

Analisando a dinâmica do comportamento da curva de juros da economia brasileira durante os últimos meses, entendemos que se abriu uma janela de oportunidade para alocação em títulos de renda fixa com vencimentos mais longos.

A seguir, contextualizamos como esta janela foi aberta pela Covid-19, os reflexos que a incerteza e a expansão monetária provocaram tanto no mercado de fundos de renda fixa quanto na precificação das curvas de juros prefixadas e das NTN-Bs, além de identificar, ao final do relatório, em quais vencimentos residem as maiores oportunidades.

BTG Pactual Digital – Macro Research

Álvaro Frasson

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

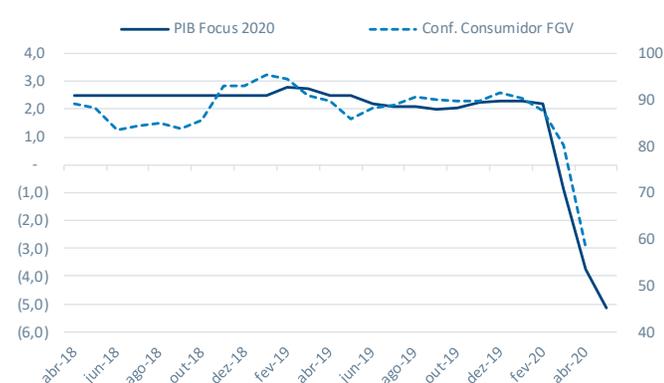
economia@btgpactual.com

Reflexos da pandemia: expansão monetária, incerteza econômica e busca por liquidez

A evolução da pandemia no Brasil promoveu uma queda brusca nas expectativas de atividade econômica em 2020. Se no início do ano a média do mercado acreditava em um crescimento de 2,3% neste ano, hoje, segundo o Relatório Focus (18.03), a perspectiva é de queda de -5,1%. Como consequência de uma atividade fraca, as expectativas de inflação também recuam para suas mínimas históricas, o que abriu espaço para uma atuação mais intensa do Banco Central do Brasil em relação à política monetária: de acordo com as últimas estimativas, a Selic deve encerrar o ano com 2,25% de taxas de juros e o IPCA em 1,59%.

Estes fortes movimentos na política monetária refletem o grau de incerteza com que as economias globais estão enfrentando neste momento. Como consequência, os últimos meses foram marcados pela preferência pela liquidez nos mercados financeiros. Especificamente em relação ao mercado de renda fixa, a conjunção de juros de curto prazo cada vez mais baixos com a elevação da incerteza econômica, promoveram resgates líquidos mais intensos nos últimos meses.

Gráfico 1: PIB Focus 2020 (%) e Confiança do Consumidor



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual digital, 2020.

Gráfico 2: Selic e IPCA Focus 2020 (% a.a.)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual digital, 2020.

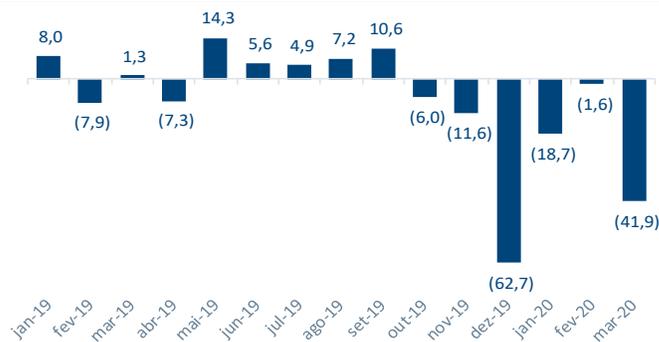
Conforme os gráficos abaixo, observamos uma forte pressão por liquidez, levando a resgates líquidos sem precedentes. A categoria Anbima de Renda Fixa de Fundos já registra sete meses consecutivos de resgates líquidos, somando R\$120,8bi somente este ano. Como consequência, o mercado secundário de debêntures em março e abril funcionou a todo vapor, atingindo um volume médio diário em abril de R\$1,3bi (vs. R\$0,68bi na média de Jan/20 e fev/20).

Gráfico 3: Captação Líquida - categoria de fundo (R\$ bi)

| Categoria ANBIMA | abr-19 | abr-20 | 4M19 | 4M20 |
|------------------|--------|--------|-------|---------|
| Renda Fixa | (7,3) | (58,6) | (5,8) | (120,8) |
| Ações | 2,5 | (0,6) | 19,3 | 44,3 |
| Multimercados | (4,5) | 13,4 | 18,2 | 9,0 |
| Cambial | (0,1) | 0,3 | (0,2) | 1,4 |
| Previdência | 1,3 | (2,8) | 11,5 | 0,3 |
| ETF | 0,1 | (2,8) | 0,7 | 6,5 |

Fonte: ANBIMA e BTG Pactual, 2020.

Gráfico 4: Captação Líquida – Fundos de Renda Fixa (R\$ bi)



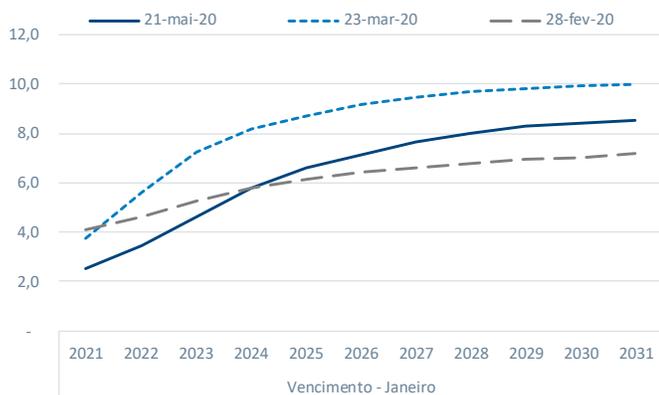
Fonte: ANBIMA e BTG Pactual, 2020.

Impacto nos juros: maior inclinação das curvas prefixadas e NTN-B

Ao passo que a expansão monetária forçada no curto prazo para reativar uma economia descendente provocou uma queda mais acentuada nos vencimentos mais curtos das curvas de juros, por outro lado a falta de clareza na condução da agenda de reformas reacende a preocupação fiscal que, associada a um ambiente político mais desafiador, promoveu uma alta nos vencimentos mais longos.

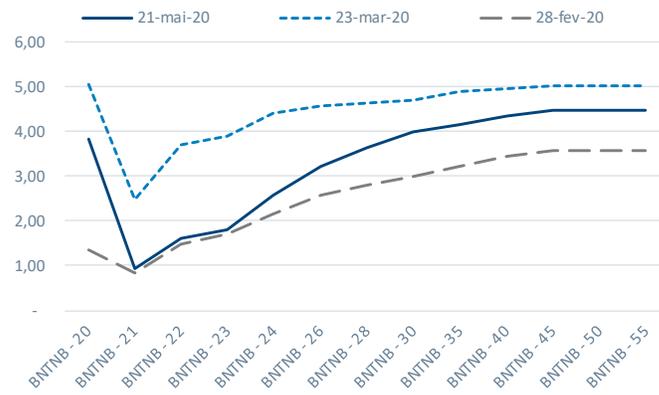
Comparando o comportamento atual da curva de juros prefixada com aquela do dia 28 de fevereiro (quando apenas um caso de covid-19 estava confirmado no país), vê-se que retornos dos vencimentos até 2023 caíram enquanto os posteriores subiram.

Gráfico 5: Curva Prefixada (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual digital, 2020.

Gráfico 6: Curva NTN-Bs (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual digital, 2020.

Oportunidades: NTN-B longa e debêntures IPCA

A medida que as atividades econômicas retornem ao “novo normal” de convívio social ao redor do mundo, entendemos que pode haver uma “desinclinação” da curva de juros no médio prazo, em um cenário de estabilidade política local e melhora nos indicadores de atividade no segundo semestre, favorecendo um retorno gradual da propensão ao risco nos mercados financeiros.

Portanto, entendemos que os retornos (*yields*) das NTN-Bs com vencimentos mais longos, a partir de 2026, podem estar oferecendo um prêmio, ou seja, na expectativa que os juros futuros de longo prazo reduzam nos próximos meses, os preços dos títulos destes vencimentos podem apresentar retornos interessantes.

Nos gráficos abaixo, mostramos os *base-points* (bps) que caíram no curto prazo, diferença entre as taxas de 21 de maio com 23 de março, e subiram no longo prazo, diferença entre as taxas de 21 de maio com 28 de fevereiro.

Gráfico 7: Fechamento nos vencimentos mais curtos

| Vencimento NTN-B | Fechamento desde 23-mar (bps) | Yield NTN-B 21-mai (%) | Yield NTN-B 23-mar (%) |
|------------------|-------------------------------|------------------------|------------------------|
| 15/08/2020 | -125 | 3,82 | 5,07 |
| 15/05/2021 | -158 | 0,91 | 2,50 |
| 15/08/2022 | -219 | 1,51 | 3,70 |
| 15/05/2023 | -211 | 1,80 | 3,92 |
| 15/08/2024 | -184 | 2,56 | 4,40 |

Fonte: Anbima e BTG Pactual digital, 2020.

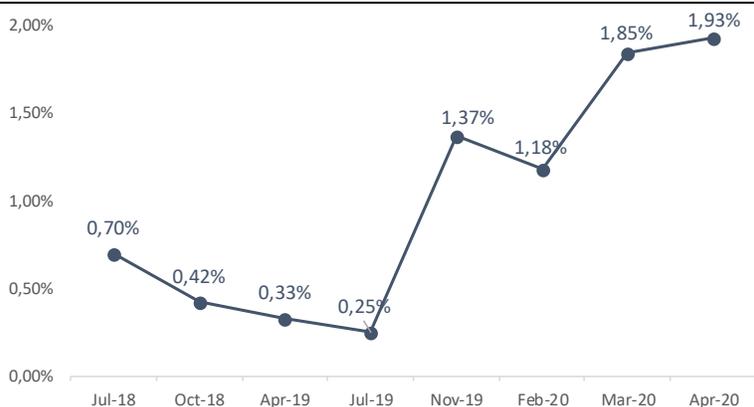
Gráfico 8: Prêmio nos vencimentos mais longos

| Vencimento NTN-B | Abertura (prêmio) desde 28-fev (bps) | Yield NTN-B 21-mai (%) | Yield NTN-B 28-fev (%) |
|------------------|--------------------------------------|------------------------|------------------------|
| 15/08/2026 | 64 | 3,21 | 2,57 |
| 15/08/2028 | 85 | 3,65 | 2,80 |
| 15/08/2030 | 97 | 3,98 | 3,01 |
| 15/05/2035 | 89 | 4,12 | 3,23 |
| 15/08/2040 | 85 | 4,31 | 3,46 |
| 15/05/2045 | 89 | 4,47 | 3,58 |
| 15/08/2050 | 88 | 4,47 | 3,59 |
| 15/05/2055 | 83 | 4,42 | 3,59 |

Fonte: Anbima e BTG Pactual digital, 2020.

Adicionalmente, para investidores que buscam retornos ainda maiores aos dos títulos públicos, recomendamos olhar o gráfico 9. Ele mostra a diferença entre os retornos das debêntures incentivadas (majoritariamente atreladas ao IPCA) *versus* os retornos das NTN-Bs. A partir do final do ano passado, observamos um *spread* crescente, podendo indicar uma oportunidade com maior potencial de retorno ajustada ao risco de crédito.

Gráfico 9: *Spread:* retornos das debêntures vs retorno médio das NTN-Bs



Fonte: Anbima e BTG Pactual digital, 2020.

Estratégia de alocação

Nossa estratégia de alocação em títulos de renda fixa, públicos e privados, com maior *duration* se baseia na premissa de que a atual inclinação da curva de juros reflete um cenário de *stress* do mercado doméstico nas últimas semanas por conta de (i) estágio mais elevado da pandemia no Brasil, (ii) preocupação fiscal com o financiamento das medidas de auxílio para combate à covid-19 e (iii) recentes trocas de ministros que elevaram a instabilidade política.

Acreditamos que estes três pontos não devem prevalecer nos próximos meses, pois (i) a curva de infecção no Brasil tende a achatar e estimular o retorno gradual das atividades locais, (ii) o fortalecimento de Paulo Guedes pelo presidente Jair Bolsonaro pode sinalizar que a agenda de reformas deve retomar a pauta em 2021 e (iii) nenhum fato concreto, até o presente momento, nos leva a crer em uma elevação da instabilidade política doméstica.

Portanto, à luz dos indicadores apresentados e dos cenários abordados, recomendamos a venda de papéis com *duration* de até 4 anos e a compra de papéis com *duration* acima de 5 anos, a fim de aproveitar os movimentos da curva de juros previamente descrita.

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