



Títulos Públicos

Estratégia de Alocação

28 de junho de 2021

Macro Research

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Arthur Mota
arthur.mota@btgpactual.com

Leonardo Paiva
leonardo.paiva@btgpactual.com

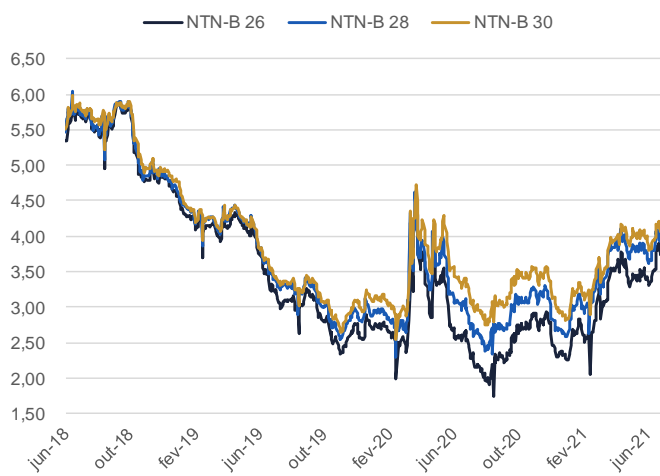
Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

NTN-B: Aceleração da inflação reforça o cenário para proteção

Call: Recomendamos a compra de NTN-B com vencimentos entre 2026 e 2030 em busca de proteção da crescente expectativa de inflação (IPCA) para os anos de 2021 e 2022, pela menor volatilidade de preço e pela posição tática favorável que estes vértices do “meio da curva” oferecem em relação aos mais longos.

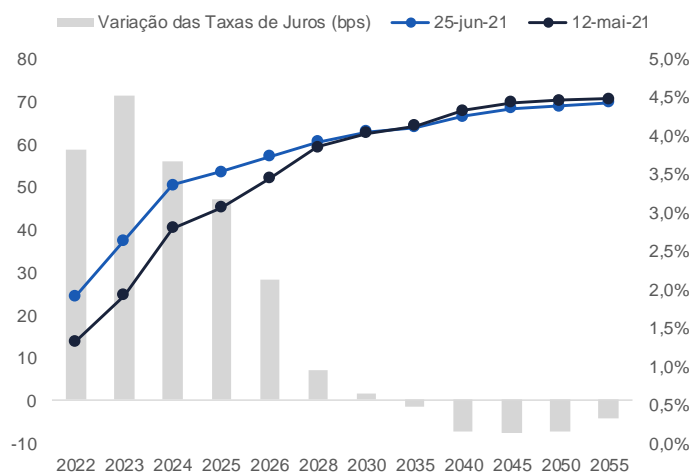
O cenário hídrico brasileiro desfavorável neste momento sustenta uma expectativa de preços de energia elétrica elevados até, pelo menos, o final deste ano. Estimamos a maior parte do período em tarifária no nível Vermelha 2 – a mais alta das bandeiras. Por sua vez, o ritmo positivo de vacinação, com as três primeiras semanas de junho apresentando um número de doses administradas acima do observado em maio, nos permite vislumbrar a reabertura da economia antes do esperado, o que pode aumentar a procura por serviços e, por consequência, repasses adicionais de custos represados. A seguir, detalhamos melhor o cenário macro e a tese de investimentos que embasa nosso *call*.

Gráfico 1: Juros Reais (2026/28/30): jun-18 até jun-21



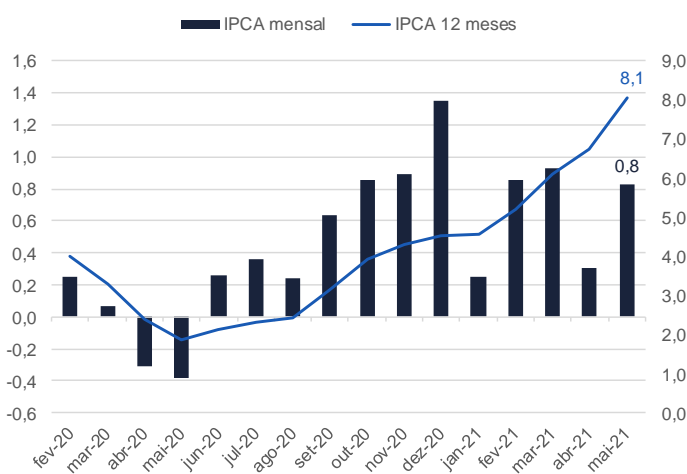
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 2: Curva de Juro Real (NTN-Bs)



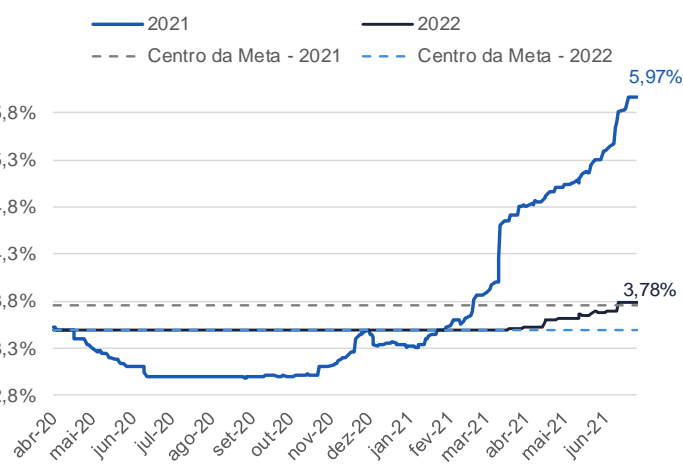
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 3: IPCA 12 meses vs IPCA Mensal



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 4: Expectativas IPCA (Boletim Focus)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Cenário Macro Brasil: em nossa análise, dois pontos fundamentam nosso *view* de que a inflação (IPCA) pode seguir pressionada até o final de 2022 – algo que parece ser reforçado nos últimos comunicados oficiais do Banco Central.

i. Cenário hídrico desfavorável:

Na apresentação da nossa recomendação em 12 de maio, ressaltamos que os custos de energia elétrica ainda eram um risco de curto prazo para o IPCA. De lá para cá, este risco se realizou e, além disso, também se tornou mais persistente, reflexo da expectativa de bandeira tarifária Vermelha 2 (mais cara) até novembro, com dezembro retornando para o patamar Vermelha 1 (ainda elevado). Dessa forma, projetamos um IPCA para o final de 2021 em 6%, com riscos de vir ainda mais elevado devido ao cenário hídrico desafiador poder ocasionar um reajuste do valor da bandeira atual.

ii. Avanço do cronograma de vacinação e intensificação da reabertura no Brasil:

O Brasil atingiu até a terceira semana de junho uma média móvel de vacinas administradas por dia acima de 1,35 milhões, o que abriria a possibilidade de proteção com a 1ª dose de todos os adultos que desejam se vacinar até o final do mês de setembro. Entendemos que a intensificação desse processo de vacinação reforçará a retomada da economia no 2S21, principalmente do setor de serviços, o que pode refletir na queda do desemprego, 3,1% acima do nível pré-pandemia, e na elevação da demanda por bens e serviços, ou seja, mais pressão sobre o nível de preços.

Vale ressaltar que nossa análise foi reforçada pelo próprio Banco Central em suas últimas aparições. **A ata do Comitê de Política Monetária do BCB da última reunião**, apresentada em 22/06, demonstrou grande preocupação dos membros da instituição quanto ao cenário inflacionário, destacando que o crescimento persistente dos preços tem se revelado acima do esperado, principalmente entre os bens industriais. Além disso, o comitê também ressaltou o (i) cenário hídrico desfavorável e (ii) o avanço da vacinação como fatores que podem levar a inflação à patamares mais elevados.

Cenário Macro Global: enquanto o cenário doméstico parece trazer maior pressão para cima para a tese de aceleração de inflação, os ventos internacionais não parecem colaborar no curto prazo para a redução desta pressão sobre o IPCA.

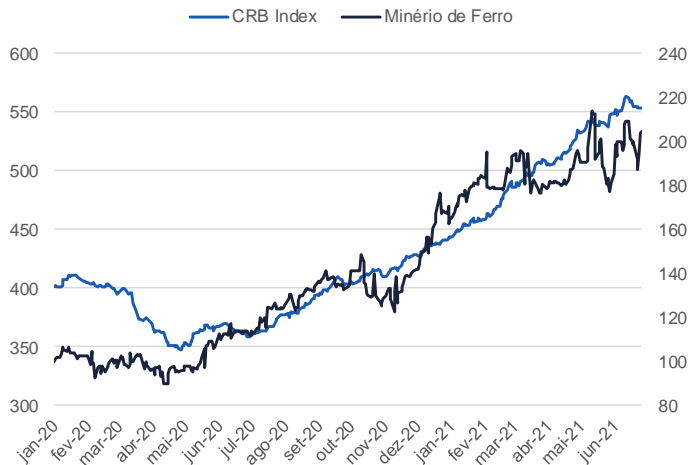
i. Crescimento global ainda sustentará preço de *commodities* em alto nível:

A despeito de uma desalececação da economia chinesa esperada para o 2S21, entendemos que o grande volume de estímulos financeiros injetados nas principais economias desenvolvidas, somado aos problemas com o fornecimento de matérias-primas, devem sustentar os preços das principais *commodities* em patamares elevados em comparação com o cenário recente. Nesse sentido, a pressão sobre preços ao produtor nos mercados globais devem permanecer, assim como no cenário observado no Brasil (gráfico 6).

ii. Discussão de política monetária do Fed pode limitar apreciação mais intensa do Real:

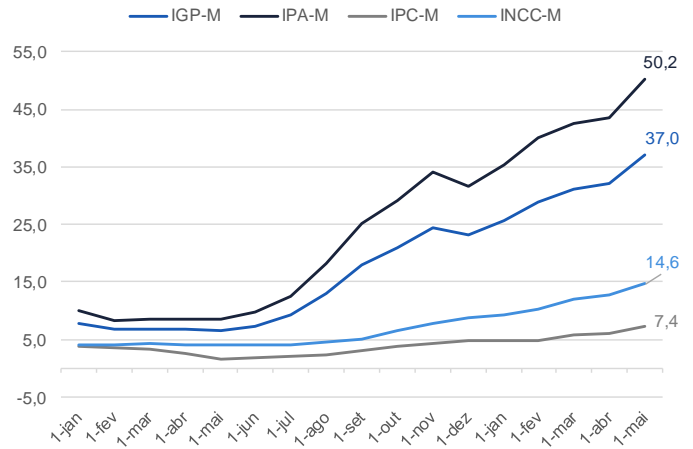
Acreditamos que a nossa moeda poderá encerrar o ano com um performance melhor que outros pares emergentes justamente pelo ciclo mais intenso de elevação da Selic, mas a discussão de mudança de política monetária por parte do Fed ao longo do próximo trimestre limita este movimento. Com isso, a inflação de bens comercializáveis pode seguir num patamar elevado nas taxas anualizadas também por conta da moeda ainda em patamar depreciado.

Gráfico 5: CRB Index vs Minério de Ferro (USD)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 6: IGP-M vs IPA vs IPC vs INCC (12 meses)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Vale ressaltar que estas premissas são reflexo de um cenário de retomada para a economia brasileira no 2º semestre de 2021 e a continuidade do baixo nível dos reservatórios das usinas hidroelétricas em boa parte do período seco. Alertamos que o *call* apresenta riscos em caso de não concretização do cenário acima. Portanto, a oportunidade de compra de títulos públicos de inflação com vencimentos em vértices intermediários é interessante para uma diversificação na carteira de renda fixa. A seguir, detalhamos a tese de investimento:

Tese de Investimento: A escolha pela NTN-B se dá por ser o título público federal que protege o investidor de movimentos de alta da inflação. A necessidade de composição da carteira com um título com essa natureza surge devido à elevação da expectativa do IPCA para os próximos meses, conforme pontos explicitados acima.

Optamos pelos vencimentos intermediários, pois gera proteção ao investidor da alta do IPCA sem a exposição ao risco de uma volatilidade de preço elevada, caso o investidor necessite de liquidez antes do vencimento. Desta forma, caso ocorra um movimento de abertura na curva de juros (alta das taxas e queda dos preços do ativo), o carregamento de um IPCA maior somado ao fator de juros prefixado do ativo, pode compensar a uma eventual marcação negativa na venda.

Desta maneira, recomendamos a compra das NTN-Bs 2026, 2028 e 2030. Na tabela abaixo, usamos como exemplo a NTN-B 2028 para a construção dos cenários da tese de investimento.

Retorno acumulado¹ para aplicação em NTN-B 2028 considerando diferentes cenários para a inflação até o final de 2021:

| TESE DE INVESTIMENTO | | NTN-B 2028 | |
|-----------------------|----------|-----------------|---|
| Cenários | Inflação | Taxa Investidor | Retorno do carregamento de 6 meses ¹ |
| 1. Focus | 5,90% | 3,65% | 7,6% |
| 2. BTG Pactual | 6,20% | | 7,7% |
| 3. Focus TOP5 | 6,30% | | 7,8% |
| 4. Cenário Pessimista | 7,00% | | 8,0% |

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

¹ O retorno acumulado representa o carregamento do título somado à inflação apresentada no período. A necessidade de venda antecipada pode gerar mudanças no percentual de retorno do investimento.

NTN-B longa: *timing* de entrada passou, cenário positivo permanece

Call: nossa recomendação para a compra de NTN-B (= Tesouro IPCA+) com vencimentos entre 2040 e 2055 feita em 24/março/21 resultou em variações nos yields dos títulos entre -09 e -14bps (tabela 1), com o vértice que enfatizamos, em 2050, com o melhor resultado dentre todos os vencimentos.

Desde a última revisão deste cenário em 12/maio/21 o risco da economia brasileira (gráfico 1), refletido no CDS Brazil 10y (indicador de risco de crédito do país), apresentou novo recuo, de 10 pontos, o que resulta em uma queda acima de 20% desde 31/março/2021, movimento ainda não refletido em mesma magnitude nas taxas das NTN-Bs. Ou seja, o cenário macroeconômico caminhou na direção favorável que projetávamos naquele momento, o que levou a valorização dos preços dos títulos² citada acima e, por consequência, em movimento positivo no investimento.

Nesse sentido, entendemos que parte da perspectiva de melhora de curto prazo para a economia brasileira já foi precificada, o que reduz, momentaneamente, a atratividade tática para a entrada nos títulos públicos com vencimentos mais longos e de maior volatilidade.

Por outro lado, seguimos acreditando na melhora estrutural da economia nacional, o que nos faz entender que a manutenção destes títulos na carteira ainda deve apresentar um retorno importante para a composição dos portfólios.

Tabela 1 – Acompanhamento das alocações sugeridas

| Período do call | Título | Variação Taxa de Juros no período em bps | Quem não tem | Quem já tem |
|-----------------|----------|--|--------------|-------------|
| 10/05 - 25/06 | NTN-B 26 | 29 | Comprar | Manter |
| 10/05 - 25/06 | NTN-B 28 | 8 | Comprar | Manter |
| 10/05 - 25/06 | NTN-B 30 | 3 | Comprar | Manter |
| 24/03 - 25/06 | NTN-B 45 | -9 | - | Manter |
| 24/03 - 25/06 | NTN-B 50 | -14 | - | Manter |
| 24/03 - 25/06 | NTN-B 55 | -10 | - | Manter |

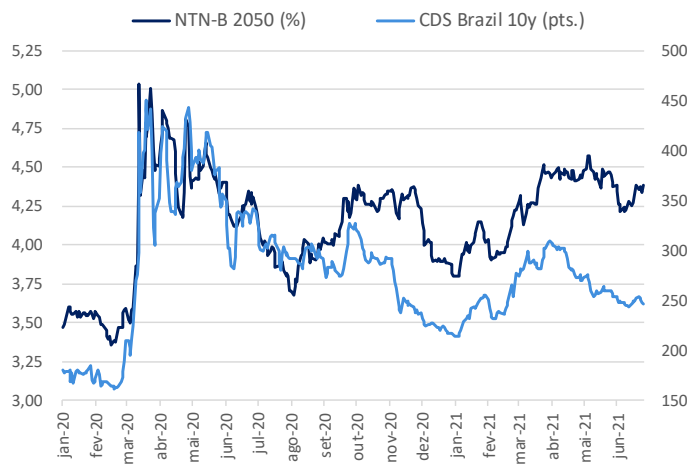
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Abaixo, elencamos os elementos que consideramos condicionantes para a melhora significativa da atratividade da economia brasileira no longo prazo:

- (i) Manutenção da trajetória de melhora nas contas públicas através da aprovação de reformas importantes, como a administrativa, por exemplo, que visa reduzir as despesas do governo no longo prazo e, conseqüentemente, aumentar a credibilidade fiscal do país;
- (ii) Aprovação de agendas políticas que tornem o ambiente de negócios no Brasil mais atrativo para investidores estrangeiros, como a reforma tributária, por exemplo, que pode reduzir a complexidade no ambiente empresarial;
- (iii) Trajetória de despesas públicas anuais condizentes com a atual regime fiscal (Teto dos Gastos), de modo a garantir uma evolução sustentável da dívida brasileira; e
- (iv) Ciclo positivo de crescimento da economia global, que beneficiará o Brasil a partir do fortalecimento das exportações, principalmente no segmento de *commodities*.

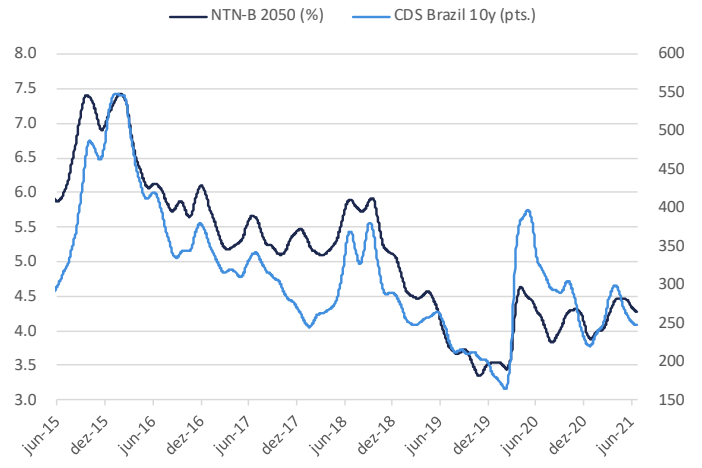
² Valorização do preço do título, queda do *yield*

Gráfico 1: Juro Real vs Risco-País: jan-20 até jun.21



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Gráfico 2: Tendência histórica: NTN-B50 vs CDS 10y



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Disclaimer

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 digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre 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 digital 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 digital 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 digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital 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 face a 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 circunstâncias individuais do destinatário 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 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 ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

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., 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, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital 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 digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e 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 desse relatório de investimentos, total ou em parte, 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. 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 deste relatório e será 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.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx