

Reinvestimento Tesouro IPCA+ 2026

Resumo estratégico

1. As taxas de juros reais estão em um patamar bem acima da média histórica e, conseqüentemente, taxas elevadas para ativos de crédito privado.
2. A estratégia de reinvestimento – venda de um título curto para se “travar” em papel mais longo – traz dois benefícios ao investidor: (i) a segurança de obter um juro real elevado por um período mais longo; e (ii) a possibilidade de maximizar ganhos de capital se a conjuntura permitir.
3. A venda antecipada do Tesouro IPCA+2026 para a execução dessa estratégia faz sentido devido ao baixo deságio na operação.
4. O risco da estratégia de reinvestimento é o aumento do risco de mercado. Dado o balanço de riscos atual, entendemos que os títulos intermediários e longos são os que mais fazem sentido para fins de reinvestimento (*duration* de 4 a 7 anos).

Contexto macroeconômico atual

O cenário macro segue adicionando novos vetores de risco para os ativos domésticos, principalmente ao sinalizar uma deterioração mais persistente da inflação brasileira, tanto em nível quanto em composição, exigindo uma postura ainda mais *hawkish* do Banco Central. A forte alta da inflação de alimentos no domicílio reflete, em grande medida, a elevação expressiva dos fertilizantes e os efeitos secundários do choque do petróleo no 1T26, com impacto sobre os custos de frete. Adicionalmente, o risco de um “Super El Niño” no segundo semestre pode manter os preços de alimentos pressionados por mais tempo.

Em tese, esse quadro poderia ser parcialmente compensado pela desinflação de componentes menos expostos a choques externos, como serviços. No entanto, isso ainda não ocorre, dado que a atividade doméstica segue mais resiliente do que o esperado para o atual nível de juros. A força da demanda no 1T26 apareceu não apenas nos dados recentes de PIB, mas também em sinais de que o 2T26 deverá continuar com mercado de trabalho aquecido, desemprego baixo e salários reais elevados. Outro ponto de atenção é o câmbio. O movimento de apreciação do real perdeu força em maio, com depreciação de cerca de 1,6% da moeda.

Ademais, a queda do petróleo e o momento mais favorável para ativos de *growth* no exterior podem reduzir o fluxo para economias mais expostas a *commodities*. Além disso, a aproximação das eleições presidenciais, em um ambiente de elevada incerteza, tende a aumentar a volatilidade cambial. A combinação entre choques de oferta externos, atividade doméstica mais resiliente e possível depreciação cambial torna a continuidade do ciclo de cortes de juros bem mais desafiadora. Nesse contexto, o Copom deve adotar um tom mais cauteloso na próxima reunião, em 17 de junho, sinalizando que o ciclo de flexibilização monetária, caso ainda haja espaço para prosseguir, pode ser interrompido para que o Comitê ganhe tempo diante de um cenário mais adverso. Em resumo, estamos menos construtivos com o risco doméstico no curto prazo, embora ainda enxerguemos prêmios relevantes nos vértices mais longos e, por isso, não tenhamos migrado para uma postura neutra em inflação. Ainda assim, do ponto de vista tático, o momento é de possível desancoragem das expectativas, postura monetária mais cautelosa e incerteza eleitoral mais elevada.

BTG Pactual
Credit Research Products

Frederico Khouri
Brasil – Banco BTG Pactual

Luís Fernando Gonçalves
Brasil – Banco BTG Pactual

Matheus Oliveira
Brasil – Banco BTG Pactual

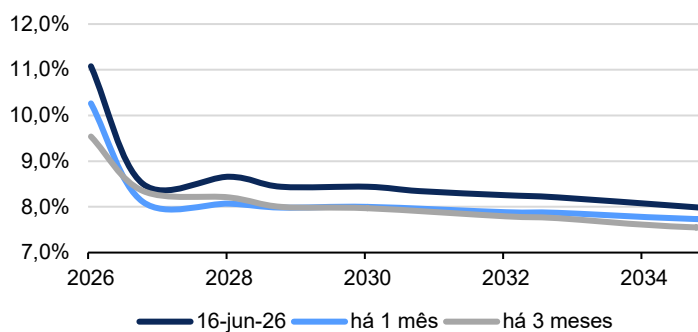
BTG Pactual – Macro Strategy

Álvaro Frasson
Brasil – Banco BTG Pactual

O que é o risco de reinvestimento?

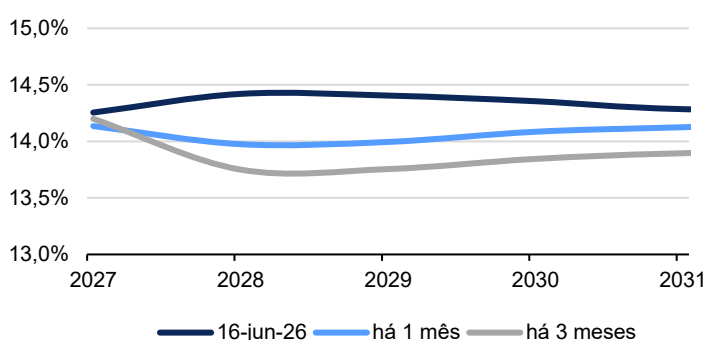
É muito comum os investidores de renda fixa falarem sobre os riscos de mercado, crédito e liquidez. No entanto, há um quarto risco que não pode ser negligenciado: o risco de reinvestimento. Para os investidores de renda fixa, o risco de reinvestimento é a impossibilidade de reinvestir o dinheiro em condições iguais ou melhores do que as atuais. Por exemplo, quando você adquire um título que paga IPCA+7,5% ao ano e, no vencimento, o mercado paga apenas IPCA+5,0% em um papel similar, não é uma tarefa trivial conseguir manter os ganhos nos níveis anteriores. Isso pode até ser possível, porém será necessário tomar mais risco (ex. baixar a régua de crédito e/ou adquirir papéis mais longos).

Curva de Tesouro IPCA+ com juros semestrais (NTN-B)



Fonte: Anbima e BTG Pactual.

Curva de DI Futuro (títulos préfixados)



Fonte: Anbima e BTG Pactual.

Por que vale a pena mitigar esse risco agora?

O cenário fiscal ainda desafiador, a incerteza eleitoral e um ciclo de corte das taxas de juros em um ritmo mais complexo, tem promovido uma abertura das taxas dos títulos médios e longos no Brasil. Os juros reais ofertados por um Tesouro IPCA+ (NTN-B) 2032, por exemplo, estão próximos de IPCA+8,0%, atingindo os maiores juros reais registrados em mais de 17 anos (sendo comparados aos patamares vistos pela última vez no final de 2008) e bem acima do juro real neutro de 5,0%. Olhando o formato atual da curva de juros e o cenário econômico, pode parecer contraintuitivo vender um título mais curto antes do vencimento para comprar um papel mais longo. No entanto, a principal vantagem de fazer esse movimento agora é mitigar o risco de reinvestimento. Ou seja, ao se “travar” em uma taxa elevada, o investidor tem dois benefícios: (i) a segurança de conseguir receber um juro real bem acima da média histórica por um período mais longo e (ii) a possibilidade de maximizar ganhos de capital quando a conjuntura permitir.

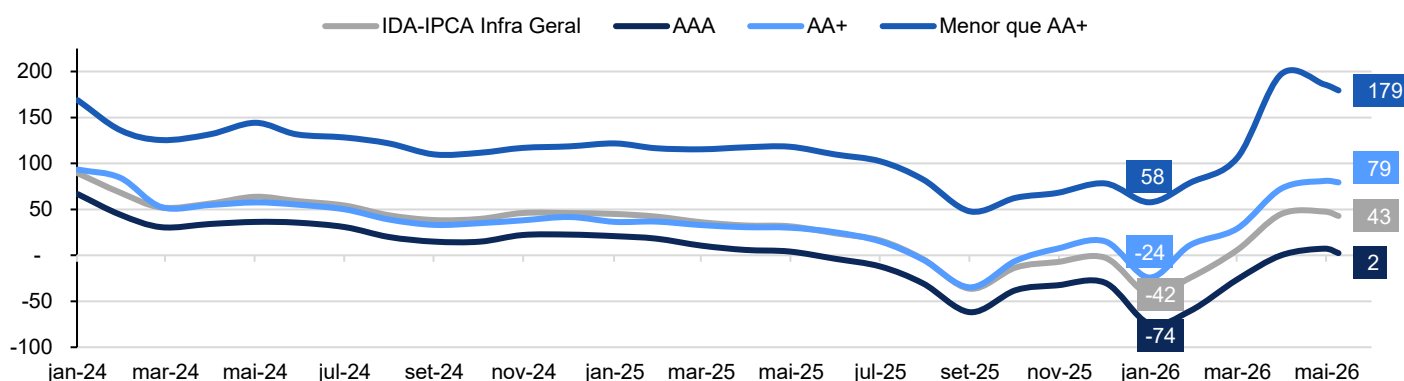
Remuneração do Tesouro IPCA+ (NTN-B) 2032



Fonte(s): Tesouro Direto e BTG Pactual.

Em nosso relatório sobre o cenário de crédito publicado em maio “Janela de oportunidade à frente” ([leia aqui](#)), mencionamos que se por um lado a sequência de eventos de crédito que estressaram o mercado nos últimos meses desencadeou um sentimento de maior aversão ao risco em ativos de crédito privado, por outro também criou uma janela de oportunidade para captura de prêmios interessantes em empresas de alta qualidade creditícia. Após uma expressiva compressão dos *spreads* no início do ano, o mercado observou uma abertura generalizada desses prêmios. Esse movimento foi impulsionado pelo elevado volume de resgates nos fundos de crédito privado e por um fluxo majoritariamente vendedor no mercado secundário, liderado pelo investidor de varejo. Como consequência, o patamar atual de *spreads* dos ativos incentivados retornou para patamares positivos.

Essa variação decorre especialmente de um fator técnico – o forte fluxo de saídas nos fundos isentos ao longo dos últimos meses – e não de uma deterioração estrutural ou de crédito em larga escala. Diante desse cenário, mesmo emissores classificados como *high grade* (AAA ou AA+), que possuem baixo risco de crédito e pertencem a setores defensivos com alta previsibilidade e resiliência (como energia e saneamento), viram seus prêmios de risco se elevar, sem que houvesse qualquer piora em suas métricas financeiras e fundamentos operacionais.

Evolução do IDA-IPCA Infraestrutura por rating – Spread over (bps)


Fonte(s): Anbima e BTG Pactual.

Sugestão de realocação

Para os investidores que possuem o título público Tesouro IPCA+ 2026, o ativo vencerá no dia 15 de agosto de 2026 e, portanto, com uma *duration* atual próxima de 0,2 anos. Dessa forma, como o vencimento do ativo está próximo e sua *duration* é mais curta, um eventual resgate antecipado nesse momento até poderia causar um leve deságio na posição do investidor – tendo em vista a recente abertura da curva de juros futuros mencionada acima – porém de baixa magnitude e com rápida capacidade de recuperação. Considerando um intervalo de títulos do Tesouro IPCA+2026 à diferentes taxas adquiridas, variando, por exemplo, entre IPCA+4,5% e IPCA+8,5%, o nível de deságio atual ficaria, aproximadamente, entre 1,0% e 0,4%, respectivamente. Tendo em vista o baixo deságio, se considerarmos a realocação em algum ativo de crédito privado como uma debênture incentivada, por exemplo, com retornos entre IPCA+7,0% e IPCA+8,75%, bem como uma inflação implícita atual próxima de 5,0% (Anbima) para um ano, seria possível obter um retorno nominal entre 12% e 14% no ano, o que recuperaria o leve deságio do resgate antecipado do título em cerca de um mês – já considerando o benefício tributário da isenção de IR para pessoa física.

Tempo de recuperação (meses) x Taxa de reinvestimento da Debênture Incentivada

		Taxa nova de entrada (Debênture Incentivada)							
		Taxas IPCA+ (%)	7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
Taxa adquirida Tesouro IPCA+2026	4,50%	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
	5,00%	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
	5,50%	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
	6,00%	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
	6,50%	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
	7,00%	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
	7,50%	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
	8,00%	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
	8,50%	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3

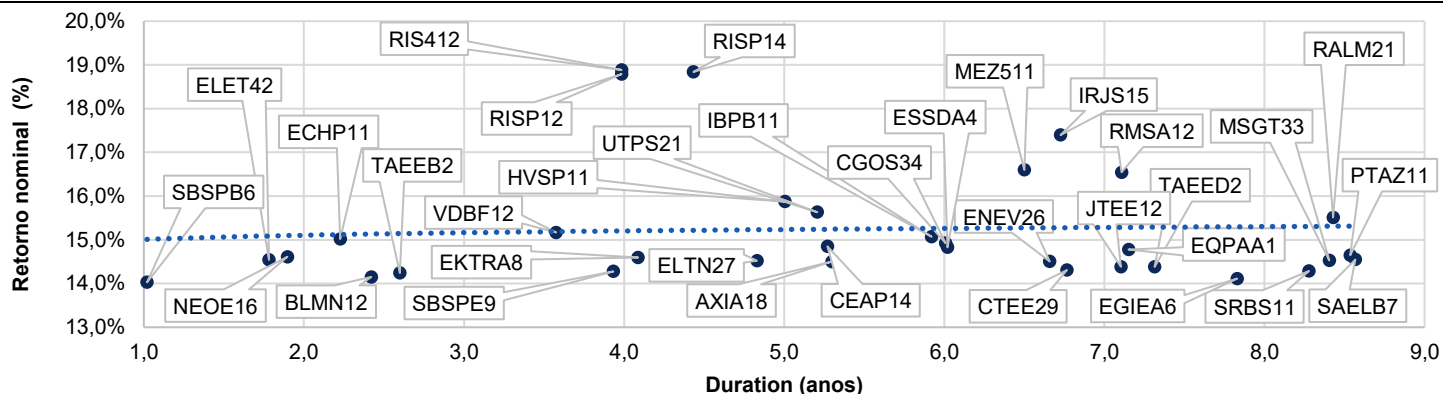
Fonte(s): Anbima (17-jun-26) e BTG Pactual

A recuperação do deságio além de ser rápida, mitigaria o risco de reinvestimento mencionado acima e manteria baixo o risco da carteira por um período mais prolongado, devido à (i) alocação em um ativo a níveis de taxa e spread atualmente favoráveis, permitindo retornos nominais relevantes; (ii) investimento em setores resilientes e mais defensivos sob a ótica de crédito (ex. energia e saneamento), especialmente em emissores *high grade*; (iii) alongamento da posição com uma nova *duration* média entre 3 e 5 anos; (iv) proteção contra a inflação, com manutenção dessa parcela da carteira atrelada ao IPCA; e (v) isenção de IR para pessoa física da debênture incentivada. Com relação especificamente ao setor de *utilities* e o motivo pela sua escolha, decorre principalmente das características favoráveis e defensivas que esse setor pode proporcionar ao investidor.

No segmento de energia (principalmente hidrelétrica), muitos ativos operam com contratos de longo prazo e corrigidos pelo IPCA, receitas reguladas ou perfil de demanda relativamente estável, o que permite boa previsibilidade de receitas. Além disso, é um setor regulado e de serviço essencial para população, o que costuma reduzir a probabilidade de ruptura abrupta de demanda ou obsolescência do negócio. Dessa forma, as companhias do setor conseguem ter maior recorrência de geração de caixa, especialmente em transmissão e distribuição, no qual o fluxo de caixa tende a ser mais previsível e contratual. Ademais, empresas do setor geralmente têm acesso frequente ao mercado de capitais, base de ativos robusta e boa capacidade de *funding*, o que auxilia na liquidez das empresas.

Já no setor de saneamento, algumas características são bem parecidas com o setor de energia e favoráveis para o crédito, como a essencialidade desse serviço para a população e, conseqüentemente, maior previsibilidade de fluxo de caixa, visto que água e esgoto são serviços com demanda estruturalmente estável, com baixa sensibilidade a ciclos econômicos mais adversos (demanda inelástica). De forma análoga ao setor de energia, o setor de saneamento também possui um arcabouço regulatório sólido, com contratos de concessão de longo prazo e revisões tarifárias e reajustadas pela inflação, assegurados e com respaldo regulatório do Marco Legal do Saneamento (Lei 14.026/20), que impõe metas de universalização até 2033. Na medida que os projetos dentro das concessões vão amadurecendo, a necessidade de investimentos reduz consideravelmente, o que conjuntamente de uma demanda estável, permite geração mais expressiva de fluxo de caixa.

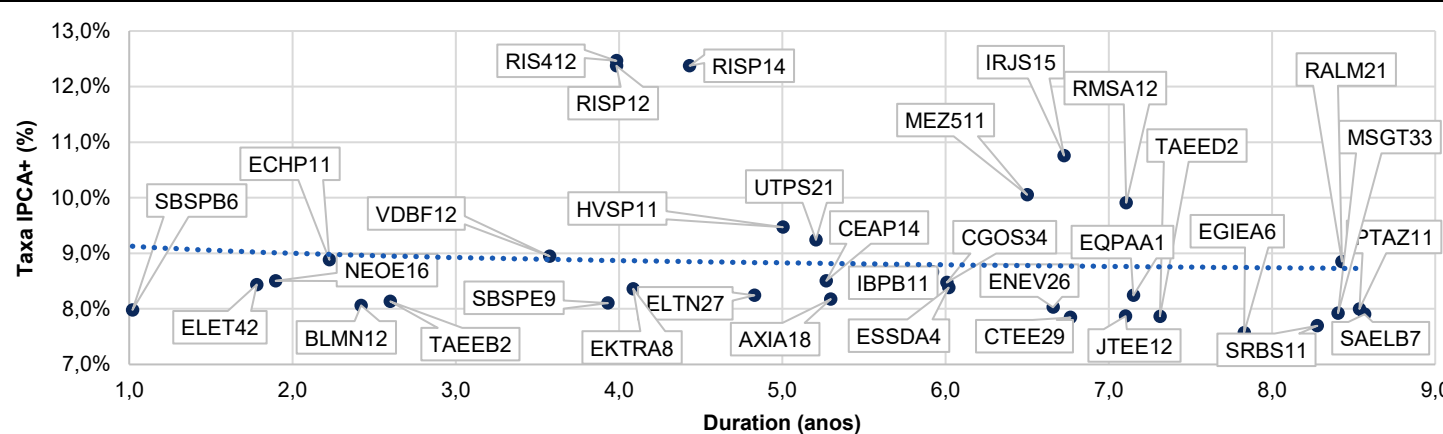
Comparativo de retorno absoluto de ativos de crédito privado do setor de utilities



Fonte(s): Anbima (17-jun-23) e BTG Pactual. Nota: Os retornos dos títulos Tesouro IPCA+ já estão líquidos da menor alíquota de IR (15%) para uma comparação mais acurada.

Usando como preferência algumas debêntures incentivadas e CRAs com ratings de crédito elevados entre AA, AA+ e AAA (baixo risco), podemos ver que a diferença de retorno absoluto anual entre ativos de crédito privado e títulos públicos é bastante expressiva. Uma vez que títulos do governo não são isentos de IR, para melhor compreensão e uma comparação mais precisa, descontamos do retorno desses três títulos do governo a menor alíquota de IR (15%), para igualar às condições de retorno dos ativos de crédito privado (já isentos de IR para pessoa física).

Comparativo de taxa IPCA+ (%) de ativos de crédito privado do setor de utilities



Fonte(s): Anbima (17-jun-23) e BTG Pactual.

Disclaimers

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de performance referem-se ao passado; performance passada não é indicador de performance futura.

Certificação

Cada analista é responsável integral ou parcialmente pelo conteúdo deste relatório de pesquisa e certifica que:

(i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;

(ii) nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para este relatório não estão registrados/qualificados como analistas de valores mobiliários na NASD e na NYSE e, portanto, não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, conseqüentemente, as receitas advém de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação brasileira e aparece em posição de destaque, sendo dele o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial deste relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no local mencionado.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias. As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos diante de seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às suas circunstâncias individuais e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A. e em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo, total ou em parte, deste relatório de investimentos certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso; e ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página e será dele o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de *disclosures* associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx