

---

## RELATÓRIO RENDA FIXA

---

### TESOURO DIRETO

NOVEMBRO DE 2016

#### NOSSA CARTEIRA

O mês de **outubro** foi favorável para o atual governo nas esferas política e econômica, tendo relação direta com a evolução do prêmio exigido pelo mercado nos diversos títulos da renda fixa. Uma série de eventos, como o avanço nas votações da PEC do teto das despesas na Câmara, a inflação cedendo, o câmbio se valorizando, uma postura mais cautelosa do BACEN, nos seus comunicados e relatórios, e, por fim, o adiamento na decisão do Fed de elevar a taxa de juros nos EUA, acabaram reforçando este cenário.

Sendo assim, para novembro na composição de carteira de **títulos do Tesouro Direto** não devem ocorrer grandes mudanças, mesmo na variante do perfil do investidor, se mais conservador, mais agressivo ou mesmo moderado, ou no horizonte daqueles que visam o curto, médio ou longo prazo.

Os títulos prefixados atrelados à inflação, como o IPCA, continuam como os mais atraentes para aqueles que pensam em horizonte mais longos, mitigando o risco da carteira. Os títulos Tesouro IPCA+ 2035 (NTNB Princ) atingiram rentabilidade em doze meses de 50,35% até outubro.

Sendo menos conservador, os **títulos prefixados** (LTN e NTNFB) ainda possuem taxas atraentes, apostando na perspectiva de melhora do quadro político, fiscal e econômico, favorecendo a queda da taxa básica de juros (Selic). Em outubro, o Tesouro Prefixado + JS 2027 (NTNFB) registrou 4,33%, seguido por Tesouro Prefixado 2023 (LTN) com 3,82%.

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 0,89% no mês, acumulando 13,75% em doze meses.

Sendo assim, sugerimos uma **postura de acordo com o perfil dos seus investimentos**. Importante será carregar os títulos até o vencimento, evitando perdas nos resgates antecipados. Tudo, no entanto, dependerá do que pretente o investidor. Se resgatar em prazos mais curtos, por necessidades imediatas, abrindo mão de maior rentabilidade, ou mais longos para a aposentadoria, mesmo se expondo mais ao risco, etc. 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. Cabe sugerir também o Tesouro Prefixado (LTN) e/ou Tesouro Prefixado mais juros semestrais (NTNFB).

No momento, os títulos **mais longos** têm oferecido boa rentabilidade e ganho potencial, mesmo com a exposição de maior nível de risco, dado o cenário ainda de transição na economia. Contudo, com o avanço das reformas e a economia entrando num ciclo de crescimento econômico, havendo queda dos juros, os ganhos poderão ser maiores. Os mais recomendados passam a ser Tesouro IPCA (NTNB Principal) e os com juros semestrais (NTNB). Segue a nossa sugestão de títulos disponíveis para compra neste início de novembro:

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)	7/3/2021	10%

JS = juros semestrais

## CENÁRIO ECONÔMICO PERSPECTIVAS

*Acreditamos que novembro ainda será marcado por muita volatilidade nos mercados. Expectativas se deslocam para o trâmite da PEC e o envio da Reforma Previdenciária ao Congresso, além da evolução do quadro político nos EUA. Será importante, também, atenção à evolução dos indicadores econômicos, com a atividade ainda em lenta recuperação, embora a confiança retrate um "excesso de otimismo" (descasamento entre ambos). Na inflação, a tendência é de acomodação mensal em patamar baixo, entre 0,3% e 0,5% até o final do ano, taxa de juros cadente e taxa de câmbio, talvez, mais pressionada pela proximidade da reunião do Fed/Fomc em dezembro e as tensões políticas no Brasil e nos EUA. Estejamos atentos, por fim, na evolução da Lava-Jato e seus possíveis estragos sobre a governabilidade do País.*

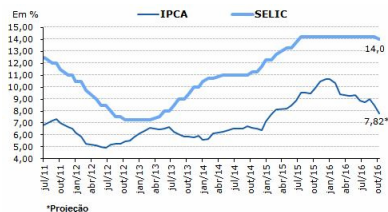
**Risco País.** Refletindo esta melhoria de astral no Brasil, já se observa uma redução do risco país (EMBI) nas últimas semanas. Ao fim de outubro fechou em 311 pontos básicos, depois de passar 500 pontos na fase mais aguda da crise, com o *impeachment*. Em outubro, o risco recuou 8 pontos e no ano 212. Cabe salientar, analisando alguns emergentes ou parceiros comerciais, que o risco País na Argentina, por exemplo, está em torno de 450 pontos, na Rússia em 190 e na Turquia 320.

### T-Bonds



**T-Bonds.** Os títulos públicos esboçam alguma reação no curto prazo, diante da tendência de alta da inflação norte-americana, mas também refletindo alguma tensão pelo cenário político indefinido. No dia 8/11 teremos eleições e a disputa entre Hillary e Trump parece embolada, ainda mais depois das últimas denúncias do FBI contra os emails privados da ex-secretária de Estado. Falando da inflação, o que se vê é uma normalização da sua trajetória, pelo PCE em torno de 1,7% em termos anualizados. Atenção para o mercado de trabalho aquecido, o que vem sendo um fator de pressão para os preços, pelo aumento do custo dos salários, no terceiro trimestre em 2,4%, o mais elevado desde 2009, em linha com o lento avanço da produtividade.

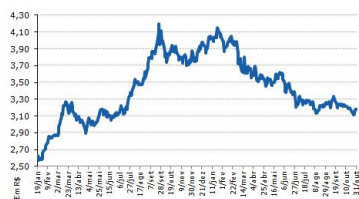
## Inflação



**Juros futuros.** As taxas curtas, médias e longas ainda mantêm uma tendência de queda para novembro, mesmo com as tensões políticas aumetando, tanto no Brasil como nos EUA. Por outro lado, entre nós o ajuste fiscal parece avançar, a inflação mostra desaceleração e aumentam as expectativas de redução da taxa de juros em novembro. No mercado futuro de juro, na ponta curta observa-se a inflação mais comportada, o ajuste fiscal avançando e a equipe econômica mostrando boa coordenação são bons indicativos. Na longa, a torcida é de que 2017 seja um ano de consolidação das reformas, à frente a Previdência.

**Inflação.** A inflação se mostra mais controlada neste final de ano. A justificar isso, um melhor escoamento da produção agrícola, derrubando os preços dos alimentos, assim como a valorização cambial derrubando os preços *tradeables* e alguns preços mais sensíveis à demanda, por esta estar mais fraca. Soma-se a isso, setores chaves operando com estoques elevados, o que vem dificultando a remarcação de preços. Ao fim de 12 meses, em outubro, o IPCA estava em 8,48%, devendo desacelerar a algo em torno de 6,8% ao fim do ano, o IGP-M, a 8,78%, fechando um pouco acima de 7% e o IPC da Fipe, a 8,26%, mais próximo a 7%.

## Taxa de Câmbio



**Taxa de Câmbio.** Tivemos em outubro um forte movimento de valorização cambial (1,9%), decorrente do bom transcorrer do ajuste fiscal, depois da aprovação em dois turnos na Câmara da PEC do teto e também estimulado pelo forte ingresso de recursos oriundos da lei de repatriação, vencida ao fim do mês (dia 31). No ano, a valorização chega a 19%. No movimento contrário, o BACEN retirou quase US\$ 3 bilhões do mercado no dia 1/11 ao deixar vencer contratos de *swap* tradicional. Para este mês, então é possível que este movimento de valorização perca força, tanto pelas incertezas políticas nos EUA, como pelo fato deste ingresso de recursos pelas repatriações não se repetir (pelo menos, no curto prazo). Deve-se destacar também a grande concentração de remessas de lucros e dividendos ao fim do ano, o que deve pressionar o real. Para 2017, as expectativas são de alguma depreciação, até porque o saldo em conta corrente deve piorar, dada a retomada da economia. Neste ano de 2016, nossa cotação de dólar prevista é de R\$ 3,20 e no ano que vem R\$ 3,40. O mercado trabalha, respectivamente, pela média, com R\$ 3,20 e R\$ 3,35 e pela mediana, com R\$ 3,21 e R\$ 3,31.

## RENTABILIDADE\* DOS TÍTULOS DISPONÍVEIS EM OUTUBRO

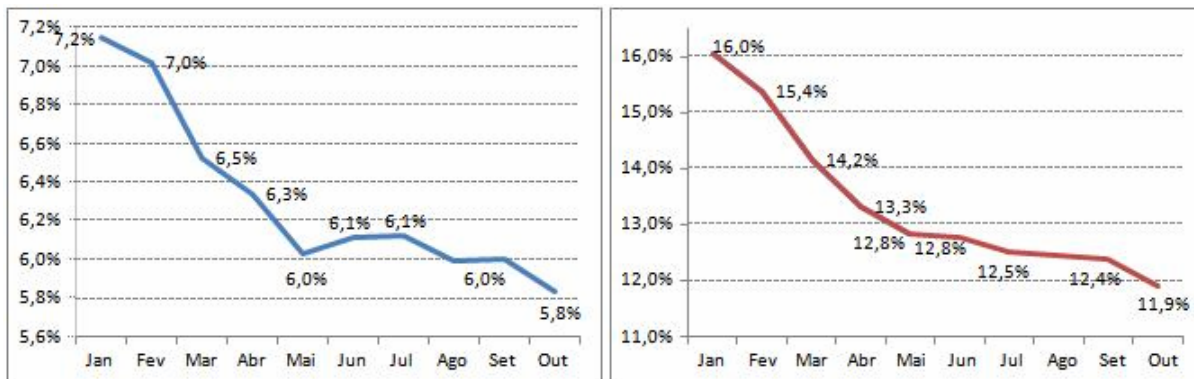
Indexados ao IPCA	Vencimento	Mês Referência	Mês Anterior	No ano	12 Meses
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2019	0,46%	1,70%	15,01%	18,51%
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/8/2024	0,37%	0,73%	24,63%	30,09%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2026	0,45%	0,88%	-	-
Tesouro IPCA+ (NTNB Princ)	15/5/2035	1,65%	0,45%	48,13%	50,35%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/5/2035	1,13%	0,48%	30,63%	33,79%
Tesouro IPCA+ JS (NTNB)	15/8/2050	1,30%	0,66%	34,11%	38,83%
<b>Prefixados</b>					
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2019	0,96%	2,14%	-	-
Tesouro Prefixado (LTN)	1/1/2023	3,82%	3,41%	-	-
Tesouro Prefixado + JS (NTNF)	1/1/2027	4,33%	3,25%	-	-
<b>Indexados à Taxa Selic (pós-fixados)</b>					
Tesouro Selic (LFT)	1/3/2021	0,89%	0,89%	11,04%	13,75%

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

Posição em 27/10/2016

A rentabilidade acumulada dos títulos de outubro foi melhor que o mês anterior. Ou seja, em sua maioria veio a acima das taxas de setembro, que foram todos os títulos com vencimento acima de 10 anos, trazendo ótima rentabilidade acumulada no ano e em doze meses.

#### TAXA MÉDIA DOS TÍTULOS ATRELADOS À INFLAÇÃO E PREFIXADOS



Já o prêmio exigido pelos investidores, em média, diminuiu em outubro, após os títulos do Tesouro IPCA (NTN-B) e do Tesouro Prefixado (LTN e NTN-F) se mantiveram estáveis de agosto para setembro. O Tesouro Selic (LFT) apresentou deságio de 0,04% (Tesouro Selic 2021), ante deságio de 0,03% em setembro.

#### TABELA DE INDICADORES DO MERCADO

Indicadores de mercado	Data	Rentabilidade		
		Mês	Ano	12 Meses
CDI	Out/16	1,05%	11,58%	14,06%
Selic Over	Out/16	1,05%	11,59%	14,08%
CDB	Out/16	0,92%	10,12%	12,50%
Poupança	Out/16	0,66%	6,88%	8,33%
TJLP	Out/16	0,60%	6,21%	7,42%
Ouro (BM&F)	Out/16	-6,83%	-4,43%	-7,66%
Dólar (Ptax)	Out/16	-2,01%	-18,53%	-17,56%
IMA-B (IPCA)	Out/16	0,64%	22,78%	25,94%
IRF-M (Prefixado)	Out/16	1,22%	20,75%	22,56%
IMA-S (Pós-fixado)	Out/16	1,04%	11,45%	13,93%

#### BALANÇO MENSAL

**Outubro** foi marcado pelos embates no Congresso em torno das medidas fiscais, em paralelo correndo a Lava-Jato. Nesta, Eduardo Cunha acabou cassado no seu mandato de deputado federal e avançaram as investigações em torno do ex-presidente Lula, assim como a delação da Odebrecht. Informações recentes, no entanto, indicam que o TSE já começa a se movimentar para separar a chapa Dilma-Temer, visando poupar o atual presidente de possível cassação. Na economia, continuamos atentos, com a confiança retornando, mas a retomada da atividade não na mesma intensidade. Sobre a política de juros, o que se tem é a possibilidade, cada vez maior, de uma redução da taxa de juros em 0,25 ponto percentual na reunião do Copom em novembro, dias 29 e 30. Foi positiva também a aprovação da "PEC do teto dos gastos", em dois turnos na Câmara, agora indo para o Senado para ser votada entre fins de novembro e a primeira quinzena de dezembro.

O horizonte vai se clareando, medida do possível, diante de um cenário político ainda muito polarizado e uma "economia de lado". Os atos de obstrução da oposição seguem acontecendo (algo previsível), mas

perderam força depois das eleições municipais e uma acachapante derrota do PT e dos “partidos satélites”. Passa-se a considerar a tese de golpe como algo totalmente superado. O problema é que, em paralelo a isso, grupos seguem tumultuando o País com protestos, ora ocupando escolas, ora universidades públicas. Em paralelo, seguimos acompanhando a Operação Lava-Jato e seus estragos sobre o mundo político e corporativo (empresárias). Expectativas se voltam também ao desdobramento da delação premiada da Odebrecht. Quem será convocado para depor? O “coração” do governo Temer será atingido?

Falando da evolução do ajuste fiscal, uma boa notícia em outubro foi a aprovação em dois turnos da PEC do teto das despesas, ambos com boa folga na Câmara, agora restando as votações no Senado. Ainda temos uma agenda pesada de reformas a começar pela da Previdência, ainda em discussão, faltando agora a negociação no Congresso. Muitos acham que esta só deve ser encaminhada para aprovação no primeiro semestre de 2017. Talvez ainda tenhamos a Reforma Trabalhista e mais à frente, depois de 2018, já num outro governo eleito, a Tributária. Importante destacar que a PEC do teto e a Reforma da Previdência estão estreitamente correlacionadas, pois o maior disciplinamento das despesas depende do comportamento dos benefícios previdenciários, em perigosa trajetória a médio prazo. Ambos aprovados, no entanto, será possível pensar na estabilização da dívida bruta entre 2019 e 2020, começando por recuar a partir daí. Lembremos que esta, de 56% em 2016, chegou agora a algo em torno de 70%, sendo provável atingir 80% no médio prazo. Será em cima deste ajuste fiscal, portanto, que o BACEN deve caminhar em paralelo, reduzindo a taxa de juros, de forma mais consistente, olhando também o comportamento da inflação, visando uma taxa de juros real mais baixa ao fim deste período (em torno de 6%). Nossa Consultoria acredita que a taxa Selic feche 2016 em 13,75%, sendo reduzida a 11,25% em 2017 e próxima a 10% em 2018.

Voltando à economia real, o que se tem é um ritmo ainda frágil de retomada, com o desempenho do PIB no terceiro trimestre devendo decepcionar, recuando algo em torno de 1%, dificilmente havendo reação no último trimestre do ano. É muito provável que tenhamos uma retração neste ano entre 3,3% e 3,5% e, pelo *carry trade*, uma retomada menor em 2017, não mais o PIB crescendo até 2%, como muitos achavam, mas algo mais próximo a 0,5%.

Importante visualizar, no entanto, como será esta retomada: se pelo lado do consumo das famílias, já que o comprometimento da renda com dívida vem recuando nos últimos meses e o juro mais baixo pode atrair novas demandas por crédito; se pelo lado dos investimentos, pensando no deslanchar do “pacote de concessões em infraestrutura”, ou pelo lado das exportações, algo difícil diante do movimento recente de valorização do real e o crescimento frágil da economia mundial.

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(eis) 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(eis). 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.