

---

# RELATÓRIO RENDA FIXA

---

## TESOURO DIRETO

---

DEZEMBRO DE 2016

### NOSSA CARTEIRA

O mês de **novembro** registrou significativa volatilidade nos mercados, tanto pelo acirramento político e o difícil panorama econômico internos como na disputa presidencial dos EUA, que interferiram no humor dos investidores no mercado de renda fixa.

Esses fatos ao longo do mês tiveram relação direta com a evolução do prêmio exigido pelo mercado nos diversos títulos da renda fixa. Por mais que o Bacen assinalasse que a inflação tenha um futuro comedido, deliberando de forma unânime a redução da taxa básica de juros para 13,75%, o componente externo teve peso relevante na decisão, particularmente o futuro da política monetária americana, após a eleição de Donald Trump, trazendo um grau de incerteza considerável às economias emergentes, haja vista, por exemplo, a desvalorização do real frente ao dólar em quase 7% em novembro.

Sendo assim, para dezembro, na composição ótima de carteira de **títulos do Tesouro Direto**, queremos destacar a continuidade de redução da taxa básica de juros (Selic) no próximo ano, aliada a possibilidade de novas altas no prêmio dos **títulos prefixados** (LTN e NTN-F), sendo bastante convidativa essa combinação. Mas, lembre-se que essa é uma postura menos conservadora, pois em novembro o Tesouro Prefixado 2019 (LTN) registrou alta de 0,73%, mas o título Tesouro Prefixado 2023 (LTN) assinalou queda de 2,96%, devido à marcação a mercado (rentabilidade mensal bruta acumulada antes do vencimento).

Os **títulos atrelados à inflação**, como o IPCA, continuam como os mais atraentes para aqueles que pensam em horizonte mais longos, mitigando o risco da carteira. O Tesouro IPCA+ 2035 (NTNB Princ) atingiu rentabilidade acumulada no ano de 40% e em doze meses foi a 37,6% até novembro.

Já os **pós-fixados**, atrelados à Selic (Tesouro Selic - LFT), com menor proporção, mesmo com o Tesouro Direto oferecendo deságio de 0,04% (Tesouro Selic 2021), rendeu 0,92% no mês, acumulando 13,68% em doze meses.

É importante também salientar que esses títulos sejam carregados **até o vencimento**, garantindo o recebimento do que foi contratado na compra do título e evitando riscos de perdas. No entanto, se houver resgates em prazos mais curtos, fique-se atento à performance dos títulos, devido à marcação a mercado.

Na alocação de recursos nos títulos com **prazos menores** (abaixo de 5 anos), sugerimos Tesouro Prefixado (LTN). Já os **intermediários** (de 5 a 10 anos) são mais seguros e a rentabilidade tem progredido, daí sugerimos novamente o Tesouro Prefixado (LTN) e/ou Tesouro Prefixado mais juros semestrais (NTNF).

No momento, os títulos **mais longos** (acima de 10 anos) têm oferecido boa rentabilidade e ganho potencial, mesmo com a exposição de maior nível de risco, dado o atual cenário de busca de recuperação econômica, prevista a partir de 2017. Segue a nossa sugestão de títulos disponíveis para compra neste início de dezembro:

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	50%
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	40%
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)	1/1/2027	
Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)		
Tesouro Selic (LFT)	1/3/2021	10%

JS = juros semestrais

## CENÁRIO ECONÔMICO PERSPECTIVAS

*Dezembro ainda será um mês de muita volatilidade. De primeira, temos o segundo turno da votação da "PEC do Teto" em meados de dezembro, já havendo consenso sobre sua aprovação sem sustos. Em paralelo a isso, a Reforma da Previdência é enviada para discussão no Congresso, devendo ainda passar por um debate em Comissão. Nos EUA, de novidades temos a reunião do Fomc, havendo também consenso pelo ajuste de 0,25 ponto percentual, a 0,75%. Dúvidas, no entanto, surgem sobre os movimentos do governo Trump, depois de empossado e como será a linha de ação da sua equipe de governo, em especial no núcleo duro e na equipe econômica.*

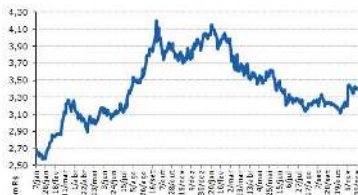
### T-Bonds



**Risco País.** O risco país subiu em novembro, acompanhando a surpreendente eleição de Donald Trump e alguma turbulência política no cenário doméstico. Estudos indicam que o custo de captação das empresas nacionais, no mercado internacional, cresceu 0,5 ponto percentual, reflexo de um maior movimento de aversão ao risco no mercado global. O Embi, de 310 pontos no início de novembro, foi a algo próximo de 340 pontos agora no início de dezembro, refletindo a piora do cenário externo, com Trump, e o político, com o acirramento de ânimos no Congresso.

**T-Bonds.** O mercado de títulos (*Treasuries* norte-americanos) elevou sua rentabilidade, na média, em 0,5 ponto percentual, passada a eleição de Trump, num movimento de maior aversão ao risco, o encarecimento nos financiamentos das empresas, assim como acreditando em alguma pressão inflacionária adicional com a gestão fiscal de Trump. Nos títulos de 5 anos, a taxa passou de 1,30% no dia 30/out para 1,83% no dia 30/nov; nos de 10 anos, mais negociados, a taxa passou de 1,83%

## Taxa de Câmbio



para 2,27% (dia 05 estava em 2,37%) e nas de 30 anos, de 2,58% para 3,02%. Acreditamos, inclusive, que a taxa média de juros deve fechar em breve próxima a 3%, embora não possamos descartar a taxa elevada a 5%, como em 2006/07, véspera da crise do *subprime*.

**Taxa de Câmbio.** A surpreendente eleição de Donald Trump no início de novembro deu uma revirada no mercado cambial, com a moeda depreciando 7,8%, indo a R\$ 3,3967. Em outubro, a cotação chegou a R\$ 3,11 em alguns momentos, fechando o mês a R\$ 3,18. Devemos salientar, no entanto, que com as turbulências políticas, pelas movimentações do presidente do Senado e alguns deputados na Câmara, contra a delação premiada da Odebrecht, o dólar acabou próximo a R\$ 3,46. Ao fim deste ano estamos projetando a taxa de câmbio a R\$ 3,35 e no ano que vem em R\$ 3,50.

**Juros futuros.** A tendência nas taxas curtas, médias e longas é errática, dado o acirramento de ânimos na política, depois dos fatos recentes como a deturpação da votação do projeto contra a corrupção e o avanço da lei sobre abuso de autoridade. As megas manifestações, ocorridas no dia 04/dez, podem ter sido uma resposta a estas duas "arbitrariedades". Por outro lado, há de considerar que a inflação segue em trajetória cadente, algo explicável pela economia desaquecida e os serviços em desaceleração. Nossa perspectiva para o ano de 2017 é de taxa Selic no intervalo entre 11% e 12%, ainda na expectativa de uma economia voltando a crescer com mais dinamismo e o ajuste fiscal apresentar resultados concretos.

## Inflação



**Inflação.** Continuamos monitorando a inflação de perto. Em novembro, o IPCA-15 registrou 7,6% (12 meses) e o IPC da FGV 7,0%. Muitos acham haver espaço para os índices recuarem ao teto da meta de inflação, entre 6,5% e 6,8%, no curto prazo. Isso só será possível devido ao recuo dos preços agrícolas, a volta da Bandeira Verde na energia elétrica e as reduções recentes dos combustíveis. Por outro lado, há de se ter atenção em função da maior demanda de Natal, com as pessoas comprando mais. O desemprego elevado, no entanto, deve frear possíveis reajustes.

## RENTABILIDADE\* DOS TÍTULOS DISPONÍVEIS EM NOVEMBRO

Indexados ao IPCA	Vencimento	Mês Referência	Mês Anterior	No ano	12 Meses
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2019	0,61%	0,20%	15,80%	18,99%
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/8/2024	-1,05%	-0,31%	23,47%	26,00%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2026	-1,05%	-0,13%	-	-
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2035	-5,85%	-0,65%	40,03%	37,61%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/5/2035	-2,98%	-0,17%	27,20%	28,12%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2050	-4,99%	-0,43%	29,12%	29,57%
<b>Prefixados</b>					
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2019	0,73%	0,90%	-	-
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2023	-2,96%	2,34%	-	-
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)	1/1/2027	-2,32%	2,19%	-	-
<b>Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)</b>					
Tesouro Selic (LFT)	1/3/2021	0,92%	0,88%	12,31%	13,68%

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

Posição em 30/11/2016

A rentabilidade média acumulada dos títulos de novembro foi bem aquém aos números do mês anterior, em sua maioria com variação negativa mais intensa que as de outubro.

## TAXA MÉDIA DOS TÍTULOS ATRELADOS À INFLAÇÃO (IPCA) E PREFIXADOS



Já o prêmio exigido pelos investidores, em média, subiu em novembro devido, ao aumento da volatilidade, refletindo no número de suspensões, ou atrasos, na abertura do Tesouro Direto no mês (entre os dias 07 a 25), chegando a 12 contra a apenas 01 em outubro. O aumento do prêmio em novembro ocorreu após os títulos do Tesouro IPCA (NTN-B) e do Tesouro Prefixado (LTN e NTN-F) registrarem as menores taxas no ano até outubro. Já o Tesouro Selic (LFT) apresentou deságio de 0,04% (Tesouro Selic 2021) em novembro, repetindo o desempenho do mês anterior.

## TABELA DE INDICADORES DO MERCADO

Indicadores de mercado	Data	Rentabilidade		
		Mês	Ano	12 Meses
CDI	Nov/16	1,04%	12,73%	14,04%
Selic Over	Nov/16	1,04%	12,75%	14,06%
CDB	Nov/16	0,82%	11,03%	12,19%
Poupança	Nov/16	0,64%	7,57%	8,35%
TJLP	Nov/16	0,60%	6,85%	7,46%
Ouro (BM&F)	Nov/16	-1,93%	-6,27%	-3,79%
Dólar (Ptax)	Nov/16	6,78%	-18,53%	-17,56%
IMA-B (IPCA)	Nov/16	-1,22%	21,28%	23,13%
IRF-M (Prefixado)	Nov/16	0,32%	21,14%	21,83%
IMA-S (Pós-fixado)	Nov/16	1,03%	12,60%	13,91%

## BALANÇO MENSAL

**Novembro** foi mais um mês intenso politicamente. A Operação Lava-Jato continuou a causar estragos, agora com a delação premiada da Odebrecht batendo à porta. Foi relevante, também, a eleição de Donald Trump, o que deve gerar alguma volatilidade nos mercados de ativos até sua posse, dia 10/jan, não só no Brasil como ao redor do mundo.

---

Novembro foi mais um mês intenso para os mercados.

De início, tivemos a definição das eleições norte-americanas, com a vitória do candidato republicano Donald Trump, algo que poucos previam, pelas pesquisas ao longo da campanha. Dúvidas surgem agora sobre como será o seu governo, já que na campanha ele se pautou por um discurso extremamente preconceituoso e populista. Será que realmente rasgará todos os tratados recentes de comércio, se alinhará com Putin e construirá um muro na fronteira com o México, impactando no fluxo migratório?

No Brasil, a Lava-Jato seguiu fazendo seus estragos, com a prisão de vários personagens da República, como Sergio Cabral e Antony Garotinho. A delação premiada da Odebrecht continuou a mobilizar parte do Congresso e votações importantes transcorreram, como o primeiro turno no Senado da PEC do Teto, assim como se aprofundaram os debates em torno da necessidade de colocar na pauta uma agenda positiva para se pensar no retorno do crescimento da economia brasileira de forma imediata.

Esta continuou não dando as caras, com o PIB recuando 0,8% no terceiro trimestre, contra o anterior e 4% no ano. A atividade industrial continua em queda, o varejo não reage, o mesmo acontece com os serviços. Para piorar, os indicadores de confiança já começam a mostrar perda de dinamismo, talvez pelo cansaço com a lentidão deste processo de retomada, que nunca chega. Reflexo disso, o desemprego segue estourando todas as estatísticas, com a PNAD Contínua chegando a 11,8% da PEA de desocupação, mais de 12 milhões de desempregados, chamando atenção os mais de 5 milhões que já saíram do mercado de trabalho por não encontrar vaga, no chamado “desalento”.

Este, aliás, será um dos fatores a dificultar na retomada da economia, visto que as famílias seguem muito endividadas e com a renda caindo, pelo desemprego elevado e pouca perspectiva futura. Falando dos dois outros canais catalisadores de crescimento, os investimentos e as exportações, encontramos também dificuldades, já que os primeiros apresentam-se retraídos pelo lado do setor público, dado o ajuste fiscal necessário em curso e pelo setor privado estar retraído pelo clima político complicado e a baixa demanda. Uma alternativa pode vir pelo lado do pacote de Concessões anunciado em meados do ano, mas para este deslanchar o horizonte político precisa estar menos polarizado.

Falando dos dados fiscais, em outubro uma melhoria considerável foi registrada dado o aproveitamento das receitas com as repatriações, elevando o superávit primário a R\$ 31 bilhões, em 12 meses recuando de 3,08% a 2,25% do PIB, mas este deve ser visto como pontual, não sinalizando tendência. Sobre a inflação, dada a economia paralisada pela crise política, veio desacelerando, até fechar negativa, ou próxima à estabilidade, pelos IGPs, e bem baixa pelos IPCs, com o IPCA já próximo a 6,8% em 12 meses em outubro, não sendo surpresa se fechar o ano no teto do sistema de metas de inflação. Isso, no entanto, não foi suficiente para uma postura mais agressiva do BACEN, reduzindo a taxa Selic em apenas 0,25 ponto percentual, a 13,75%, na última reunião ao fim de novembro. Isso decorreu basicamente, do

cenário externo, com as incertezas depois da eleição de Donald Trump. Entre outras indagações a dúvida agora é saber para quanto vai o dólar, sendo fato sua forte valorização. Em meados de outubro estava em torno de R\$ 3,11 e ao fim de novembro batia os R\$ 3,45.

Isto posto, é necessário manter uma postura mais cautelosa neste período, agora equilibrando mais a demanda por títulos públicos, mais focado em prefixados, mas não deixando de abrir mão dos pós-fixados, dada a incerteza atual nos cenários doméstico e internacional.

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.