



The Weekly Globe

16

dez/25



Tempo
de leitura
6 min

Como se proteger e onde encontrar oportunidades no mercado de crédito privado com isenção fiscal



Vanessa Müller
Global Private Investment Specialist
vanessa.muller@itau-unibanco.com.br



Luiz Nogueira
Fixed Income Specialist
luiz.nogueira@itau-unibanco.com.br



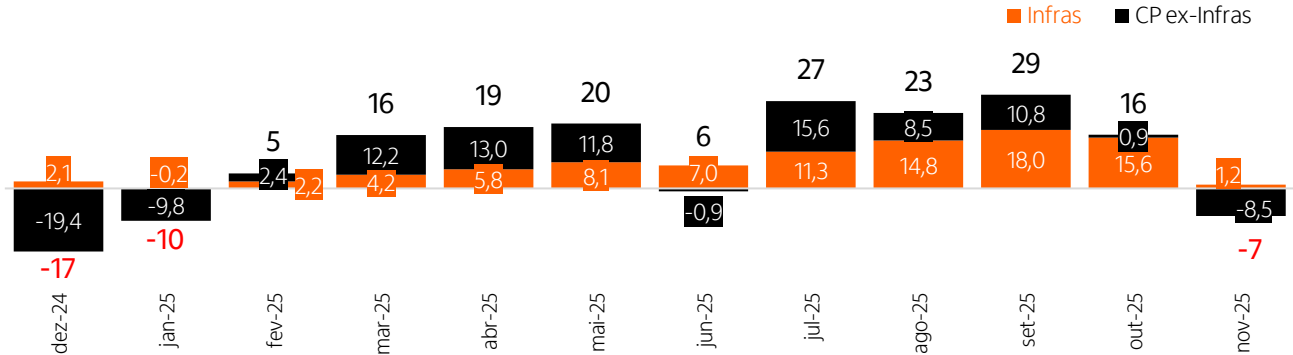
Resumo

2025 foi um ano agitado para o mercado de crédito privado com isenção fiscal para pessoas físicas, mas muito mais por conta de movimentos técnicos do que pelos próprios fundamentos de crédito. Neste artigo, analisamos o comportamento dessa classe de ativos ao longo deste ano, projetamos o que esperar desse mercado nos próximos meses e indicamos o que fazer para encontrar boas oportunidades em meio à tamanha volatilidade.

O mercado de crédito privado isento para pessoas físicas – formado pelas debêntures de infraestrutura, pelos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), pelos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) e, mais recentemente, pelas Cédulas de Produto Rural (CPRs) – tem vivido uma fase agitada em 2025. Ao longo deste ano, movimentos técnicos ditaram os preços dessa classe de ativos com maior força do que os próprios fundamentos de crédito. Há três pilares que ajudam a explicar isso:

- **Fluxo de captação em fundos de infraestrutura:** o movimento de captação dos fundos de infraestrutura foi muito acima da média durante boa parte de 2024 e deste ano, seguido de uma desaceleração relevante em novembro.
- **Obrigatoriedade de alocação dos fundos de infraestrutura:** por regra, 67% do Patrimônio Líquido médio desses fundos deve estar investido em debêntures de infraestrutura em seis meses desde o início do fundo, e 85% em até dois anos, tomando como base o menor valor entre o PL atual e a média dos últimos seis meses. Isso cria uma demanda estrutural por debêntures desse tipo, reduz a discricionariedade do gestor e intensifica movimentos de preço quando o estoque de novas emissões não acompanha o crescimento do passivo.
- **Gestão de *buffers*:** para mitigar o efeito de obrigação de alocação e ganhar tempo, vários gestores abriram novas janelas de captação em novos veículos de infraestrutura, alongando o período com caixa e ganhando 18 meses adicionais (com até 33% de caixa durante esse período) antes do requisito de 85% começar a valer. Isso suaviza a pressão de compra imediata, mas não elimina o efeito quando a captação desacelera.

Indústria de Fundos CP* | Captação Líquida (R\$ bi), mensal



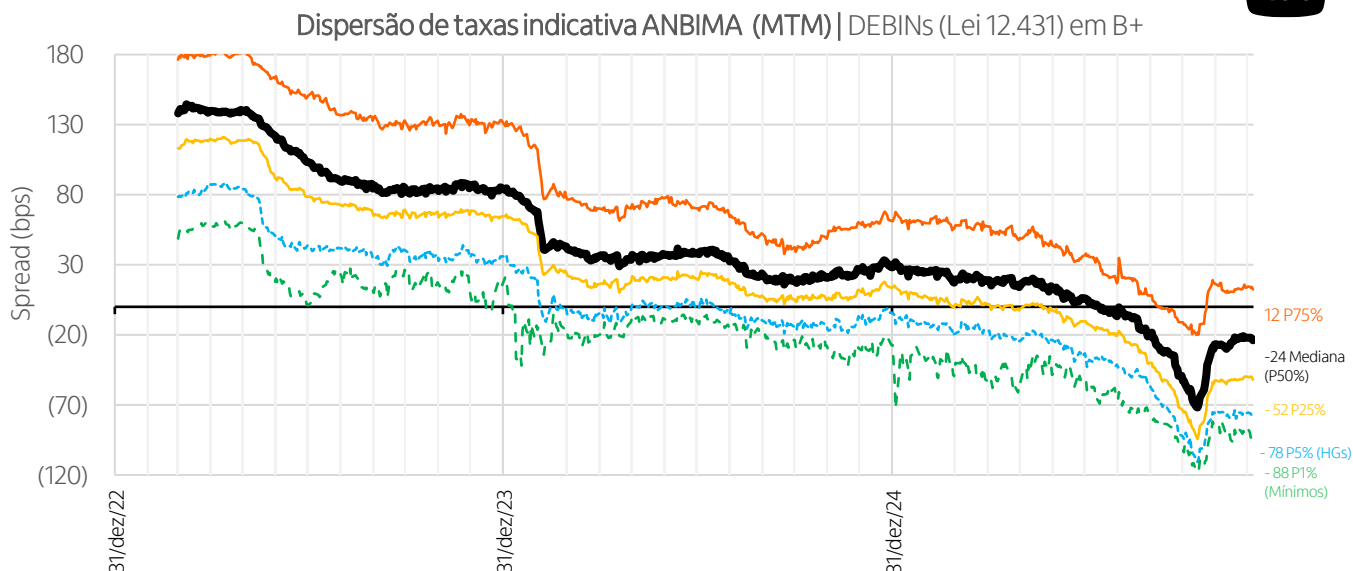
	FY'23	FY'24	YTD'25	%PL	PL \$bn	Qtd Fis
Total CP	-56	358	144	7%	2.197	2.974
CP ex-Infras	-66	263	56	3%	1.930	1.444
Infras	10	95	88	33%	267	1.530

Observações:
(1) Análise considera somente fundos condominiais ou exclusivos com pelo menos > 5% do PL em CP (DEB,CRI,CRA).
(2) Análise não considera (lista de exclusões) Fls Listados e nem proprietários de Tesouraria.
(3) A lista de fundos é revisada mensalmente no fechamento de cada mês.
Fonte: ComDinheiro e Itaú Private Bank | Análise: Itaú BBA | Global Markets & Treasury (GM&T) | Produtos Crédito Privado (ECP) | Data: 03/Dez/2025

Spreads: compressão, choque regulatório e normalização

Ao longo do segundo semestre deste ano, os *spreads* de crédito passaram por três fases marcantes:

- Compressão acentuada (de julho a setembro de 2025):** a combinação de captação forte dos fundos e baixa oferta primária esticou a corda. Houve fechamento de *spreads* em praticamente todas as classes de debêntures de infraestrutura, com pouca diferenciação por *duration* ou risco setorial. Em alguns vértices, os níveis chegaram a mínimas históricas.
- Choque regulatório e reversão (outubro de 2025):** a expectativa de votação da Medida Provisória 1.303/2025, que propunha tributação sobre rendimentos de títulos incentivados a partir de 2026, provocou uma corrida de investidores para “travar” a isenção vigente. Quando a MP não avançou, ocorreu uma abertura rápida dos *spreads*, especialmente em outubro, com performances negativas em uma parcela dos fundos de debêntures incentivadas. O desconforto entre cotistas foi típico de movimentos de reprecificação técnica que não encontram suporte em fundamentos setoriais imediatos, mas decorrem do reposicionamento forçado dos veículos.
- Normalização (novembro de 2025):** passada a correção, o mercado secundário mostrou equilíbrio. Papéis indexados ao CDI tiveram abertura moderada de *spreads* (demanda firme por qualidade e risco percebido estável), enquanto as debêntures incentivadas mostraram uma abertura mais intensa – refletindo maior seletividade por prazo e liquidez. A liquidez do mês foi suportada pela absorção de sobras pelas tesourarias dos primários.



