

Cenário Internacional

Outubro foi um mês em que a **inflação acelerou no mundo inteiro**, impactando negativamente o crescimento global e deixando o mercado vigilante, questionando a persistência de seus efeitos no próximo ano. Vários **bancos centrais reagiram reduzindo os estímulos monetários**.

Nos EUA, a economia segue com **crescimento acima do potencial**, principalmente por conta dos estímulos fiscais e monetários. O mercado precifica um crescimento de PIB de 5,7% em 2021 e 4,0% para 2022 – bem robusto quando comparado aos demais países desenvolvidos e até versus emergentes, como a China, que deve crescer abaixo de 8% neste ano e 5% no próximo. O mercado de trabalho segue aquecido, devendo apresentar redução na ociosidade nos próximos meses considerando a grande oferta de vagas e a redução do auxílio emergencial. Isso, somado à inflação persistente por conta de evolução do preço de energia, dos impactos dos custos dos atrasos nas cadeias produtivas, dos preços de habitação, saúde e salários, motivou o resultado da última reunião do FOMC (Federal Open Market Committee).

Conforme esperado, o FOMC anunciou a redução do seu programa de compra de ativos (**tapering**). O comunicado foi feito de forma leve para o mercado, reduzindo os impactos iniciais, afirmando a “expectativa” de que a inflação seja transitória, porém, com uma incerteza acima do usual, ressaltando que o FOMC está preparado caso precise agir em uma nova rodada de surpresa inflacionária e reforçando a compreensão do comitê de que não estão “atrás” da curva. Apesar da surpresa (tom mais *dovish* do que o esperado), mercado aceitou bem a notícia, mantendo o apetite ao risco no curto prazo, uma vez que, mesmo com o tapering, as taxas de juros nominal de curto e longo prazo devem continuar historicamente baixas, proporcionando um ambiente positivo para ações. Os impactos são também mais limitados que os do evento de 2013, ainda que a direção tende a ser a mesma: (i) abertura da curva de juros americana e global; (ii) fortalecimento do dólar global versus os principais pares globais e moedas emergentes frágeis; (iii) rotação de alocações em ações de empresas de crescimento para empresas de valor; (iv) recomposição do juro real ao longo dos próximos meses (fator negativo para o ouro).

Na Europa, o banco central (BCE) segue mais *dovish* com o cenário de inflação, reduzindo as expectativas na curva de juro já precificadas pelo mercado (alta 4T22). Chamou atenção do mercado a desaceleração econômica, devido a um impacto maior das restrições das cadeias produtivas, principalmente na Ásia e ao menor crescimento chinês.

Na China, o governo se posicionou afirmando que irá atuar com as necessárias restrições (como os recentes “mini shutdowns” em algumas províncias) para não deixar que a variante Delta, dentre possíveis novas variantes, causem um aumento de casos no país, o que deve continuar impactando o cenário de crescimento. Além disso, o país continua com as disfuncionalidades do setor imobiliário, junto com uma maior regulação do estado na economia/ Diferente do que ocorria em ciclos de desaceleração anteriores, o Pilitburo e o PBOC não demonstraram a intenção tradicional de estimular mais a economia, o que deve sustentar um crescimento abaixo da média histórica.

Cenário Doméstico

No Brasil, além da piora do cenário global, com desaceleração da China, quebra na cadeia de suprimentos, preços de energia mais altos e redução dos estímulos monetários globais, tivemos **parte dos nossos riscos fiscais se materializando**, com os desafios ficando ainda maiores e o ambiente doméstico se deteriorando mais intensamente do que nos meses anteriores.

Por um lado, **perdemos tração da agenda estrutural**, que envolvia as privatizações e reformas administrativa e tributária. Por outro, a criação do novo programa social e a intenção de uma renda de pelo menos R\$ 400 (bem acima do esperado pelo mercado) levantou a necessidade de espaço adicional no teto de gastos (“**contra-reforma**”). Como esse espaço não existia, houve a inclusão na PEC dos Precatórios uma mudança no cálculo do reajuste pelo IPCA que aumentaria o teto permanentemente em R\$ 50bi, que, junto ao espaço aberto pela criação do subteto dos precatórios (também de R\$ 50bi), aumentaria os gastos do governo em R\$ 1tri nos próximos 10 anos.

