

Cenário Internacional

Desde nossa última carta, dados de atividade global têm indicado uma **desaceleração no crescimento**, o que já era **esperada**, tendo em vista o rápido crescimento nos últimos meses, a variante Delta e a normalização com menos estímulos fiscais na escala global. Além disso, vários países ao redor do mundo – incluindo Alemanha, UK, Canadá, EUA e países da América Latina – têm apresentado **inflação elevada** por conta da continuidade dos atrasos e escassez nas cadeias globais de produção, além de setores mais ligados à reabertura das economias. Dessa forma, o mercado segue vigilante com a possibilidade de um cenário de menor crescimento, menor liquidez por parte da política monetária e inflação ainda em nível elevado quando comparado com o passado. Ainda assim, os **resultados das empresas devem seguir acima da tendência pré-Covid**.

O mercado também segue atento com a **nova onda da pandemia pela variante Delta na Ásia e Oceania**, em países com menor imunidade de rebanho desenvolvida (mais eficaz que a vacina) reduzindo a expectativa de crescimento no terceiro trimestre e impactando cadeias de valor de diversos segmentos (principalmente de commodities) ao redor do mundo e, consequentemente, o fluxo de capital para emergentes. Somado à isso, o **avanço na agenda ESG da China** também contribuiu para a **correção no preço do minério de ferro**. Os **movimentos regulatórios** no país também seguem no radar, levando a redução da exposição ao país no portfolio de investidores globais.

Nos EUA, a curva de juros foi impactada (abriu) pela mudança na expectativa de mercado sobre o **anúncio do tapering**, com o FOMC reiterando em sua última ata que parte dos dirigentes avalia que a economia progrediu em direção aos objetivos do comitê envolvendo o emprego “máximo” e a estabilidade dos preços, sendo a inflação atual transitória. No entanto, dado o último resultado do payroll significativamente abaixo das estimativas, o **mercado ainda segue dividido em relação à expectativa do início do tapering** (se ocorrerá em nov/21 ou dez/21) e do ciclo de aumento da taxa básica de juros (entre 2T22, de acordo com o Consenso Bloomberg e 4T22, de acordo com Membros do FOMC).

Cenário Doméstico

No **âmbito político e fiscal do Brasil**, o foco ainda gira em torno do debate do **orçamento para 2022**, do futuro dos **precatórios** e da definição do novo valor para a **Bolsa Família**, podendo colocar em xeque o rigor fiscal do **Teto de Gastos**. Além desses pontos, vem fazendo preço também as **incertezas políticas** quanto à **Reforma Tributária e Administrativa**, agravadas com a **crise institucional**, principalmente após o feriado do 7 de setembro. O acompanhamento por parte do mercado envolvendo a temática fiscal deve continuar ao longo do mês.

O **risco de desancoragem das expectativas da inflação**, por sua vez, **continua crescendo**, puxado pelos mesmos itens – gasolina, energia e alimentos in natura – sendo os dois últimos influenciados pela escassez das chuvas e sem efeito direto da política monetária. O cenário atual do BTG Pactual para o **IPCA de 2021 é de 8,1% a.a.** (vs. 7,58% a.a. do Focus), com alguns riscos altistas envolvendo o cenário hídrico e uma probabilidade maior de uma nova ocorrência de La Niña no período úmido neste final de ano. Também vale pontuar que, quanto mais elevado for a inflação no final deste ano, menor é o espaço no teto dos gastos para destinar à novos gastos sociais. A projeção da **Selic** do banco é de **7,5% a.a. para 2021** e **8% a.a. para 2022** (vs. 7,63% a.a. e 7,75% a.a. do Focus, respectivamente).

Enquanto o fiscal e o cenário inflacionário chamam atenção, o cenário de atividade ainda segue positivo com o ritmo acelerado de vacinação, na marca de 2 milhões de doses por dia, melhorando os índices de mobilidade e mantendo o cenário de reabertura da economia.

Além disso, o fato de o Brasil já estar bem avançado na vacinação (com expectativa de 70% da população parcialmente imunizada até o final de setembro) e de ter desenvolvido imunidade de rebanho superior aos demais países avançados na vacinação nos faz acreditar que a **variante Delta terá menos efeito domesticamente**.

Apesar do **PIB** ter recuado 0,1% no 2T21, puxado pela indústria, o cenário base do BTG é de 5,3% a.a. para 2021 (vs. 5,15% a.a. do Focus) para este ano. Em 2022 a **estimativa é de crescimento de 2,2%**, suportado pela **recomposição de estoque na indústria e do volume de serviços prestados**, porém, há um **risco elevado** da política monetária e crise hídrica atuarem com **efeito contracionista** no ritmo de recuperação.

Os fatores mencionados acima justificam, em parte, a **alta recente dos juros de forma muito mais intensa que a queda na bolsa e a elevação do CDS do Brasil**; inclusive, observamos uma entrada de capital estrangeiro na bolsa brasileira ao longo desde o início de agosto, de forma paralela à retirada de risco pelos multimercados locais. Ou seja, de um lado a manutenção dos fundamentos macroeconômicos de recuperação econômica e os resultados robustos das empresas públicas seguraram a bolsa e o CDS, do outro, o risco fiscal e ruídos políticos causaram a elevação dos juros, reduzindo o desequilíbrio entre bolsa e juros presente anteriormente.

Estratégias de Alocação

Em relação às estratégias de alocação de renda fixa, acreditamos que os juros médio/longos no patamar atual, com DI futuro acima de 10% (jan/25) e 11% (jan/31), não possuem muito mais espaço para abrir, porém, dificilmente veremos mudanças no cenário político e fiscal no curto prazo suficientes para causar uma redução aos mesmos patamares de 3 meses atrás. Assim, **preferimos não ter posição em papéis prefixados, com exceção aos CDBs (cobertos pelo FGC) com vencimentos curtos (2-4 anos) pagando taxas muito acima do DI**, como temos apresentado aos nossos clientes.

Mantemos nossa preferência em **ativos pós fixado (CDI+ ou %CDI) e juro real (IPCA+)** curtos, para aproveitar a **alta dos juros** e para **proteção contra o risco de cauda da inflação**, com uma crise hídrica mais severa do que o mercado prevê. Nesta linha, destacamos o fundo **Everest High Yield**, que investe em consignados federais das forças armadas, que busca CDI+4 a 5% de retorno ao ano. Também vale mencionar o **Leste CP Brasil**, que estrutura crédito customizados para empresas de Middle Market com recebíveis de qualidade, entregando retornos superiores aos concorrentes (target de CDI+4 a 6% a.a.).

Sobre os **ativos indexados à inflação**, devido à assimetria de risco na curva longa, temos mantido alocações em ativos de **duration mais curta (entre 2 e 5 anos)**. Dentre alternativas, preferimos **LCAs de 2 e 3 anos** e as ofertas primárias recentes de **CRAs, CRIs e Debêntures à taxas atrativas e duration de até 5 anos**. O benefício desses ativos para o investidor que busca carregamento de papel é a marcação na curva (diferente das NTN-Bs, que possuem marcação à mercado), reduzindo a volatilidade do portfolio. Para aqueles que priorizam **liquidez**, gostamos principalmente dos fundos: (i) o **Vinci Valorem**, que realiza gestão ativa de uma carteira de NTN-Bs de duration curta e mantém proteção (para aproximadamente 10% do PL) com derivativos de DI e Dólar, traduzindo-se em um retorno similar e sharpe superior aos demais fundos de inflação curta; e (ii) o **ARX Elbrus FI Infra**, um fundo de gestão ativa de debêntures incentivadas com duration de 2,5-3 anos e concentração em emissores AAA e AA do setor elétrico.

Em relação à **alocação nos fundos de crédito privado livre** (sem estratégia de juros fixa), temos sugerido **redução** aos clientes com horizonte de longo prazo, uma vez que o aumento das taxas de juros, tem proporcionado ao investidor **alocações com retornos superiores aos fundos através de ofertas primárias de ativos de renda fixa**.

Passando para **renda variável**, mantemos uma **visão positiva para crescimento da economia global puxada pelos EUA** e acreditamos que exposição ao mercado de ações globais seja essencial para diversificação de portfolio aproveitamento da **reabertura das economias globais**, posição que tem se mostrado ganhadora nos últimos meses.

Dada as incertezas quanto ao tapering, gostamos da combinação de exposição a ações globais **crescimento** e de **value**, visando balanceamento do portfólio em um cenário ainda incerto com relação à inflação. Nesta linha, destacamos os fundos: **Compass Ninety One Global Franchise** (opção em USD ou BRL) e **Schroder Sustentabilidade Ações Globais** (em USD) para a parcela de **value**; e o **Morgan Stanley Global Advantage** (em USD) ou **Fundsmith Global Equities** (em USD) para a parcela de **growth**. Como alternativa aos dois últimos, é válida também a exposição direta ao índice **S&P 500** através do ETF **IVVB11** na bolsa local.

Em paralelo, vemos as **ações da bolsa brasileira negociando a múltiplos muito baixos**, o que se traduz em **oportunidade de compra**. Acreditamos que, comparado à posições de juros e câmbio, a bolsa apresenta maior possibilidade de ganhos no curto prazo caso haja uma redução do ruído político e manutenção do teto de gastos e incertezas fiscais. No entanto, temos sugerido a **redução da alocação em fundos de ações Long Only** para investir **diretamente em ações**, utilizando da expertise de research do BTG e do auxílio de nossa mesa de renda variável, e através de **produtos estruturados** ("híbridos de renda fixa e renda variável"), como forma de reduzir o risco mantendo exposição na classe de ativo.

Além disso, gostamos da alocação em **fundos de ações Long Bias**, uma vez que estes conseguem "surfar" melhor a volatilidade elevada do mercado e se proteger de uma eventual mudança de cenário de maneira mais efetiva que fundos Long Only. Nesta classe, ressaltamos a importância de se atentar aos "verdadeiros" Long Bias: aqueles que mantém sua volatilidade (risco) entre 40% e 80% da volatilidade do Ibovespa, conseguindo capturar, em média, 2/3 da alta e apresentando queda de 1/3 do Ibovespa. Dentre os fundos abertos para captação, destacamos o **Vinland Long Bias**, o **Occam Long Bias** e **Clave Total Return**, com foco em Brasil, além do **Dahlia Global Allocation**, que investe, em média, 30% em Brasil e 70% Offshore.

Com relação ao mercado de commodities, acreditamos em uma pausa no ciclo de alta generalizada, mas com manutenção dos preços em patamares elevados. Nesse sentido, gostamos do fundo **Garín Cíclico Long Bias**, o qual tem como foco rentabilizar nos diferentes ciclos de alta e de baixa simultâneos de uma cesta de commodities no mundo inteiro. Com a correção do preço recente devido ao movimento do minério de ferro, a **debênture perpétua da Vale (CVRDA6)** se tornou ainda mais atrativa e continua sendo uma boa alternativa para exposição no segmento, assim como um **hedge contra a inflação e o dólar**.

Apesar do alívio após a redução do risco de tributação dos fundos imobiliários, não temos visto muitas oportunidades de investimentos no mercado brasileiro, principalmente devido aos preços em que os ativos se encontram e à tendência de subida das taxas de juros, o que reduz a atratividade dos FIIs. Ainda assim, permanecemos com o radar ligado.

Por último, **reduzimos nossa alocação nos fundos multimercados** para aumentar a concentração maior do portfólio em ativos de renda fixa e instrumentos derivativos de renda variável. No mês, a grande maioria da indústria de multimercados sofreu com a abertura das taxas de juros, depreciação do real e queda da bolsa. Por isso, **defendemos a escolha de fundos com correlação baixa entre si**, para melhorar o índice sharpe da carteira, e que estejam alinhados com a visão do investidor. A seguir encontra-se uma tabela resumindo o posicionamento de alguns fundos macro que acompanhamos. Dentre os fundos **low vol** abertos em nosso Menu de Produtos, destacamos o **Quantitas Galápagos**, **Gávea Macro**, **SPX Nimitz** e **Vinland Macro**. Já entre os multimercados **high vol**, destacamos o Clave Macro (que só está aberto para aplicações no BTG Pactual, devendo fechar em breve), **O3 Retorno Global Qualificado**, **Quantitas Mallorca** e **Neo Provectus (long & short)**.

Alocação & Rebalanceamento



Alocação do Portfolio

	Conservador		Moderado		Sofisticado		Agressivo	
Estratégia de Ativo	Neutra	Tática	Neutra	Tática	Neutra	Tática	Neutra	Tática
Renda Fixa	80.0%	84.5%	50.0%	54.0%	40.0%	43.5%	35.0%	38.0%
RF Pós - Curto Prazo	60.0%	63.5%	25.0%	30.0%	10.0%	16.0%	5.0%	10.0%
RF Pós - Longo Prazo	3.0%	5.0%	3.0%	5.0%	3.0%	5.0%	0.0%	3.0%
RF Pré	0.0%	0.0%	5.0%	2.0%	7.0%	3.0%	7.0%	3.0%
RF Inflação	15.0%	16.0%	10.0%	12.0%	10.0%	12.0%	10.0%	12.0%
RF CP Livre	2.0%	0.0%	7.0%	5.0%	10.0%	7.5%	13.0%	10.0%
Multimercado	10.0%	7.5%	30.0%	26.0%	30.0%	26.5%	27.0%	23.5%
MM Low Vol	10.0%	7.5%	20.0%	18.0%	10.0%	9.0%	6.0%	5.0%
MM High Vol	0.0%	0.0%	10.0%	8.0%	20.0%	17.5%	21.0%	18.5%
Renda Variável	5.0%	5.0%	15.0%	17.0%	20.0%	22.0%	30.0%	33.5%
Ações Long Bias	5.0%	5.0%	10.0%	10.0%	7.0%	7.0%	7.5%	8.5%
Ações Long Only	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%
Ações Internacionais	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	3.0%	5.0%	7.5%	10.0%
Alternativos	5.0%	3.0%	5.0%	3.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%
Imobiliário	5.0%	3.0%	5.0%	3.0%	5.0%	3.0%	3.0%	0.0%
Cambial	0.0%							
Outros	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

Rebalanceamento Tático

