mais nos próximos meses, a oportunidade tende a ficar mais interessante, especialmente nos emissores high grade que foram penalizados por fatores técnicos, e não por deterioração relevante de fundamentos.

Comparativo de prêmio de mesmos emissores com rating AAA, AA+ e AA (Mai-26 vs. Jan-26)



Fontes: Anbima (05-mai-26) e BTG Pactual.

Retorno absoluto de ativos de crédito privado AAA, AA+ e AA indexados à inflação (IPCA+)



Fontes: Anbima (05-mai-26) e BTG Pactual.

Disclaimers

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de performance referem-se ao passado. Performance passada não é indicador de performance futura.

Certificação

Cada analista é responsável integral ou parcialmente pelo conteúdo deste relatório de pesquisa e certifica que:

(i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;

(ii) nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para este relatório não estão registrados/qualificados como analistas de valores mobiliários na NASD e na NYSE e, portanto, não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, conseqüentemente, as receitas advêm de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação brasileira e aparece em posição de destaque, sendo dele o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial deste relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no local mencionado.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios têm caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias. As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não têm relação com objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário em especial, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e dos respectivos riscos diante de seus objetivos pessoais e de sua tolerância ao risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às suas circunstâncias individuais, tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e a regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrar sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A. e em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo, total ou em parte, deste relatório de investimentos certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores, e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso; e ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório. Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página e será dele o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, inclusive informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx