

CRI e ciclo de crédito:

O que a evolução dos spreads sinaliza ao mercado



Introdução

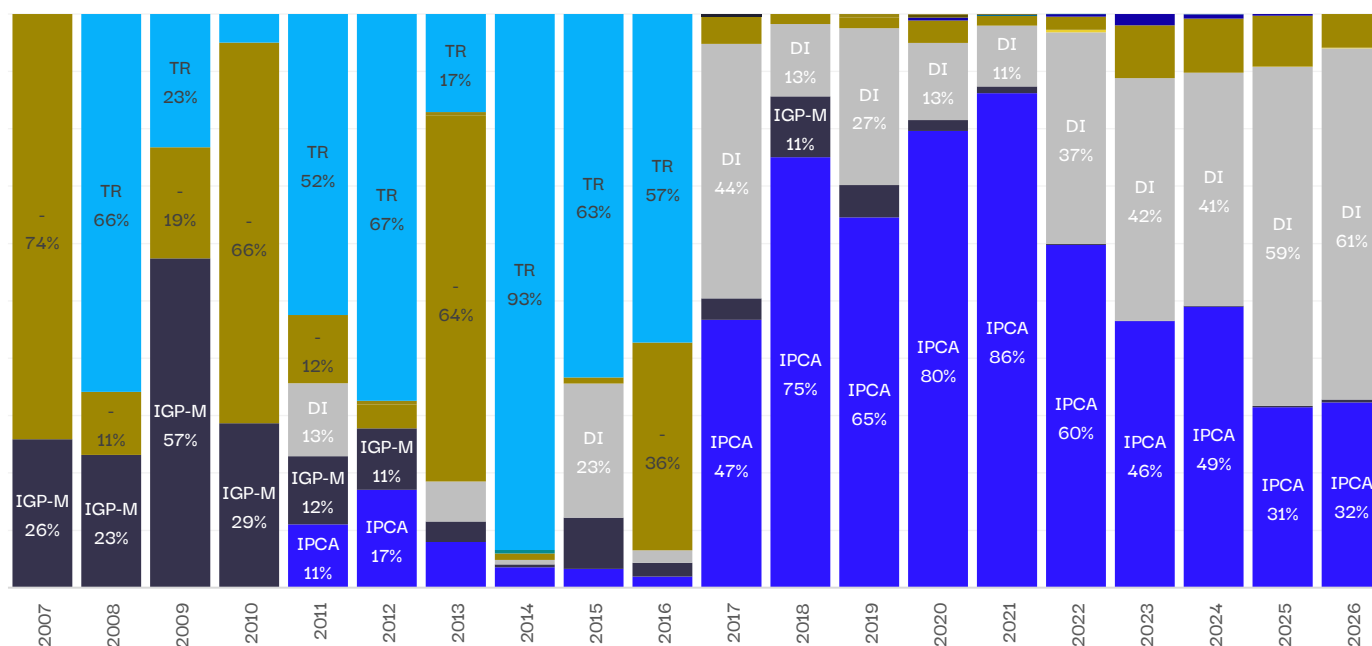
O mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) passou por transformações relevantes desde sua criação pela Lei nº 9.514/1997¹. O instrumento – um título de crédito lastreado em recebíveis imobiliários, como financiamentos residenciais, contratos comerciais e contratos de locação de longo prazo² – passou a ocupar papel crescente no financiamento do setor, ao mesmo tempo em que mudanças regulatórias, evolução das estruturas de securitização, maior participação de investidores pessoas físicas e alterações no ambiente de juros modificaram sua composição ao longo do tempo.

¹ BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm

² B3. Títulos Privados: Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm

O Gráfico 1 ilustra uma dessas mudanças: a composição do volume integralizado por indexador. Entre 2007 e 2016, o mercado foi marcado por maior presença de indexadores como TR, IGP-M e operações prefixadas. A partir de 2017, os CRI indexados ao IPCA ganharam participação relevante, chegando a representar 86% do volume integralizado em 2021. Nos anos mais recentes, observa-se nova mudança de composição, com avanço das operações DI, que passaram de 37% do volume em 2022 para 61% em 2026.

Gráfico 1. Participação por indexador no volume integralizado das emissões de CRI



Nota: Rótulos para participações acima de 10%; "-" diz respeito a operações com taxas prefixadas. Dados de 2026 até maio.

Fonte: Clube FII; B3; ANBIMA. Elaboração: cy.search

Essa trajetória mostra que a evolução do mercado de CRI não se deu apenas em termos de volume, mas também na forma de remuneração dos papéis. Como a escolha do indexador afeta a exposição do investidor e o custo financeiro do emissor, a análise dos spreads precisa considerar o ambiente de juros e a taxa de referência adequada para cada tipo de operação.

Este relatório se concentra nos CRI indexados ao IPCA, para os quais é possível utilizar o IDkA IPCA³, da ANBIMA, como taxa de referência. Como os CRI não são instrumentos homogêneos – o risco de cada emissão depende do perfil do devedor, da qualidade do lastro e da estrutura de garantias – a análise segmenta as operações em três faixas de risco: High Grade, Middle Grade e High Yield. O objetivo é identificar, a partir dos dados observados, o que a trajetória recente dos spreads sinaliza sobre prêmios de risco, dispersão entre segmentos e ciclo de crédito imobiliário. A abordagem é análoga à adotada

³ A série do IDkA da ANBIMA acompanha o retorno dos títulos sintéticos de duração constante indexados ao IPCA como medida dos juros reais futuros brasileiros.

em estudo anterior da [cy.search](#) sobre debêntures⁴, no qual o spread acima de uma taxa de referência foi utilizado como medida da percepção de risco dos investidores em diferentes segmentos do mercado de crédito privado.

Metodologia

No presente estudo as taxas de emissão foram usadas devido à maior disponibilidade de dados, e foram obtidas da plataforma CR Data do Clube FII com base nas informações registradas na B3. Foram selecionados os CRIs indexados ao IPCA (IPCA+).

Compõe a amostra final [1.725 CRIs IPCA+ emitidos entre 2018 e 2026](#), dos quais 50% foram emitidos a partir de junho de 2023.

O IDkA IPCA, produzido pela ANBIMA, foi utilizado como taxa de referência para os CRIs. Trata-se de um índice que acompanha o retorno dos títulos públicos indexados ao IPCA (NTN-Bs) mantendo a *duration* constante – uma alternativa ao uso direto desses títulos, cujas datas de vencimento são fixas. Por meio da abordagem matemática utilizada pelo IDkA é possível por exemplo acompanhar um vértice de 2 anos ao longo do tempo, mesmo que não haja sempre uma NTN-B com *duration* de exatamente 2 anos. Os CRIs indexados ao CDI não foram abordados especificamente porque não existe, até o momento, um IDkA para as LFTs, títulos públicos pós-fixados que acompanham a Selic, que seria a referência mais próxima para esse tipo de operação.

O spread é calculado como a diferença entre a taxa de emissão do CRI e a taxa de referência no período na *duration* correspondente, resultando em uma medida aproximada do prêmio específico do papel – isto é, o spread observado acima da taxa pública de referência, já descontado o componente de juros capturado pelo IDkA. Para o cálculo do indicador os spreads são agregados mensalmente, exigindo ao menos três observações e removendo outliers distantes 2,5 desvios padrão da média geral ponderada pelo volume integralizado. As observações de cada agregado são divididas em três grupos de mesmo tamanho a cada mês – High Yield (maiores spreads), Middle Grade e High Grade (menores spreads) – a partir dos quais médias são calculadas. Essa classificação é relativa à distribuição mensal dos spreads da própria amostra e não corresponde, necessariamente, a ratings atribuídos por agências de classificação de risco. A série resultante é suavizada por média móvel de 12 meses (MM12M), isolando as tendências estruturais dos spreads, eliminando a sazonalidade e o ruído de meses com poucas observações.