Fonte: Anbima e Itaú Private Bank

Quem move o mercado: papéis, *players* e fricções

Os principais agentes continuam determinantes na formação de preços:

- **Investidores institucionais** (fundos abertos, exclusivos e listados de infraestrutura): respondem pela maior parte do fluxo comprador. Esse grupo opera sob regras rígidas de enquadramento, o que transforma a captação em vetor primário de preço. Quando há captação forte e poucas ofertas novas, os *spreads* fecham à medida que o fundo começa a ter que seguir a regra de enquadramento mencionada anteriormente; quando a captação esfria, os *spreads* tendem a estabilizar.
- **Tesourarias de bancos e bancos de investimento**: atuam como ponte entre oferta e demanda, sendo críticos na precificação de *books* e na gestão de sobras. Em momentos de “reabertura” de *spreads*, é comum ver “reofertas” com descontos que aceleram a rotação de carteira dos investidores institucionais.
- **Pessoas físicas em ativos diretos**: têm participação menor nas debêntures de infraestrutura, mas maior em CRIs/CRA, onde a dependência de institucionais é menor. Por isso, esses segmentos têm exibido comportamento mais estável ao longo dos últimos meses.
- **Fundos Imobiliários (FIIs) de CRI e Fiagros**: influenciam preços de forma localizada em setores próximos. O impacto é mais pontual, afetando ativos e cadeias relacionadas, diferente das debêntures de infraestrutura, que tendem a ter impactos mais amplos. Ainda assim, ajudam a amortecer a volatilidade em CRIs/CRA quando a demanda do varejo não se mantém.

Peculiaridades do crédito: como eventos se transmitem

A volatilidade recente também foi alimentada por ruídos de deterioração de crédito em alguns emissores conhecidos. Dois pontos orientam a leitura de como esses eventos afetam o mercado:

- **Pulverização vs. concentração:** carteiras pulverizadas em inúmeros nomes (posições de menos de 2% do PL por emissor) tendem a limitar a perda dos clientes. Já as carteiras concentradas ou ilíquidas podem mascarar o risco, exibindo baixa volatilidade no dia a dia, mas mostram ajustes abruptos quando finalmente ocorre a precificação (ou um *waiver* / assembleia força decisão).
- **“Fim horroroso” vs. “horror sem fim”:** choques precificados de uma vez (queda rápida para fração do valor de face) são dolorosos, porém reduzem a incerteza e estabilizam o mercado mais cedo. Já processos lentos de reprecificação e negociações prolongadas sustentam a ansiedade, tornam o investidor reativo e podem espalhar a abertura de *spreads* por mais tempo.

Na prática, a mensagem é que a volatilidade ou a falta dela, se analisada isoladamente, não é sinônimo de qualidade. Fundos e carteiras que marcam a mercado com agilidade parecem piores no curto prazo e podem gerar conversas difíceis com os clientes, mas mantêm a opcionalidade para comprar em estresse, reciclar posições e as conversas difíceis ajudam no amadurecimento do mercado de crédito. Em contrapartida, baixa volatilidade pode significar apenas ausência de marcação, não menor risco econômico.

O papel da isenção e a comparação das rentabilidades em ambiente de juros

O benefício fiscal da isenção para pessoa física permanece econômico e tangível, porém ele não é estático. Ele é reprecificado com os movimentos da curva real (NTN-B) e as expectativas de inflação. Simplificando um pouco:

- **Papeis indexados à inflação:** tendem a capturar a queda de juros reais com maior intensidade, o que compensa eventuais oscilações marginais de *spread* em horizontes mais longos.
- **Fundos de debêntures de infraestrutura em CDI** (com *hedge* integral da exposição à curva real): ficam mais expostos à dinâmica relativa entre abertura/fechamento de *spreads* do que os fundos tradicionais de debêntures sem proteção cambial.

