

ECONOMIA E MERCADO

Continuamos monitorando com uma lupa os acontecimentos políticos das últimas semanas.

Neste momento não dá para pensar em mais nada a não ser qual será o desfecho da “crise das gravações da JBS”. Interessante observar que na primeira quinzena de maio as expectativas eram as melhores possíveis, dado o avanço das reformas e alguma melhoria no cenário econômico. A única ameaça seria a ocorrência de algum fato novo na Lava-Jato (ou em correlatos).

Não deu outra. De repente, num turbilhão, tudo virou contra o presidente. Começou com as gravações da JBS, se aprofundou com uma série de novos acontecimentos, minando o presidente Temer, alguma perda de apoio no Congresso, atraso no trâmite das reformas e não se sabe como deve terminar.

O dia 17 de maio acabou como um “divisor de águas” para os mercados de ativos. No dia seguinte à denúncia das gravações, a bolsa de valores despencou 8,8%, acionando o *circuit breaker*, o dólar operou próximo a R\$ 3,30 e os títulos públicos oscilaram fortemente. O maior prejuízo veio dos títulos atrelados à inflação, com especial destaque para os que vencem em 2045 (-4,4%) e os prefixados com resgate em 2027 e juros semestrais, com perda de 1,9%.

Nas semanas seguintes, no entanto, uma certa “calmaria” se estabeleceu nos mercados. A bolsa recuperou parte das perdas (1,8%) e o dólar chegou a cair abaixo de R\$ 3,20 em alguns momentos. Nossa leitura é de que o mercado passou a se posicionar com mais “otimismo”, em muito influenciado pela equipe econômica, defendendo que as reformas devem ser preservadas, não paralisadas, independente de quem continue no poder. Os investidores estrangeiros também compraram esta ideia, internalizando recursos por entender que as reformas seguem na agenda, mesmo com algum impacto no *timing*. Até o dia 29/maio o saldo líquido dos estrangeiros em bolsa estava em torno de R\$ 2,7 bilhões, depois de dois meses de saídas. No ano, o resultado é positivo em R\$ 6,2 bilhões.

Sobre as reformas. A Trabalhista deve passar pela CAE no dia 6, sendo um dos “pontos polêmicos” o fim da obrigatoriedade do imposto sindical. Como o governo se encontra fragilizado, é possível que acabe cedendo aos sindicatos e crie um período de transição para este imposto se tornar facultativo. Já a Reforma da Previdência ainda se encontra em debate, não sendo surpresa se apenas a idade mínima passar. Cálculos do mercado indicariam uma economia em torno de 50% do antes projetado, entre R\$ 700 e 800 bilhões.

Em paralelo, especulações sobre a queda do Presidente continuam no radar. Em junho a expectativa se volta para a votação do TSE referente à chapa Dilma-Temer em que tudo pode acontecer. Ele pode ser cassado, junto com a chapa, ou mesmo, sobreviver à votação. O problema é que muitos consideram não

haver mais como Temer se manter. Se resistir, deve “sangrar” ao longo dos próximos meses, dificultando a aprovação destas reformas e na estabilização da economia.

Vislumbre de uma transição de poder sem grandes traumas. Caso Temer venha a cair teríamos 30 dias com Rodrigo Maia para depois, em eleição indireta, um novo presidente a conduzir até 2018. Especulações indicavam que seria o próprio presidente da Câmara, embora outros nomes sejam especulados.

Falando da economia como um todo, antes da crise a atividade mostrava alguns sinais de retomada, a inflação estava mais comportada, a taxa Selic em bom ritmo de queda, o câmbio próximo a R\$ 3,20, podendo vir a recuar mais, e as contas públicas com alguma melhoria. Depois da crise, no entanto, tudo mudou. Parece estar havendo alguma paralisia na atividade economia neste momento e alguns ativos mais voláteis. Agora, o ritmo de cortes da taxa Selic deve ser mais moderado, reduzido no Copom de maio a 1 ponto percentual e na próxima reunião ao fim de julho a 0,75 p.p.. O câmbio se encontra em novo patamar, mais próximo a R\$ 3,30, e as disparidades nas projeções da taxa Selic maiores.

No mercado de títulos, como dito acima, uma série de ajustes acabaram inevitáveis no dia 17, com os títulos curtos volatilizando, assim como os mais longos, já que um “movimento de desmonte de posição” acabou ocorrendo. Sobre a trajetória dos títulos e nossa estratégia de alocação, leiamos a seguir.

ALOCÇÃO - CARTEIRA DE TÍTULOS PÚBLICOS

A nossa indicação de carteira ótima dos títulos disponíveis para compra em junho começa pelo **Tesouro Prefixado (LTN e NTN-F)**, que retornou à taxa média de dois dígitos em maio. Isso corrobora para aqueles que buscam novas oportunidades de ganhos extras, porque seguimos com a previsão de novos cortes na taxa básica de juros (Selic) pelo Bacen, com expectativa de ficar em 8,50% nesse biênio 2017/2018. Para endossar essa perspectiva de que o mercado enxerga “prêmio extra” na demanda por esse título, o Tesouro Nacional vendeu todo lote ofertado de 5 milhões de LTNs no leilão ordinário na última quinta-feira (01/jun). Acabou como o primeiro leilão depois do recrudescimento da crise política.

Outro título que merece nossa atenção é o **Tesouro IPCA+ (NTN-B Princ)**, ainda com boa rentabilidade e assegurada, se levado até o vencimento. No entanto, sugerimos o período de curto a médio prazos (até cinco anos), evitando, por ora, os vencimentos mais longos. Cabe também ressaltar que o recrudescimento da crise política, que volatilizou os títulos, e devido à “marcação a mercado”, o Tesouro IPCA+ veio registrando quedas nos dois últimos meses (abril e maio).

Já os **pós-fixados**, atrelados à Selic (Tesouro Selic - LFT), com menor volatilidade na carteira sugerida, são recomendados para clientes de perfil mais conservador, com menor propensão a risco. Além disso, o Tesouro Direto seguiu oferecendo deságio, de 0,05% no Tesouro Selic 2021 e de 0,06% no Tesouro Selic 2023. O Tesouro Selic 2021 rendeu 0,82% em maio, acumulando 4,66% no ano e 13,09% em doze meses.

Indexados ao IPCA	Vencimento	Conservador	Moderado	Arrojado
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/8/2024			
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2035			
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2045	5%	40%	50%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2026			
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/5/2035			
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2050			
Prefixados				
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2020			
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2023	5%	17%	40%
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)	1/1/2027			
Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)				
Tesouro Selic (LFT)	1/3/2023	90%	43%	10%

JS = juros semestrais

A rentabilidade média acumulada dos títulos de maio ficou novamente em queda, em face da piora da crise política, trazendo maior volatilidade nos ativos.

RENTABILIDADE* DOS TÍTULOS DISPONÍVEIS EM MAIO (%)

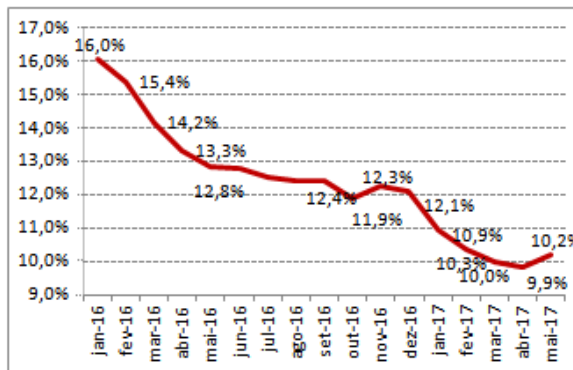
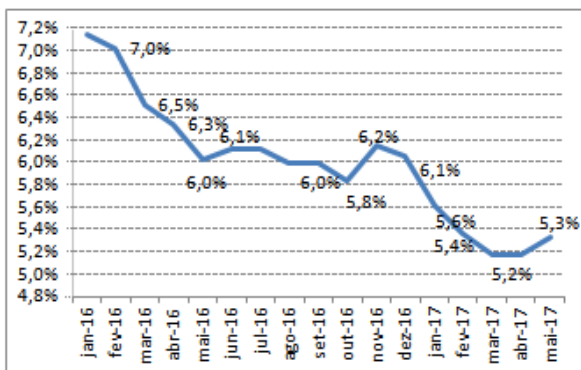
Indexados ao IPCA	Vencimento	Mês Referência	Mês Anterior	No ano	12 Meses
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/8/2024	-1,40	-0,75	5,63	13,92
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2026	-1,58	-0,88	5,23	13,50
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2035	-2,59	-5,11	6,66	21,93
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/5/2035	-1,75	-2,72	5,67	16,86
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2045	-4,41	-8,12	-	-
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2050	-3,51	-3,08	6,13	19,41
Prefixados					
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2020	0,35	0,20	-	-
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2023	-1,59	-1,25	7,98	25,00
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)	1/1/2027	-1,94	-1,34	7,81	24,59
Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)					
Tesouro Selic (LFT)	1/3/2023	0,76	0,56	-	-

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

Posição em 31/05/2017

Quanto aos **prêmios exigidos** pelos investidores, em média, esses aumentaram em maio como já havíamos previsto (vide gráficos abaixo). O prêmio terminou o mês, em média, à taxa de 5,3% nos títulos do Tesouro IPCA (NTN-B), 0,1 ponto percentual acima da taxa de abril, e de 10,2% no Tesouro Prefixados (LTN e NTN-F), 0,3 ponto percentual superior ao mês anterior. Já o Tesouro Selic (LFT) apresentou deságio médio de 0,05%, ante 0,06% de abril.

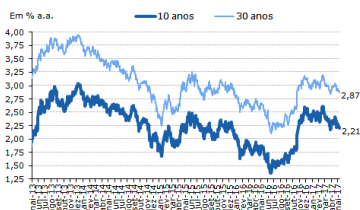
TAXA MÉDIA DOS TÍTULOS ATRELADOS À INFLAÇÃO (IPCA) E PREFIXADOS



MERCADO DE ATIVOS
PERSPECTIVAS

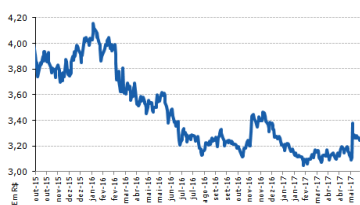
Junho será um mês de intensa volatilidade nos mercados, já que teremos novos focos de tensão na cena política. A votação do TSE sobre a chapa Dilma-Temer pode ter um desfecho na semana do dia 8/junho e as expectativas se deslocam para a duração da saída do presidente Temer e como isso deve afetar na decisão dos agentes, tanto no consumo, como na produção e nos investimentos. Quanto mais longa for esta transição, maior será a paralisa dos negócios, já que os investidores podem se retrair diante do desencadeamento destes eventos.

T-Bonds



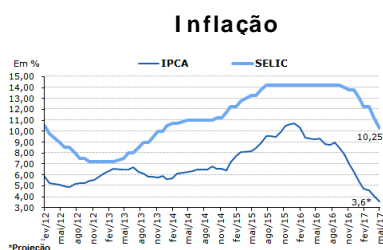
T-Bonds. Os movimentos do Fed e do governo Trump ainda buscam alguma sintonia. Difícil dizer, no entanto, quais os próximos passos do presidente, o que obriga o Fed a uma postura mais cautelosa. No seu “triplo mandato”, o mercado de trabalho se aproxima do pleno emprego, o que deve gerar mais à frente alguma pressão pelo lado dos salários; na inflação, o PCE fechou abril em 1,7%, ainda abaixo do centro da meta (2%), explicável pelo aumento da concorrência interna; e, por fim, pelo lado da economia, segue em ritmo moderado. O PIB do primeiro trimestre deu uma acelerada, passando de 0,7% na primeira estimativa para 1,2%. No mercado de títulos públicos, os de 10 anos fecharam maio em 2,21%, sendo que há um mês estavam em 2,28%; e os de 30 anos fecharam em 2,86%, há um mês em 2,97%. Isso pode sinalizar uma maior parcimônia do Fed no balizamento do juro, diante do aumento das incertezas pelos movimentos erráticos do governo Trump. Um ajuste, no entanto, pode ocorrer agora em julho, ainda que em 0,25 ponto percentual, de 1,00% a 1,25%.

Taxa de Câmbio



Taxa de Câmbio. O mercado cambial “estressou” ao longo do mês passado, mais precisamente depois do dia 17/maio, quando da denúncia das gravações entre Joesley Batista (JBS) e Michel Temer. Decorrente disso, o dólar, de R\$ 3,1984 ao fim de abril foi a R\$ 3,23, num movimento de depreciação de 1,4%. Importante salientar que na fase mais aguda da crise, entre os dias 17 e 18, o dólar chegou a ser negociado próximo a R\$ 3,30. Para junho alguma volatilidade é esperada e nos próximos meses tudo dependerá do andamento das reformas e do desenrolar da crise política. Ao fim deste ano prevemos o dólar a R\$ 3,30 e em 2018 a R\$ 3,40 (mesma projeção da Pesquisa Focus).

Risco País. O “risco País” acabou oscilando um pouco em maio, diante das incertezas políticas, geradas pelas gravações da JBS, fechando o mês em 284 pontos básicos, um pouco acima do registrado em abril (264). Importante observar que este indicador é um relevante parâmetro para o “nível de solvência” do País. Como a questão fiscal continua crucial, uma piora nas condições de rolagem dos títulos públicos e no financiamento externo das dívidas tendem a volatilizar este indicador. Importante considerar também a influência das agências de rating, todas colocando o País em



perspectiva negativa, diante do acirramento da crise política e do risco de atraso na aprovação das reformas.

Inflação. Ainda temos uma inflação muito baixa dada a demanda fraca, a elevada capacidade ociosa e a ausência de “choques exógenos”, como no caso dos agrícolas, com seus preços derrubados pela mega-safra deste ano (233 milhões de grãos). Para junho as perspectivas indicam uma inflação ainda mais baixa, dado o recuo no preço da gasolina e a mudança na bandeira das tarifas de energia, de vermelha para verde. Atenção, no entanto, é necessária sobre o patamar do câmbio, em depreciação próxima a 1,4% no mês passado, o que pode representar algum repasse aos preços finais. Por ora, nossa projeção do IPCA é de 3,7% e para 2018 4,0%, com os IGPs entre 1% e 2% neste ano e mais próximos de 3% em 2018.

Juros Futuros. A movimentação mais conservadora do BACEN neste momento se justifica pelo aumento das incertezas no cenário político. Isso ficou bem claro na reunião do Copom dos dias 30 e 31 de maio quando optou-se por um corte mais moderado da taxa Selic, em um ponto percentual, quando as apostas eram de 1,25 p.p.. Neste contexto, nos mercados futuros, as taxas curtas, médias e longas começaram a indicar uma leve alta, sinalizando que o ritmo de cortes a partir de agora deve ser mais lento. Sendo assim, para o Copom de julho projetamos um corte de 0,75 ponto percentual, de 10,25% a 9,5%, fechando o ano ainda em 8,5% (também em 2018), mas passível de ajustes, caso se deteriore a cena política.

TABELA DE INDICADORES DO MERCADO

Indicadores de mercado	Data	Rentabilidade		
		Mês	Ano	12 Meses
CDI	MAI/17	0,93	4,80	13,25
Selic Over	MAI/17	0,93	4,81	13,27
CDB	MAI/17	0,72	4,07	10,91
Poupança	MAI/17	0,58	2,97	7,98
TJLP	MAI/17	0,57	2,98	7,42
Ouro (BM&F)	MAI/17	1,55	10,27	-6,63
Dólar (Ptax)	MAI/17	1,42	-0,47	-9,77
IMA-B (IPCA)	MAI/17	-1,81	3,69	6,88
IRF-M (Prefixado)	MAI/17	0,30	6,80	17,67
IMA-S (Pós-fixado)	MAI/17	0,95	4,86	13,25

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(is) 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(is). 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.