⁴ SANTOS, Eliane dos Santos; VAZ, Gustavo Rassi; OLIVEIRA, Vinícius. 2024. **Investindo com segurança: como a percepção de risco afeta os retornos das debêntures no Brasil**. cy.search, Relatório de Mercado de Capitais, out. 2024. Disponível em: <https://cy.capital/pt-br/cy-search>.

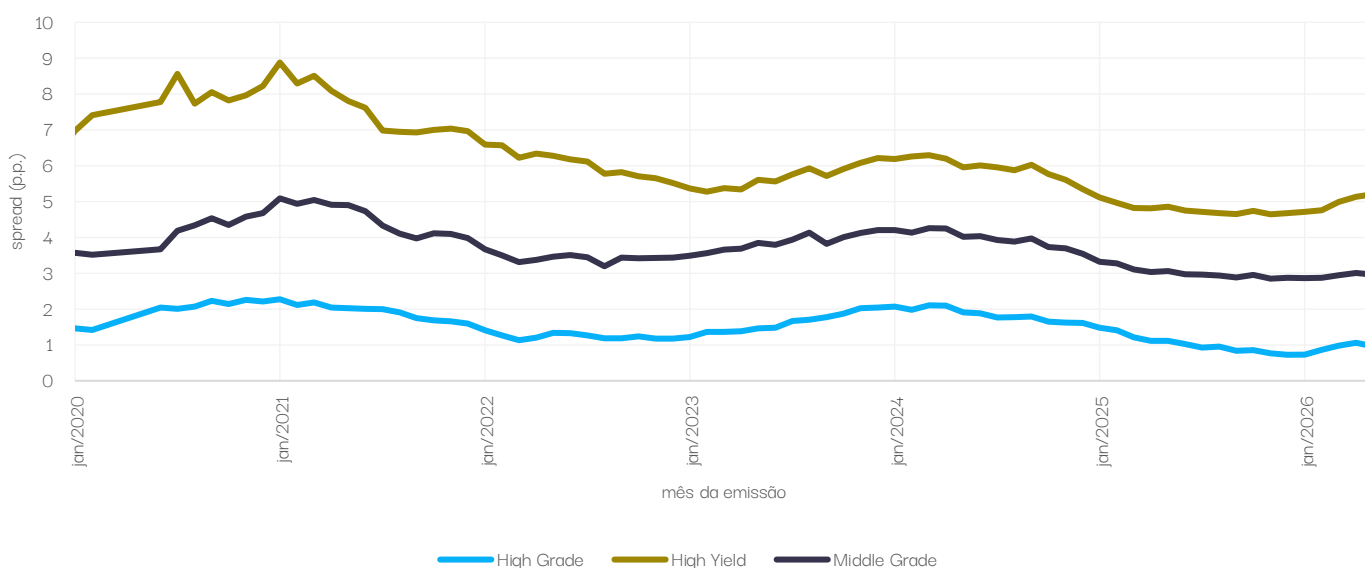
Para a análise de correlação, foram utilizadas as séries mensais da taxa CDI, como proxy das condições monetárias correntes, e do IDkA IPCA no vértice de 10 anos, como referência para os juros reais de prazo mais longo. A escolha do vértice de 10 anos para o IDkA reflete o prazo médio das emissões de CRI IPCA+ na amostra, entre 9 e 13 anos.

Por fim, calcula-se o diferencial High Yield – High Grade: para cada mês da série suavizada, a diferença entre o spread médio dos papéis mais e menos arriscados. Esse indicador sintetiza, em uma única métrica, a dispersão de risco do mercado – ajudando a distinguir movimentos de ciclo de emissões de mudanças estruturais no mercado de CRIs.

Resultados

A evolução recente dos spreads dos CRI IPCA+ indica forte associação entre a trajetória dos prêmios de risco e o ciclo de juros. O [Gráfico 2](#) apresenta a média móvel de 12 meses dos spreads das emissões indexadas ao IPCA, por segmento de risco, entre novembro de 2019 e maio de 2026. A série permite identificar três fases distintas.

Gráfico 2. Spread médio de emissão de CRIs IPCA+ por segmento de risco
Spread ponderado pelo volume integralizado, suavizado por média móvel de 12 meses



Fonte: Clube FII; B3; ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

Na primeira fase, entre 2019 e 2021, os spreads cresceram em paralelo a um ambiente de maior incerteza e Selic em níveis historicamente baixos. Nesse período, o segmento High Yield apresentou spread médio próximo a 7,6 p.p. acima do IDkA IPCA, atingindo cerca de 7 p.p. ao fim de 2021, enquanto o High Grade permaneceu em torno de 1,9 p.p. Na segunda fase, entre 2022 e 2023, os spreads do High Yield se acomodaram em patamar inferior, em torno de 5,9 p.p., enquanto o Middle Grade passou a oscilar em níveis intermediários. Na terceira fase, entre 2024 e 2026, predominou a compressão dos spreads: o High Grade recuou para a faixa de 0,7 a 1 p.p., enquanto o High Yield convergiu para aproximadamente 4,7 p.p., nível inferior

ao observado no início da série. Na ponta, contudo, a série do High Yield sugere interrupção desse movimento, com leve reversão e tendência recente de abertura dos spreads.

A [tabela 1](#) reforça a associação entre os spreads dos CRI IPCA+ e os indicadores de juros. Em todos os segmentos, as correlações são negativas, com maior intensidade no High Yield. Nesse grupo, a correlação com o IDkA IPCA 10A alcança $\rho = -0,886$, enquanto a correlação com o CDI chega a $\rho = -0,926$. Nos segmentos Middle Grade e High Grade, os coeficientes também são negativos, embora menos intensos. Esses resultados indicam que, na amostra analisada, os períodos de juros mais elevados coincidiram com spreads menores, especialmente no segmento de maior risco.

Tabela 1. Correlação dos CRI IPCA+ com os indicadores de referência

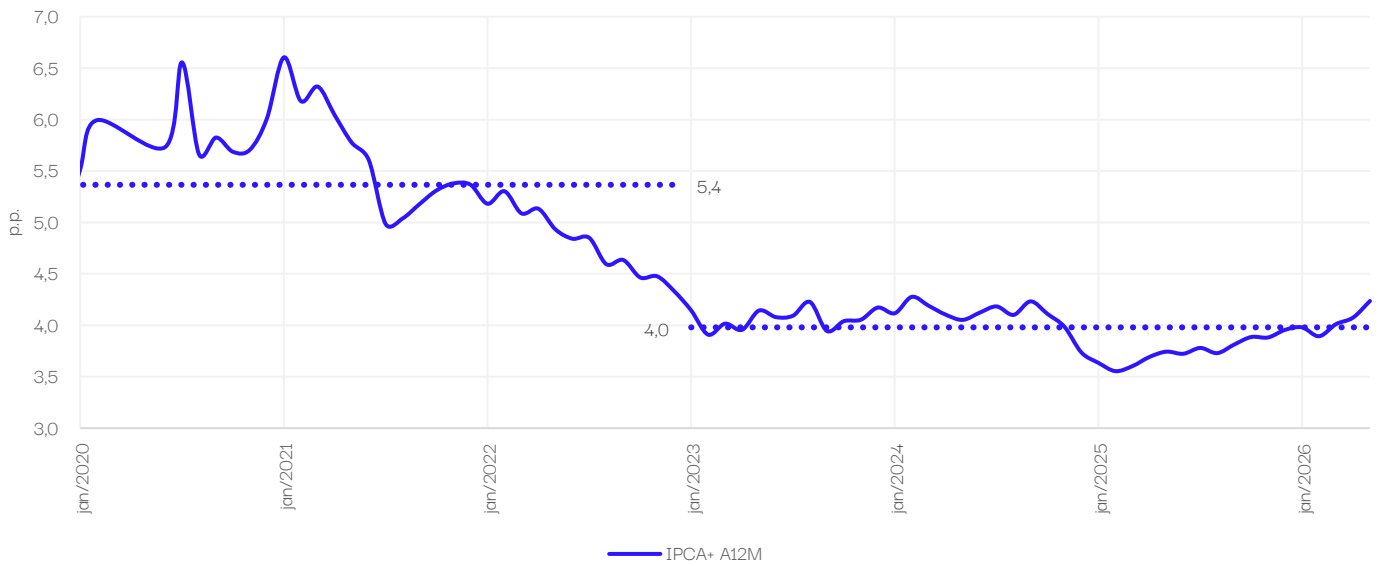
Segmento	Correlação (ρ) vs. CDI	Correlação (ρ) vs. IDkA IPCA 10A	Sinal
High Grade	-0,701	-0,644	Negativo
Middle Grade	-0,733	-0,693	Negativo
High Yield	-0,926	-0,886	Negativo

Fonte: Clube FII; B3; ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

O [Gráfico 3](#) sintetiza essa dinâmica por meio do diferencial entre os spreads dos segmentos High Yield e High Grade. A dispersão dos prêmios de risco recuou de forma expressiva: a média do diferencial caiu de 5,4 p.p. no período até 2022 para 4,0 p.p. a partir de 2023, uma compressão de aproximadamente 26%. O movimento concentrou-se na virada de 2022 para 2023 e levou o diferencial para patamar próximo ou inferior a 4 p.p. ao longo de boa parte de 2025. Na ponta da série, há leve alta, mas ainda dentro do intervalo observado no período recente, sem evidência suficiente para caracterizar uma reversão de tendência.

Gráfico 3. Diferencial High Yield – High Grade de CRI IPCA+

Diferença entre os spreads médios suavizados das emissões mais e menos arriscadas

Fonte: Clube FII; B3; ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

Como o spread utilizado na análise já é líquido da taxa de referência capturada pelo IDkA, a queda do diferencial High Yield – High Grade mede a redução do prêmio adicional exigido para diferenciar emissores mais arriscados de emissores mais seguros dentro da amostra analisada. A maior correlação negativa do High Yield com os indicadores de juros também indica que esse segmento apresentou maior sensibilidade ao ciclo observado no período.

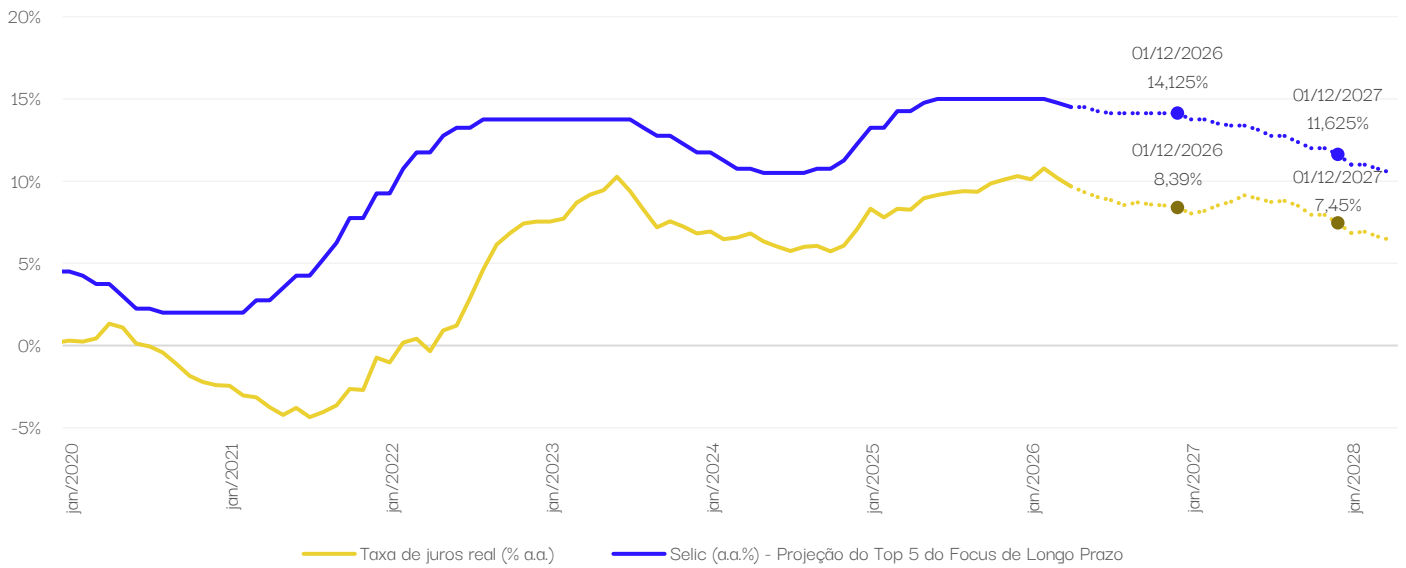
Em síntese, os dados mostram que os spreads dos CRI IPCA+ apresentaram compressão relevante no período recente, acompanhada por redução expressiva do diferencial entre High Yield e High Grade. A queda desse diferencial, de 5,4 p.p. no período até 2022 para 4,0 p.p. a partir de 2023, indica menor dispersão entre os segmentos de risco. Ao mesmo tempo, as correlações negativas entre spreads e indicadores de juros sugerem forte associação entre a trajetória dos prêmios e o ciclo de juros, especialmente no segmento High Yield.

Perspectivas

A trajetória esperada para a Selic ajuda a contextualizar os próximos movimentos do mercado de CRI. O [Gráfico 4](#) apresenta a Selic nominal e a taxa de juros real, deflacionada pelo IPCA, combinando dados observados e expectativas do Top 5 do Focus de Longo Prazo. As projeções indicam queda da Selic de 14,125% a.a. em dezembro de 2026 para 11,625% a.a. em dezembro de 2027. No mesmo período, a taxa real recuará de 8,39% a.a. para 7,45% a.a..

Gráfico 4. Taxas de juros Selic nominal e real (% a.a.) deflacionada pelo IPCA

Expectativas do Top 5 do Focus de Longo Prazo



Nota: Expectativas referentes ao dia 22 jun. 2026.

Fonte: Clube FII; B3; ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

Mesmo com a queda projetada, os juros permanecem em patamar elevado em relação ao período anterior ao ciclo de aperto monetário. Como a análise mostrou correlações negativas entre os spreads dos CRI IPCA+ e os indicadores de juros, especialmente no segmento High Yield, a evolução da Selic, do IDkA IPCA 10A e da taxa real esperada segue como referência central para a leitura dos spreads.

Nos próximos meses, a principal métrica a ser acompanhada é o diferencial High Yield – High Grade. Depois de cair de 5,4 p.p. até 2022 para 4,0 p.p. a partir de 2023, esse indicador passou a sintetizar a menor dispersão entre segmentos de risco. Sua estabilização ou reversão ajudará a identificar possíveis mudanças na precificação relativa dos CRI IPCA+.

cy.capital

Vinícius de Oliveira

vinicius.deoliveira@cy.capital

Eliane Teixeira dos Santos

eliane.santos@cy.capital

Gustavo Rassi de Andrade Vaz

gustavo.vaz@cy.capital

Danny Niskier Gampel

danny.gampel@cy.capital

João Vitor Risques

joao.risques@cy.capital

