
RELATÓRIO RENDA FIXA

TESOURO DIRETO

AGOSTO DE 2016

NOSSA CARTEIRA

No mês de julho o cenário político nacional ficou em segundo plano, com os mercados mais atentos à política monetária internacional e acompanhando com cautela os desdobramentos da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*), que ganhou tom mais ameno quando foi anunciada a sucessora do primeiro-ministro, David Cameron, do Reino Unido, Theresa May. O que sobressaiu no mercado internacional por alguns dias foi uma relativa onda de otimismo, sustentada pelo cenário político e monetário positivo no Reino Unido, Japão e China, devido a possibilidade de haver estímulos econômicos nesses países.

A divulgação da Ata e comunicado pós-reunião do Federal Reserve assinalando postergação do ciclo de elevação da taxa básica de juros colaborou para o ambiente mais propenso ao risco pelos investidores, fomentando a alta nas principais praças acionárias mundiais, com o Ibovespa subindo 11,2% no mês.

Por aqui, houve gradativa melhora nas expectativas dos nossos indicadores pela Pesquisa Focus, além da sinalização de um Congresso Nacional “mais amigável” às medidas fiscais, depois da vitória do deputado do DEM-RJ Rodrigo Maia para a presidência da Câmara, colaborando favoravelmente para este cenário mais benigno. Contudo, mesmo o Bacen reconhecendo, através da Ata do Copom, que a estabilização da atividade no curto prazo e alguma recuperação em alguns indicadores, como o de confiança, a autoridade financeira deu ênfase à elevada ociosidade ainda existente na Indústria e o elevado desemprego. Daí, considerando a persistência dos alimentos como risco de curto prazo e o receio deste gerar mecanismos de inércia inflacionária mais à frente, entre outras variáveis, o Copom decidiu manter a taxa básica de juros no patamar atual (14,25%), não havendo, por ora, espaço para flexibilização da política monetária, crescendo na ótica do mercado a possibilidade de se manter essa taxa até dezembro. Mas nossa expectativa, acreditamos que haja recuo na taxa básica de juros para 13,50% até ao final deste ano.

Diante disso, observamos que houve menor volatilidade nos “prêmios” de títulos da renda fixa, em particular no **Tesouro Direto**, retomando a paulatina queda das taxas médias vindas desde o início do ano, que foi interrompida em junho. Assim, novamente sugerimos a manutenção da composição de carteira para a **alocação ótima de títulos do Tesouro Direto** neste mês de agosto, com maior participação dos **títulos prefixados** (LTN e NTN-F), ainda com taxas atraentes, participação dos **pós-fixados** à Selic (Tesouro Selic - LFT) em menor proporção, mesmo com o Tesouro Direto oferecendo deságio de 0,02%, e repetindo a composição do mês anterior dos títulos **atrelados à inflação** (Tesouro IPCA - NTN-B), visando a manutenção do patrimônio investido, com ganho real atraente.

Sendo assim, sugerimos uma **postura conservadora na alocação desses títulos**, ou seja, carregados até ao vencimento. Além disso, recomendamos a alocação dos recursos nos títulos com prazos menores (abaixo de 5 anos) a intermediários (de 5 a 10 anos), pois os longos oferecem maior nível de risco, dado o cenário ainda incerto na economia e na política. Seguem as nossas sugestões para os títulos disponíveis para compra neste início de agosto:

Indexados ao IPCA		Vencimento	
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)		15/5/2019	
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)		15/8/2024	
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)		15/8/2026	40%
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)		15/5/2035	
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)		15/5/2035	
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)		15/8/2050	
Prefixados			
Tesouro Prefixado (LTN)		1/1/2019	
Tesouro Prefixado (LTN)		1/1/2023	50%
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)		1/1/2027	
Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)			
Tesouro Selic (LFT)		7/3/2021	10%

JS = juros semestrais

CENÁRIO ECONÔMICO

PERSPECTIVAS

Agosto será um “mês de consolidação” na visão do governo, ou de uma **melhor definição do cenário neste ano e o próximo.** No retorno do Congresso, depois de um breve recesso branco, a agenda de medidas fiscais deve se impor, sendo destaque a PEC das despesas limitadas pela inflação passada, juntando a Reforma da Previdência. Neste ano, estimativas apontam uma dívida em torno de R\$ 149 bilhões, sendo que as despesas em benefícios equivalem a 40% das despesas totais obrigatórias e seguem crescendo acima de 6% neste ano. Devemos estar atentos também ao anúncio de um pacote de medidas de estímulo, assim como possíveis novas medidas de corte de despesas e aumento de receita, caso as medidas estruturais atrasem.

Risco País. Se aproximando o *impeachment* da presidente Dilma, um melhor astral já se observa nos mercados. O Risco País, de 407 pontos em maio, recuou a 349 pontos em junho e a 330 pontos em julho. Ao final do ano deve ficar próximo a 300 pontos. Sobre os CDSs de cinco anos, devem se manter em torno de 300 pontos.

T-Bonds



T-Bonds. Continuamos no aguardo de uma decisão do Fed sobre a política de juros. Nos mercados, as expectativas se voltam para setembro, ainda mais depois de indicadores econômicos mais fortes nas últimas apurações. A geração de empregos do setor privado (ADP), aliás, chegou a 179 mil empregos criados, acima das estimativas de mercado, abrindo espaço para aumento maior do *payroll* nas próximas apurações. No mercado de títulos, as taxas do Tesouro, de 10 e 30 anos estavam, respectivamente, em 1,46% e 2,18%, depois de 1,49% e 2,30% ao fim de junho e 2,29% e 2,99% há 12 meses.

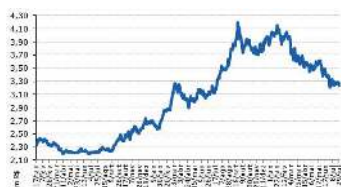
Juros futuros. No curto prazo, há uma sinalização de manutenção da taxa de juros, dadas as dificuldades no avanço do ajuste fiscal. No longo prazo um movimento de suave queda, também na pendência do ajuste fiscal. Em ambos, é possível uma curva mais fechada, mas de diferente intensidade. Para o final deste ano, estamos trabalhando com a Selic reduzida a 13,50% e em 2017 a 12,00%. A Focus estima 13,5% neste ano e 11,00% em 2017.

Inflação



Inflação. O BACEN de Ilan Gofajn parece mais *hawkish* no monitoramento da taxa de juros, sobre a inflação, de olho no ajuste fiscal e na taxa de câmbio. O comunicado e a ata mais recentes são uma prova disso, mais cautelosos no balizamento da taxa de juros e no controle da inflação. Nesta toada, acreditamos na taxa de juros reduzida a 13,5% ao fim deste ano e recuando a 12,0% em 2017, com a inflação a 7,0% neste ano e 5,4% em 2017.

Taxa de Câmbio



Taxa de Câmbio. Com o *impeachment* definido ao fim de agosto, o câmbio deve valorizar mais nos próximos meses, importante por mostrar um ganho maior de credibilidade dos agentes, e ingresso maior de investidores estrangeiros. Isto será importante, também para derrubar a inflação. Não se tem ainda a “adequada taxa de câmbio” neste momento, devido à transição de poder e os indicadores-chaves ainda em desalinho. Por ora, estimamos o câmbio a R\$ 3,30 neste ano e a R\$ 3,50 em 2017.

RENTABILIDADE* DOS TÍTULOS DISPONÍVEIS PARA COMPRA EM JULHO

Indexados ao IPCA	Vencimento	Últ. 30 dias	Mês Anterior	No ano	12 Meses
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2019	0,23%	0,64%	11,43%	17,63%
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/8/2024	0,76%	0,16%	21,02%	22,64%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2026	0,63%	0,23%	-	-
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2035	1,45%	3,26%	41,22%	30,24%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/5/2035	1,02%	1,85%	25,77%	24,03%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2050	2,47%	2,06%	29,27%	24,74%
Prefixados					
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2019	0,56%	1,70%	-	-
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2023	1,24%	4,38%	-	-
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)	1/1/2027	1,49%	4,93%	-	-
Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)					
Tesouro Selic (LFT)	1/3/2021	0,98%	0,98%	7,51%	13,79%

* Rentabilidade bruta acumulada que o investidor obterá se vendesse o título público no dia da posição (antes do vencimento).

Posição em 29/07/2016

A rentabilidade acumulada de julho foi positiva em todos os títulos disponíveis para compra, mas apenas os títulos Tesouro IPCA+ 2024, Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2026 e Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2050 tiveram variação maior que o mês anterior, os demais ficaram aquém.

TAXA MÉDIA DOS TÍTULOS ATRELADOS À INFLAÇÃO E PREFIXADOS



Devido a menor volatilidade no mercado, o número de suspensões, ou atrasos, na abertura do Tesouro Direto diminuiu significativamente, passando de 12 em maio para 8 em junho, findando julho com apenas 2 casos. Desta feita, a rentabilidade média dos títulos ainda continua atraente.

O prêmio exigido pelos investidores, em média, para os títulos do Tesouro IPCA (NTN-B) ficou em 6,0% a.a., do Tesouro Prefixado (LTN e NTN-F) em 12,8% a.a. e do Tesouro Selic (LFT) houve deságio de 0,01% (Tesouro Selic 2021).

TABELA DE INDICADORES DO MERCADO

Indicadores de mercado	Data	Rentabilidade		
		Mês	Ano	12 Meses
CDI	Jul/16	1,11%	7,90%	14,01%
Selic Over	Jul/16	1,11%	7,91%	14,03%
CDB	Jul/16	0,93%	7,03%	12,82%
Poupança	Jul/16	0,66%	4,69%	8,32%
TJLP	Jul/16	0,60%	4,31%	7,21%
Ouro (BM&F)	Jul/16	3,16%	3,54%	17,41%
Dólar (Ptax)	Jul/16	0,91%	-17,05%	-4,57%
IMA-B (IPCA)	Jul/16	2,51%	19,06%	21,43%
IRF-M (Prefixado)	Jul/16	1,32%	15,87%	17,31%
IMA-S (Pós-fixado)	Jul/16	1,11%	7,81%	14,05%

BALANÇO MENSAL - JULHO

Julho foi mais um mês de volatilidade nos mercados. No exterior, chamou atenção a decisão intempestiva do Reino Unido em sair da União Europeia em plebiscito, além da sucessão de ataques terroristas na Europa, causando alguma insegurança no mundo desenvolvido. Tivemos também as convenções democrata e republicana nos EUA, com Donald Trump e Hillary Clinton triunfando, mas ainda indefinido o rumo das eleições. Por aqui, o parecer para a cassação de Eduardo Cunha foi aprovado em Comissão. Agora é aguardar a votação para a sua cassação em plenário. Sobre o andamento das medidas fiscais, tudo ficou meio de lado, na expectativa do impeachment.

Muito se comenta sobre agosto como o “mês do desgosto” (ou do “cachorro louco”). Várias são as interpretações sobre este fato.

Na história, dizem que agosto veio com este nome por inspiração dos romanos em homenagem ao Imperador Augusto, expoente de vários acontecimentos importantes neste período, como a invasão do Egito. No Brasil, alguns foram os acontecimentos marcantes neste mês, como o suicídio de Vargas, a renúncia de Jânio e o trágico acidente de Juscelino Kubitschek. Mais recentemente, o acidente aéreo de Eduardo Campos, então candidato à presidência, também lançou novos maus agouros sobre o mês.

Achamos, no entanto, que agora não se aplica ao debate deste mês como o de “maus agouros”. Pelo contrário, será um mês de definições ou de consolidação de um cenário que deve se estender até 2018. Terá início com a possível cassação de Eduardo Cunha, depois da aprovação do relatório da Comissão de Ética. Poucos duvidam sobre isto, só restando dúvidas sobre o *timing* exato. Teremos também um mega evento esportivo no Rio de Janeiro, a Olimpíada, que, por certo, deve mobilizar as atenções de todos na maior parte do tempo. Por fim, será votado o afastamento da presidente Dilma no Senado, com poucos acreditando numa reversão. Apurações preliminares já contabilizam 60 votos, ou um pouco mais. A partir daí acreditamos que Temer passe a ter mais espaço de manobra para governar.

Falando dos acontecimentos em julho, o Brexit acabou chamando atenção, assim como a sucessão de ataques na França e na Alemanha. O crescimento do fenômeno Trump também mobilizou as atenções do mercado.

No Brasil, um fato positivo foi o posicionamento mais conservador do BACEN de Ilan Goldfajn, diante das dificuldades de ajuste fiscal neste ano. Lembremos que ainda teremos uma eleição em outubro, o que deve “obstacularizar” o andamento nas negociações políticas em torno das medidas fiscais. Sem a PEC da limitação das despesas baseadas na inflação do ano passado, será inevitável que o governo se veja obrigado a elevar alguma tarifa de imposto ou taxa nos próximos meses, embora seja muito difícil a recriação da CPMF, por exemplo.

Sobre a **nova postura do BACEN**, mostra mais transparência nos seus comunicados, deixando claro, sem subterfúgios, que a redução da taxa de juros só se torna concreta se a inflação ceder. Sendo assim, o mercado passou a ler uma taxa Selic mais elevada, mais próxima de 13,5% e 13,75%, ou mesmo mantida em 14,25% ao fim deste ano. Sobre a inflação, passamos a trabalhar com um IPCA descendente até o final do ano, se aproximando de 7,0%, o câmbio a R\$ 3,30, ou abaixo disso, já contando com o forte influxo de investidores depois do *impeachment*. Sobre isto, achamos até que o dólar pode recuar mais, se um clima de euforia se instalar, o governo avançar nos ajustes de longo prazo e nas reformas, etc.

Este Relatório de Análise foi preparado pela Lopes Filho & Associados, Consultores de Investimentos Ltda. para uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este para qualquer pessoa sem expressa autorização da Lopes Filho. Este Relatório de Análise é distribuído somente com o objetivo de prover informações e não representa, em nenhuma hipótese, uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer valor mobiliário ou instrumento financeiro. As informações contidas neste Relatório de Análise são consideradas confiáveis na data de sua publicação. Entretanto, a Lopes Filho não pode garantir a exatidão e a qualidade das mesmas. As opiniões contidas neste Relatório de Análise são baseadas em julgamentos e estimativas, estando, portanto, sujeitas a mudanças.

Sem prejuízo do disposto acima e em conformidade com as disposições da Instrução CVM nº 483/10, o(s) analista(s) de valores mobiliários responsável(ais) pela elaboração deste Relatório de Análise declara(m) que:

(I) é (são) certificado(s) e credenciado(s) pela APIMEC.

(II) as análises e recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, às quais foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Lopes Filho.

(III) sua(s) remuneração(ões) é (são) fixa(s).

Informações adicionais sobre quaisquer emissores objeto dos Relatórios de Análise podem ser obtidas diretamente, por telefone, com o(s) analista(s) responsável(ais). Os Relatórios de Análise podem ser consultados no website <http://www.lopesfilho.com.br>, cujo acesso é restrito aos assinantes e usuários do serviço de Assessoria em Mercado de Capitais da Lopes Filho. Informações sobre emissores que não são objeto dos Relatórios de Análise podem ser obtidas através de solicitação ao Departamento Comercial.