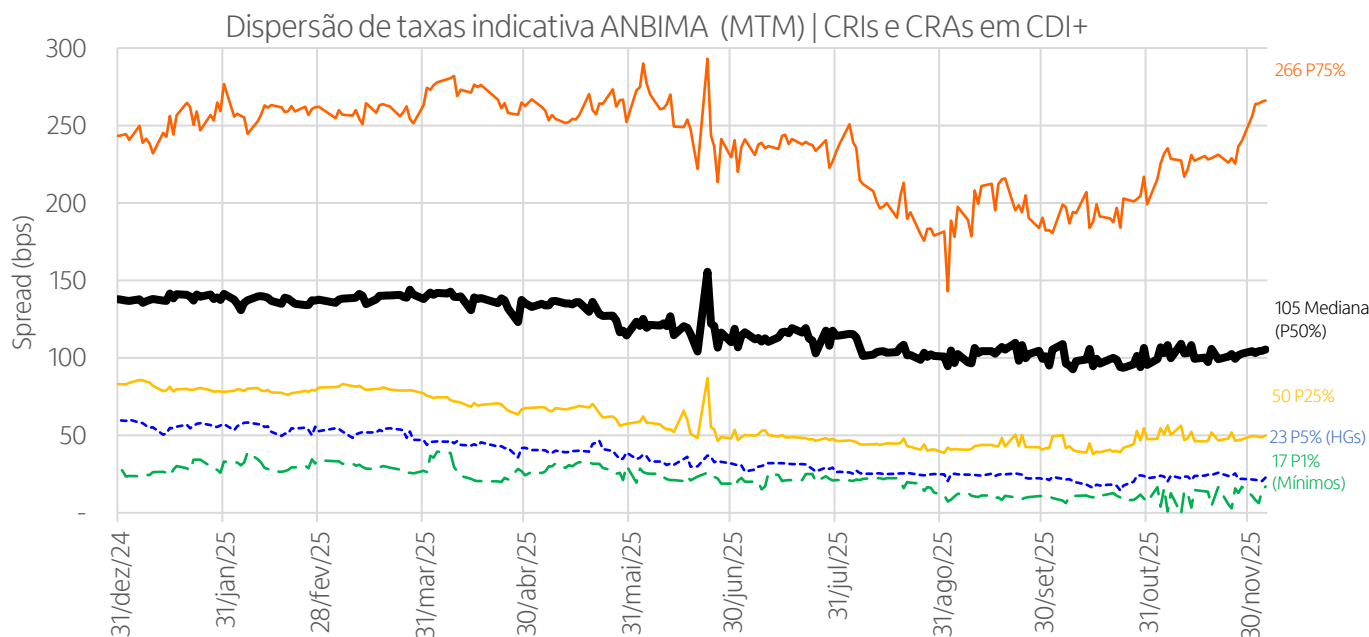
Em cenários de queda gradual da Selic, a preferência tática tende a migrar para indexadores IPCA/prefixados em infraestrutura (onde o ciclo de juros futuros é o principal motor de retorno) e para CDI em CRIs/CRA's de *duration* curta, privilegiando prazos e estruturas de garantia com carregamento defensivo.

CRIs e CRA's: estabilidade relativa e leitura de garantias

Ao contrário das debêntures incentivadas de infraestrutura, CRIs e CRA's têm mostrado uma trajetória de *spreads* mais estável recentemente. Três razões sustentam esse comportamento:

- **Base de compradores mais diversificada:** com presença relevante de pessoas físicas e veículos listados, diluindo a dependência de grandes captações industriais.
- **Estruturas de garantia e colaterais** (LTV, cessão fiduciária, conta-reserva, *overcollateral*): permitem diferenciação entre operações, ajudando o mercado a precificar riscos específicos sem que isso contamine a classe inteira.

- **Oferta mais elástica em determinadas teses** (por exemplo, lastros pulverizados, originação recorrente e possíveis teses com chamada de capital): reduz o atrito entre captação e necessidade de alocação.



Fonte: Anbima e Itaú Private Bank

Perspectivas: o que pode vir pela frente

Para projetar o que vem a seguir, é preciso lembrar que os fundos de infraestrutura continuam sujeitos ao enquadramento regulatório e vão precisar ir às compras no próximo trimestre. No entanto, a captação líquida – vetor crucial nos últimos 12 meses – desacelerou. Com isso:

- Não há consenso sobre o tamanho do movimento necessário de alocação nos próximos trimestres, mas, ao que tudo indica, a necessidade dos fundos se enquadrarem no próximo trimestre será intensa, e isso deveria se traduzir em uma pressão compradora das debêntures de infraestrutura.
- Se a captação seguir mais baixa no longo prazo e a oferta primária não ganhar tração, os *spreads* tendem a se normalizar em níveis menos esticados.
- O *pipeline* de ofertas e o estoque nas tesourarias serão decisivos para calibrar preços. Em períodos de maior oferta (debêntures incentivadas, emissões corporativas setoriais, securitizações agro e imobiliárias), a formação de *books* tende a exigir taxa condizente com risco e macro – e o mercado secundário abrigará oportunidades táticas quando sobras forem reprecificadas com desconto.
- A seletividade deve continuar elevada, com prêmios mais “fechados” para emissores defensivos, estruturas com garantias robustas e governança/proteções contratuais mais restritivas (*covenants* operacionais e financeiros acionáveis, gatilhos de reforço de garantia e contas vinculadas).

- *Duration* deve permanecer curta, com alongamento apenas quando houver prêmio adicional significativo ou estrutura que mitigue o risco de marcação a mercado. A interação entre curva real e *spreads* continuará sendo o fator-chave para a escolha de indexadores.
- O mercado secundário seguirá oferecendo janelas táticas: oscilações de curva, eventos particulares e rotação de carteiras (especialmente após assembleias, vencimentos de *lock-ups* ou mudanças de assessoramento) abrem pontos de entrada em bons créditos que foram penalizados por fluxo e não por fundamento.

Recomendações táticas para navegar o ciclo

Para navegar melhor o atual momento desse mercado nos meses que estão por vir, acreditamos que existem algumas recomendações que podem ser seguidas pelos investidores. São elas:

- **Calibrar *duration*:** manter o núcleo da carteira em prazos curtos e escalonar alongamento apenas com *spread* incremental e estrutura jurídica consistente.
- **Balancear indexadores:** combinar posições em CDI (carrego defensivo e menor volatilidade de marcação) com IPCA/prefixado (assimetria positiva se a curva real fechar), evitando concentração excessiva em um único regime de risco.
- **Priorizar garantias e governança:** exigir *overcollateral*, contas de reserva e gatilhos (*cash sweep*, *covenants* de alavancagem/DSCR, cláusulas de aceleração) que permitam intervenção precoce em casos de estresse.
- **Diversificar emissores e teses:** limitar o peso por emissor/setor e alternar entre infraestrutura, imobiliário e agro, reduzindo a probabilidade de um “horror sem fim” em carteiras concentradas.
- **Manter liquidez tática:** reservar caixa para aproveitar sobras, reofertas e estresses localizados. Em ambientes de normalização, a opcionalidade vale mais que o carrego marginal.
- **Monitorar assembleias e eventos:** acompanhar convites de Assembleias Gerais de debenturistas, pleitos de *waiver* e mudanças regulatórias. Boa parte das oportunidades ou riscos se materializa nesses fóruns.
- **Estressar cenários de curva e *spread*:** simular deslocamentos de mais ou menos 100 pontos base na curva real e aberturas/fechamentos de *spread* por *clusters* de risco, avaliando o impacto conjunto em preço e na isenção percebida.

Em resumo, em 2025, o mercado isento para pessoa física tem sido, antes de tudo, um mercado de fluxo. Quando a captação correu solta e a oferta de primários ficou aquém, os *spreads* desses títulos fecharam até níveis que pedem prudência. No entanto, quando o fluxo desacelerou e o choque regulatório se desfez, os mesmos *spreads* reabriram rapidamente, devolvendo parte da compressão e lembrando que preço é consequência de demanda e restrição – não apenas de análise fundamentalista.

À frente, a leitura é de volatilidade persistente e seletividade alta. O investidor que navegar com *duration* calibrada, estruturas de garantia sólidas, diversificação disciplinada e liquidez tática deverá estar mais bem posicionado para capturar o que ainda há de prêmio racional no crédito isento, sem confundir ruído técnico com problema estrutural. E, sobretudo, sem perder de vista que o benefício fiscal é real, porém dinâmico: ele se move com a curva e com os *spreads*, e recompensa quem olha risco relativo – não apenas o carregado do dia.

Principais conclusões

- Ao longo do segundo semestre de 2025, os *spreads* de crédito passaram por três fases marcantes: compressão acentuada, choque regulatório e reversão e, depois, normalização. A temática de Inteligência Artificial continua sendo o principal motor de retornos do mercado.
- Volatilidade, ou a falta dela, não é sinônimo de qualidade. Fundos e carteiras que marcam a mercado com agilidade parecem piores no curto prazo, mas baixa volatilidade pode significar apenas ausência de marcação, não menor risco econômico.
- Em cenários de queda gradual da Selic, a preferência tende a migrar para indexadores IPCA/prefixados em infraestrutura e para CDI em CRIs/CRA's de *duration* curta, privilegiando prazos e estruturas de garantia com carregado defensivo.
- O investidor que navegar com *duration* calibrada, estruturas de garantia sólidas, diversificação disciplinada e liquidez tática deverá estar mais bem posicionado para capturar o que ainda há de prêmio racional no crédito isento.

Veja também



S&P 500: retrospectiva de 2025 e perspectiva para 2026

 [acessar relatório](#)



Análise do mercado privado no 3º trimestre: resiliência em meio a distorções

 [acessar relatório](#)



Por que estamos otimistas com a bolsa brasileira?

 [acessar relatório](#)

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

[Acesse o Private Insights](#)

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.