Mais do que o aumento dos gastos em si, o que incomodou o mercado foram as incertezas geradas e a mensagem, interpretada como uma transformação do regime fiscal, como se a cada dificuldade de cumprir o teto, nós temos a possibilidade de passar uma nova emenda constitucional com uma nova reavaliação abrindo um novo espaço. Assim, se a PEC for aprovada como está, o risco para mais afrouxamento fiscal é enorme, sendo que o nível da parte intermediária e longa da curva de juros em torno de 12% ainda está comportado e não reflete todos os riscos que temos na parte fiscal.

Esse **cenário enfraqueceu muito nosso arcabouço fiscal, sendo refletido nos preços** das ações na bolsa, na moeda e, principalmente, na curva de juros, que chegou a subir brutalmente 200bps em 2 semanas. Tivemos também um nível de desancoragem da inflação só comparável aos momentos mais desafiadores de nossa história, com a inflação implícita nas taxas das NTN-Bs acima de 6,25% em todos os vencimentos, sendo que a meta de inflação deveria convergir para 3%.

O resultado disso é um **ciclo de aumento do juro mais intenso e uma Selic terminal mais alta**. No último comunicado do COPOM, após elevar a Selic em 150bps, o comitê sinalizou outra alta de mesma magnitude para dez/21 e deixou em aberto um ritmo de ajuste ainda maior, caso o cenário para a inflação de 2022 continue se mostrando mais desafiador. A visão do BTG é de uma taxa de 9,25% ao final de 2021 e 10,50% no 1T22, permanecendo assim até o final do ano, além de uma perspectiva altista para a inflação de 2022 e 2023, assim como um câmbio mais depreciado.

A **previsão para o PIB de 2022**, por sua vez, deve continuar apresentando revisões negativa, consequência de uma trajetória de juros mais intensa, queda da confiança e contração dos investimentos. Apesar disso, existem riscos positivos, incluindo: (i) o próprio efeito positivo para o consumo do novo programa social e o auxílio temporário; (ii) recomposição de estoque de vários setores da indústria, sobretudo aqueles ligados à cadeia automotiva; (iii) investimentos públicos por parte dos governos regionais (dado o ano eleitoral), que continuam surpreendendo positivamente do ponto de vista de arrecadação e contas públicas

Estratégias de Alocação

Renda Fixa (RF)

Após mais um mês extremamente volátil em RF, nossa visão é de os **riscos de curto prazo estão mais inclinados para uma abertura da curva para o fechamento**. Assim, continuamos vendo a oportunidade do novo ciclo de alta de juros e da inflação persistentemente acima da meta através da exposição em ativos pós-fixados e indexados à inflação com duration curta (de 3 a 5 anos).

RF Pós-Fixado

Mesmo com curva PRÉ x DI já precificando uma Selic próxima de 9,75% no final deste ano e de superar 13% no próximo ano (o que naturalmente implica um grande prêmio de risco pelo mercado), o ambiente a continuidade do risco de inflação pressionada no final de 2021 e ao longo de 2022 segue deixando em aberto o nível terminal da Selic. Assim, gostamos de ativos atrelados ao CDI. Nesta linha, destacamos o fundos **Everest High Yield** e **K2**, que investem em consignados e precatórios federais de baixo risco, que busca CDI+3 a 5% e CDI+6 a 8% de retorno ao ano, respectivamente. 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.). Como alternativa para a **parcela de liquidez**, gostamos do **Angá Portfólio**, que busca entregar entre 110% e 120% do CDI com liquidez D+4.

RF Prefixado

Continuamos vendo grande prêmio de inflação, com a implícita ao longo da curva de juro prefixada apresentando prêmio acima do usual, em 5,53% e 5,66% para 3 anos e 5 anos, respectivamente. Porém, ainda existe o risco da parte “real” da taxa de juros abrir, sobretudo com os movimentos globais de taxa e riscos fiscais domésticos. Assim, seguimos com **visão mais cautelosa** para essa estratégia, devendo **alocações** serem **feitas paulatinamente**, de forma **oportunista**, dado o produto, e, sobretudo, em **vencimentos curtos** (entre 2 e 3 anos).

RF Inflação

Devido à posição da curva de juros real, gostamos dos papéis com **duration entre 3 e 5 anos**, com foco em capturar ganhos do carregamento e proteção contra inflação eventualmente maior do que o esperado. Nesta linha, enxergamos como atrativas tanto **NTN-B** com vencimento entre **2024** e **2028** quanto **emissões primárias de créditos privados** e alguns papéis no mercado secundários. Vale ressaltar que as posições devem ser pensadas para o carregamento, uma vez que uma possível abertura de juro real americana ou eventual piora do cenário fiscal brasileiro criaria um vento contrário para ganhos táticos na marcação à mercado.

Renda Variável (RV)

Nossa visão no último mês de reduzir RV Brasil e aumentar exposição em RV Internacional se mostrou assertiva. O **mercado global tem revertido a correção em setembro**, em linha com a sazonalidade positiva para os índices americanos, além de uma **temporada de resultados ainda bastante forte**, também parando de estressar por conta do ambiente chinês. No caso brasileiro, o **mercado acionário deve encontrar limitações de performance expressivas pela nova realidade dos juros**, mesmo com preços em patamares muito descontados.

RV Internacional

A temporada de resultados das empresas americanas não gerou o mesmo nível de surpresas que os trimestres anteriores, mas ainda segue bastante resiliente. Assim, **esperamos mais um mês de retornos positivos** (também reforçado pela sazonalidade), mas que pode enfrentar maior volatilidade por conta de alguns temas: (i) início da redução do programa de compra de ativos por parte do Fed; (ii) discussão dos novos pacotes fiscais, em volume mais tímido; (iii) necessidade de uma solução para o limite da dívida americana e dos gastos, cuja medida paliativa acaba em 3 de dezembro. Com este cenário de redução mais rápido nos estímulos monetários pelo Fed, preferimos exposição a **ações globais de qualidade (value)**.

Nesta linha, destacamos os fundos: **Compass Ninety One Global Franchise** (opção em USD ou BRL) e **Schroder Sustentabilidade Ações Globais** (em USD), ou então exposição direta ao índice **S&P 500** através do ETF **IVVB11** na bolsa local, mesclando ações de qualidade e crescimento. Para exposição maior a empresas europeias, o BTG disponibiliza o fundo **BNP Paribas Access Europe** (em EUR).

RV Brasil

Dos 3 principais aspectos que impactam nossa visão de alocação em bolsa – cenário macro, momento de resultados e fundamentos/Valuation – **apenas o último é positivo**. Quanto ao primeiro, está claro um ambiente de menor crescimento, inflação pressionada e ciclo de aperto monetário mais forte, exigindo um prêmio maior por parte da renda variável. Do ponto de vista de resultados, o ambiente é de revisão para baixo nos próximos meses, em resposta ao ambiente macro. Já em relação ao valuation, não há dúvida que a bolsa brasileira está muito barata e extremamente atrativas para entrada em empresas de qualidade. A questão chave é o tempo que o mercado exigirá para levar os preços de volta ao patamar “justo”.

Assim, continuamos preferindo a alocação em **FIAs Long Bias**, uma vez que estes conseguem “surfar” melhor a volatilidade elevada do mercado e se adaptar a uma eventual mudança de cenário de maneira mais efetiva que fundos Long Only. Dentre eles, destacamos o **Vinland 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.

Multimercados

Reduzimos nossa alocação nos fundos multimercados uma vez que observamos taxas cada vez mais atrativas em papéis de renda fixa, possibilitando ganhos razoáveis com menor risco e volatilidade para o cliente que busca o carregamento (marcação na curva). Ainda assim, gostamos da alocação em fundos com correlação baixa entre si para melhorar a relação risco-retorno do portfólio. Dentre os fundos abertos para captação, destacamos entre as opções *low vol* o **Gávea Macro**, **SPX Nimitz** e **Vinland Macro** e, para as opções *high vol*, o **Clave Macro**, **RPS Total Return** e **O3 Retorno Global Qualificado**.

Fundos Imobiliários

Ainda vemos espaço para a **recomposição da exposição** em FIIs após os choques negativos da Covid-19, o efeito de possível taxa de IR (que não existe mais) e a abertura da curva de juros. Parte dos riscos já foram precificados e começamos a ver fundos com valuations em patamares atrativos, sobretudo abaixo do valor patrimonial e do custo de reposição – algo não usual no médio prazo.

Outros

Com relação ao mercado de **commodities**, é importante manter diversificação entre setores e elevado nível de hedge. Para essa exposição, 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)** (em USD) voltou a se tornar atrativa, com remuneração em dólar a taxas muito acima da média comparado a outras debêntures de mesmo risco.

Também gostamos de teses relacionadas à agenda ESG e energias renováveis, como é o caso do Crédito de Carbono e Urânio – uma vez que mudanças climáticas estão colocando em cheque a capacidade das fontes renováveis tradicionais (hidráulica, solar e eólica) em fornecer energia de forma confiável, que é onde entra a energia nuclear. Para exposições a essas teses, o BTG disponibiliza os fundos **Vítreo Carbono** (em USD) e **Vítreo Urânio** (em USD).

Alocação & Rebalanceamento



Alocação do Portfolio

Estratégia de Ativo	Conservador		Moderado		Sofisticado		Agressivo	
	Neutra	Tática	Neutra	Tática	Neutra	Tática	Neutra	Tática
Renda Fixa	80.0%	86.0%	50.0%	65.5%	40.0%	55.0%	35.0%	43.5%
RF Pós - Curto Prazo	60.0%	63.0%	25.0%	32.0%	10.0%	18.0%	5.0%	11.0%
RF Pós - Longo Prazo	3.0%	7.0%	3.0%	13.0%	3.0%	13.0%	0.0%	7.5%
RF Pré	0.0%	0.0%	5.0%	2.5%	7.0%	4.0%	7.0%	4.0%
RF Inflação	15.0%	16.0%	10.0%	14.0%	10.0%	14.0%	10.0%	13.0%
RF CP Livre	2.0%	0.0%	7.0%	4.0%	10.0%	6.0%	13.0%	8.0%
Multimercado	10.0%	5.0%	30.0%	12.5%	30.0%	13.0%	27.0%	16.0%
MM Low Vol	10.0%	5.0%	20.0%	7.5%	10.0%	3.0%	6.0%	3.0%
MM High Vol	0.0%	0.0%	10.0%	5.0%	20.0%	10.0%	21.0%	13.0%
Renda Variável	5.0%	5.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	30.0%	30.0%
Ações Long Bias	5.0%	3.0%	7.5%	7.5%	6.0%	6.0%	7.5%	7.5%
Ações Long Only	0.0%	0.0%	5.0%	3.0%	8.0%	6.0%	12.5%	10.5%
Ações Internacionais	0.0%	2.0%	2.5%	4.5%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%
Alternativos	5.0%	4.0%	5.0%	7.0%	10.0%	12.0%	8.0%	10.5%
Imobiliário	5.0%	4.0%	5.0%	4.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.5%
Cambial	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Outros	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	5.0%	8.0%	5.0%	8.0%

Rebalanceamento Tático

	--	-	0	+	++
Renda Fixa					
RF Pós - Curto Prazo					
RF Pós - Longo Prazo					
RF Pré					
RF Inflação					
RF CP Livre					
Multimercado					
MM Low Vol					
MM High Vol					
Renda Variável					
Ações Long Bias					
Ações Long Only					
Ações Internacionais					
Alternativos					
Imobiliário					
Cambial					
Outros					