

Com direção de Renata de Almeida, Mostra de Cinema de São Paulo começa nesta sexta-feira D4



Em busca dos prêmios

Após reunião do Copom, gestores veem oportunidades em LTNs mais curtas. Para NTN-Bs, proteção contra inflação permite alongar prazos. Por **Luciana Seabra** e **Alessandra Bellotto**, de São Paulo

Não parece um bom negócio apegar-se a uma taxa prefixada no momento em que os juros sobem, mas é exatamente nisso que os gestores têm apostado. A decisão do Banco Central de elevar a Selic para 9,5%, somada à repetição do comunicado das últimas reuniões, foi vista por grande parte do mercado como um sinal de que o ritmo de alta de juros será mantido. Não seria hora então de dar preferência aos fundos DI ou de comprar LFI, títulos públicos que vão acompanhar a variação da Selic? Os gestores dizem que não.

Para os especialistas, há mais oportunidades de ganhos nas apostas prefixadas de curto prazo, o que inclui LTNs, que pagam uma taxa definida, e NTN-Bs, que rendem uma taxa prefixada mais a variação da inflação. O mesmo vale para os fundos de renda fixa e carteiras de inflação que compram esses papéis. Há até os que se arriscam a comprar papéis mais longos, mais sujeitos à política monetária americana.

Mais do que a alta de 0,5 ponto percentual, a sinalização dada pelo BC de que vai manter o ritmo de aperto monetário levou a um ajuste para cima dos juros para o curto prazo, em intensidade maior do que os de longo prazo. Foi um entendimento, portanto, de que, se o governo está disposto a elevar mais os juros em breve, não precisará subir tanto lá na frente. Para os especialistas, isso criou mais gordura nos prêmios dos títulos de menor prazo. Ou seja, os papéis embutem taxas altas demais, o que aumenta a chance de queda e, consequentemente, de valorização dos papéis. Está aí a oportunidade.

Na sexta-feira, o Tesouro Direto — programa de venda de títulos públicos pela internet — oferecia a LTN com vencimento em 2017 com ganho de 11,26% ao ano. Esse é um dos papéis preferidos de Guilherme Abbud, superintendente de investimentos em renda fixa da Western Asset. “O mercado em geral acha que durante ciclos de aumento de juros, o negócio é ficar no CDI. Nós achamos que, nesse momento, com os prêmios que existem nas curvas futuras, o negócio é ficar nos prefixados”, diz.

Essa LTN embute de forma simplificada, diz Abbud, a expectativa de que os juros serão de hoje até 2017 em média de cerca de 11%. Considerando que hoje a taxa básica é de 9,5%, pondera, isso embute a ideia de que no meio do caminho ela terá que ser de pelo menos 12%. “Não achamos que o juro vai precisar chegar a 12% no curto prazo e nem que se chegar lá vai ter que ficar por muitos anos assim”, afirma. Por isso, ele considera que há prêmio.

Ronaldo Patah, superintendente de renda fixa da área de gestão de recursos do Itaú Unibanco, também entende que há oportunidades de ganho nos prefixados de mais curto prazo, com vencimento até 2016. Para ele, ainda que o BC, ao manter o teor do comunicado na última reunião do Copom, tenha sinalizado que vai manter o ritmo de aperto monetário, com uma alta de meio ponto em novembro e a possibilidade de mais

0,25 ponto em janeiro, isso está longe de ser um consenso. E até mesmo dentro do governo.

Patah lembra que, em uma de suas últimas declarações antes da reunião do Copom, na Europa, o presidente do BC, Alexandre Tombini, disse que iria acompanhar a evolução da inflação para então definir os próximos passos da política monetária, o que fez com que boa parte dos agentes passasse a apostar em uma mudança no comunicado, abrindo espaço para uma diminuição no ritmo de alta da Selic. E isso logo depois de ele mesmo ter afirmado que o BC queria o IPCA perto do centro da meta (4,5%) já em meados de 2014 e da declaração do diretor de Política Econômica do BC, Carlos Hamilton Araújo, de que havia muito a ser feito para colocar a inflação na meta.

O ritmo de aperto, considera Patah, vai depender dos próximos dados de atividade e até de inflação que vão sair até a próxima reunião. “A chance de o BC vir com uma alta de 0,25 ponto já em novembro não é desprezível”, diz. Ele destaca ainda que os dados de atividade mostram um terceiro trimestre ainda fraco e o quarto trimestre não deve ser muito diferente. Além disso, no campo da inflação, Patah trabalha com a percepção de que o pior já passou, mesmo considerando um provável aumento dos combustíveis. O próprio dólar, que tende a continuar abaixo de R\$ 2,20, acrescenta, deve trazer menos pressão para os preços.

Isso não quer dizer que as NTN-Bs, que são corrigidas pelo IPCA, estão fora do radar. Abbud, da Western, gosta de papéis que pagam taxa a partir de 5,5%, caso dos vencimentos a partir de 2020. Nesse caso, reconhece, há o risco do cenário externo. A retirada de estímulos nos Estados Unidos pressiona para cima os juros lá e aqui. “Mas o que parece é que os juros no Brasil já correram na frente e precificaram isso”, diz.

Patah, do Itaú Unibanco, ressalta que há uma grande chance de as taxas pagas pelas NTN-Bs, especialmente mais longas, acima de 2030, caírem, favorecendo quem entrar agora. No pano de fundo, está justamente a expectativa de que o início da retirada dos estímulos da economia americana foi prorrogado para o ano que vem e um esforço que deve ser empreendido pela futura presidente do Fed, Janet Yellen, para convencer o mercado de que uma alta de juros nos EUA está longe de ocorrer, a fim de não prejudicar a recuperação da atividade. “Esse cenário pode tirar prêmio dos títulos mais longos [valorizando os preços]”, diz.

Abbud, da Western, considera interessante que os dois tipos de títulos componham a carteira, mas prefere LTNs a NTN-Bs. Isso porque os papéis prefixados só vão perder dos indexados à inflação se a variação do IPCA for superior a 6% ao ano, cenário pouco crível para o superintendente da Western Asset.

Paulo Corchaki, diretor da área de gestão de fortunas do UBS, gosta de combinar a LTN com vencimento em 2016 com a NTN-B para 2020. Ele considera que o título prefixado curto re-

flete as expectativas sobre a política monetária brasileira. Para Corchaki, mesmo diante da última alta e da expectativa de novos ajustes na taxa, há bastante prêmio nesse papel.

No caso da NTN-B, considera Corchaki, a proteção contra a inflação dá segurança para buscar vencimentos mais distantes, mas nada muito além de 2020. “Continuo achando que ainda não está no momento de alongar muito os prazos”, diz. No caso do papel com vencimento em 2020, ele considera que taxa real de 5,5% é atraente, já que enxerga um juro real de equilíbrio por volta de 4%.

O gestor responsável pelos fundos macro da Claritas Investimentos, Damont Carvalho, aguarda a ata do Comitê de Política Monetária (Copom), que será divulgada na próxima quinta-feira, para vislumbrar os próximos passos do Banco Central. “Acho que a ata pode esclarecer se o BC vai manter o passo de 0,5 ponto de alta ou se há uma brecha para um passo de 0,25”, diz. Caso o documento aponte para uma alta maior, considera, as

apostas prefixadas vão parecer menos interessantes no curto prazo. Já se o BC apontar para um ambiente menos inflacionário e, por consequência, um ritmo mais lento de alta de juros, os prêmios precificados atualmente podem cair, valorizando os papéis prefixados.

Na opinião de Carvalho, a alocação mais coerente com esse momento é nos títulos indexados à inflação. A casa ainda busca os vencimentos mais interessantes, mas tende a gostar dos intermediários, entre 2018 e 2022. Taxas superiores a 5% são, para ele, atraentes. “Por mais que o BC continue apertando os juros, acho que a maior parte disso já está precificada”, diz.

Para facilitar a decisão, Marcelo Pereira, sócio da Tag Investimentos, diz que o investidor que não é profissional, em primeiro lugar, deve se perguntar que aplicação vai proteger seu capital contra a inflação. E só então fazer a conta do ganho de capital a ser perseguido, acrescenta. “Todo mundo quer e acha que tem direito ao CDI, mas a conta que deve ser feita é que ju-

ro real [descontada a inflação] se quer”, argumenta.

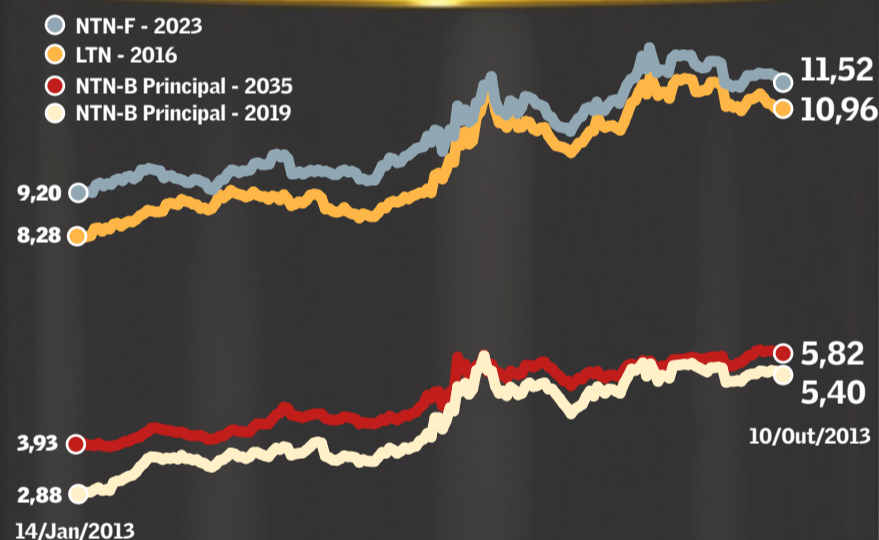
Hoje, na visão de Pereira, uma das melhores aplicações para proteger o capital contra a inflação são as NTN-Bs com prazo acima de 2020, que pagam prêmio superior a 5,5% mais inflação. “Esse é o melhor juro real do mundo, mas tem de esquecer as oscilações no meio do caminho por conta da marcação a mercado. Isso é do jogo”, alerta.

Para ele, além do juro real atrativo, a NTN-B protege contra o risco de um eventual choque de inflação, que pode levar a um ciclo maior de aperto monetário, muito mais que um título que paga apenas uma taxa prefixada. “O governo vem sendo mais leniente com o controle de preços, ele pode deixar a inflação escorregar e não subir a Selic adequadamente”, diz. Para colocar a inflação na meta, segundo ele, o mercado calcula que a taxa Selic deveria ir para 12%. Mas vale lembrar que a economia está fraca e o ano que vem é de eleição. Já o investidor mais conservador, que não quer volatilidade, pode buscar aplicações pós-fixadas.



E os prêmios?

Evolução das taxas pagas por títulos públicos prefixados e indexados à inflação disponíveis para compra no Tesouro Direto em 2013 - em %



Raio X do Tesouro Direto

Evolução da rentabilidade até 10/10/2013

	30 dias	Mês anterior	Ano	12 meses
LTN 16	1,55%	1,40%	0,62%	3,17%
NTN-F 23	2,50%	2,63%	-5,23%	-0,44%
NTN-B Principal 19	1,13%	1,31%	N/D	N/D
NTN-B Principal 35	-3,39%	-3,28%	-24,72%	-21,75%

Fonte: Tesouro Nacional