

Cenário Internacional

Em dezembro, apesar da nova variante de covid-19, Ômicron, ter avançado e se espalhado rapidamente, observou-se que ela é menos grave e deve impactar menos os indicadores de mobilidade, de forma geral. A inflação também segue elevada em diversas regiões evidenciando descompassos de oferta e demanda e as incertezas quanto à duração de crescimento econômico global continuam altas.

Nos EUA, diante da alta de casos da variante Ômicron, o governo optou por incentivar a vacinação e a ampliação de testagem ao invés de restrições de mobilidade, o que reduz o impacto na atividade econômica. Do lado fiscal, o pacote de infraestrutura do presidente Joe Biden encontrou bastante resistência no Senado americano, apresentando baixas chances de ser aprovado no formato atual. Ao longo do mês de dezembro, o mercado de ações teve performance positiva, auxiliado pelo usual “rali de Natal” a despeito da postura mais hawkish com inflação e alta de juros antecipada.

No entanto, foi apenas na última quarta-feira (05/jan) que o mercado percebeu a gravidade da situação, quando foi divulgada a ata do FOMC, em que, de forma inesperada, o comitê de política monetária do Fed (*Federal Reserve*) manifestou uma preocupação muito mais intensa com a inflação, mesmo pelos membros considerados mais dovish, sinalizando uma antecipação da elevação da taxa de juros e uma redução do balanço do Fed (que cresceu mais de US\$ 4 trilhões na pandemia), processo chamado de *runoff*. Segundo o FOMC, a alta de juros deverá acontecer antes do que os próprios membros esperavam e de maneira mais célere, e o *runoff* logo em seguida (no ajuste do último ciclo, o interim foi de 2 anos). Diferente de ciclos anteriores, os membros reforçaram que o estado atual é de uma economia mais forte, com inflação mais elevada e um mercado de trabalho perto do pleno emprego, que vem acompanhado de um balanço muito maior (tanto em US\$ quanto em % do PIB).

O mercado já precifica alta de juros começando em maio (totalizando 4 ao longo de 2022), mas atualmente há o risco da elevação ocorrer em março (70% de probabilidade vs. 26% há um mês). Como consequência, esperamos: (i) a manutenção do dólar mais fortalecido, que é fator inflacionário para moedas emergentes, (ii) abertura da curva de juro real; (iii) melhor performance para empresas de “valor” comparado às de “crescimento”.

Na zona do euro, continuou o forte aumento dos casos de covid-19, tanto pela variante Delta quanto Ômicron, com vários governos adotando restrições à mobilidade, mantendo os gargalos das cadeias produtivas. O que continua preocupando os investidores é o aumento do custo da energia elétrica, que afeta tanto a atividade quanto a inflação. Os setores de serviço e manufatura tem apresentado desaceleração, apesar de se manter em patamar de expansão. O Banco Central Europeu (BCE) também inicia seu processo de redução de estímulos, ainda que mais dovish se comparado a outros BCs.

Com relação à China, a economia ainda segue desacelerando, apesar das iniciativas do governo para conter alguns pontos críticos, como no setor imobiliário. As vendas de modo geral ainda continuam fracas e as regras que limitam o endividamento e alavancagem das incorporadoras devem permanecer por mais tempo. No mês, o país se deparou com surtos de covid-19 em algumas cidades, respondendo com mais bloqueios e medidas duras de isolamento. Ainda assim, tem-se notado uma melhora marginal na atividade econômica nacional, mostrando sinais de estabilização e ensaiando uma mudança de ciclo em 2022, encontrando o “fundo” de sua crise no 1T22, sobretudo com sinalizações mais positivas por parte do governo em relação aos estímulos, que devem chegar mais cedo que em ciclos anteriores, de acordo com o Ministério das Finanças. Esse cenário está em linha com a nossa visão de que a China deve seguir com uma estratégia “anticíclica”, adotando uma medida expansionista quando os EUA adotam medidas contracionistas e vice-versa, o que favorece os mercados emergentes

Cenário Doméstico

No Brasil, também tivemos um aumento dos casos de covid-19 com as festas de final de ano. Apesar de não esperarmos impactos importantes nos indicadores de mobilidade, a atividade econômica vem desapontando há algum tempo, com revisões negativas do PIB (espera-se manutenção em 2022, e não mais crescimento) e inflação elevada gerando perdas de renda real disponível e redução na demanda, contribuindo para a queda dos índices de confiança e recuo da indústria. O mercado de crédito está desacelerando e o efeito do aperto significativo de condições financeiras ainda não impactou totalmente a atividade. Além disso, esperamos um cenário desafiador pelos próximos meses e incertezas elevadas por conta do processo eleitoral em 2022.

No cenário político, tivemos ao longo do mês a aprovação do Orçamento de 2022 e da PEC dos Precatórios, que retiraram incertezas do caminho. A ausência da agenda política no final do mês também contribuiu para que a bolsa local encerrasse o mês no positivo. Com o recesso dos parlamentares em Brasília, o Congresso se mantém inativo. Por outro lado, nesta semana serão divulgadas três pesquisas de intenção de voto para presidente da República, contemplando dados de avaliação da gestão atual. Além disso, a paralisação dos servidores públicos seguirá no radar, diante da proximidade da primeira que está marcada para o próximo dia 18 de janeiro, que contará com atos públicos em frente ao Ministério da Economia e à sede do Banco Central. Falando em eleições, o mercado não deve ser afetado até meados de abril, quando, historicamente, a volatilidade (principalmente do câmbio) se eleva substancialmente em anos eleitorais.

Com relação à inflação, o BTG Pactual espera que o IPCA desacelere para 5%, impulsionado por uma menor pressão em Alimentação no Domicílio, menores reajustes nos preços dos Combustíveis, desaceleração da atividade econômica e o possível fim da bandeira de escassez hídrica antes da data prevista (abr/22). Contudo, o banco não descarta a incidência de novos choques sobre os preços no curto/médio prazo. Para 2023, a mediana das projeções dos economistas no Boletim Focus encontra-se em 3,4%, acima do centro da meta de inflação.

Do lado da taxa de juros, diante de poucas novidades, deve ser mantido na próxima reunião o tom mais hawkish adotado pelo Copom em sua última reunião e na Ata do Copom, com um aumento de 1,50 p.p., demonstrando comprometimento com a condução da Selic para patamar suficientemente contracionista para desinflacionar os preços e ancorar as expectativas de inflação, chegando em uma Selic terminal de 11,75%, de acordo com o BTG.

Estratégias de Alocação

Do lado de alocação, atualizamos nossa alocação estrutural, tendo em vista a mudança ambiente macro de longo prazo. Na alocação tática, continuamos **sobrealocados em renda fixa, subalocados em multimercados e renda variável e neutros em alternativos**.

Renda Fixa (RF)

Apesar de um mês positivo em dezembro, com fechamento de taxa e marcação a mercado positiva, o início de janeiro já devolveu esses ganhos com um movimento oposto, de abertura. O cenário de projeção de inflação do BTG inflação ainda enfrenta riscos altistas, o que também não estabelece um limite ou teto para a Selic, o que favorece um posicionamento **mais alocado em pós-fixados**, que oferece grande relação de retorno esperado e volatilidade quando comparado às demais classes de ativos, e com **alocação estrutural em inflação** (também como proteção ao cenário fiscal e desalinhamento entre oferta e demanda global ainda desafiador).

Apesar disso, acreditamos que a curva Pré x DI já esteja precificando boa parte da deterioração fiscal e um nível de dominância fiscal na casa dos 13%. Ou seja, o mercado já teria precificado o nível limite do aumento de juros que o BC poderia realizar, uma vez que, a partir disso, as chances de causar uma piora do fiscal com o aumento do custo da dívida e, conseqüentemente, inflação seriam substanciais, entrando em um ciclo vicioso. Dessa forma, gostamos de **alocações oportunistas em prefixados** também.

RF Pós-Fixado

Tendo em vista o risco altista da curva de juros e preocupação com a temática fiscal (envolvendo servidores públicos) ainda no radar, gostamos de ativos atrelados ao CDI de curto prazo (**até 3 anos**). Para a **parcela de curto prazo**, além do CDB de Liquidez Diária, destacamos os fundos **Angá Portfólio**, que busca entregar entre 110% e 120% do CDI com liquidez D+4. Para a **parcela com horizonte acima de 1 ano**, destacamos o fundos **Everest High Yield**, que investe majoritariamente em consignados federais das Forças Armadas de baixo risco, buscando CDI+4 a 5% e CDI+6 e 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.).

RF Prefixado

Continuamos vendo muita volatilidade na curva de juros nominal, porém sem muito driver para redução significativa das taxas, e ao mesmo tempo com o mercado aparentemente tendo testado um limite superior. Como temos comentado nas cartas anteriores, continuamos vendo grande prêmio da parcela de inflação implícita, apresentando prêmio muito acima do usual. Dessa forma, apesar de não podermos subestimar a capacidade do Brasil de se autossabotar, temos visto alguns produtos atrativos com cobertura do FGC (Fundo Garantidor de Crédito) com taxas acima de 11% a.a. Assim, gostamos de alocações em prefixados, devendo as alocações serem feitas **paulatinamente e de forma oportunista**, sobretudo em **vencimentos curtos, entre 2 e 5 anos (mantendo a média entre 2 e 3 anos)**.

RF Inflação

Continuamos gostando de papéis atrelados ao IPCA como proteção a uma eventual piora do cenário inflacionário e abertura recente das taxas de juro real. Devido à posição da curva de juros, os papéis com **duration entre 2,5 e 5,5 anos (mantendo a média em até 4,5 anos)** apresentam a melhor relação risco x retorno, com foco em capturar ganhos com carregos (e não trading). Nesta linha, enxergamos como atrativas tanto NTN-B com **vencimento entre 2024 e 2028** quanto emissões primárias de crédito privado e alguns papéis no mercado secundários. pressionado no ano, bem como o juro real americano abrindo, devem sustentar um patamar favorável para ponto de entrada.

Renda Variável (RV)

Diante do novo cenário macroeconômico de maior aperto monetário global ao longo de 2022 e manutenção das incertezas fiscais e relacionadas à inflação e crescimento global, além da aproximação da agenda eleitoral, **reduzimos o percentual de alocação em renda variável, tanto local quanto internacional**. Ainda assim, devido à maior volatilidade do mercado brasileiro, eventual aumento antecipado de juros americanos e a provável mudança de postura do governo chinês, **empresas de value e ligadas à commodities devem performar melhor**.

RV Internacional

As estratégias de ações no mundo todo devem continuar navegando em mares turbulentos ao longo do primeiro semestre de 2022, com a política monetária dos EUA mais restritiva do que o antecipado. A China, por sua vez, pode apresentar uma surpresa negativa, porém, no momento, o mercado segue com alocação neutra no país. Tendo em vista isso, preferimos empresas de *value* (setor financeiro, consumo cíclico e industrial) e ligadas a *commodities* e/ou teses estruturais como energia renovável. Nesse sentido, reforçamos alocações nos fundos **Compass Ninety One Global Franchise** (disponível em USD e BRL) e o **Schroder Sustentabilidade Ações Globais** (USD) e **IVVB11** (S&P 500, em USD), que possui um balanceamento entre empresas de *value* e *growth*, ou em **BDRs** de empresas com perfil citado acima.

RV Brasil

O ambiente de **renda variável local continua bastante incerto**. É certo que a bolsa está historicamente “barata” quando se olha múltiplos como P/E (price-earnings) e que a situação fiscal do Brasil “está ok”. No entanto, o que está (e deve continuar) pesando nos preços dos ativos é: **(i)** a incerteza quanto ao “E” do P/E, ou seja, se de fato o lucro projetado das empresas está correto e não sofrerá mais com aumento das taxas de juros e desaceleração (e possível recessão) do PIB; **(ii)** se o governo federal (independente de quem ganhar as eleições) não se aprofundará ainda mais em políticas fiscais expansionistas (incluindo o rompimento definitivo do teto de gastos) de forma a deteriorar as contas públicas e impulsionar ainda mais a inflação; e **(iii)** se as medidas econômicas restritivas dos EUA (especialmente o aumento do juro americano) não causarão um movimento global de aversão a risco, impactando severamente os mercados emergentes.

Como não há consenso no mercado, esses riscos não estão 100% precificados. Ao nosso ver, esse cenário pede **maior cautela nas alocações**, devendo ser concentradas em **empresas mais defensivas e líderes em seus setores e ligadas ao setor de commodities**. Prezamos também por empresas com menor sensibilidade às mudanças do cenário de juro local e que sejam boas pagadoras de dividendos, adicionando uma renda passiva ao portfólio com menor volatilidade.

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, Clave Total Return e Dahlia Total Return**.

Multimercados

Já os fundos multimercados **devem seguir performando bem** com estratégias focadas no fortalecimento do dólar global e abertura das curvas de juros nos demais emergentes (ex-China) e países desenvolvidos. Ainda assim, seguimos **subalocados devido ao maior peso de renda fixa no portfólio**. 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, Occam Retorno Absoluto, Vinland Macro** e **SPX Nimitz** e, para as opções *high vol*, o **Clave Alpha Macro, Kapitalo K10** e **Daemon Nous Global** (quantitativo).

Fundos Imobiliários

Ainda vemos **espaço para a recomposição (de forma conservadora)** da exposição em FIIs após os choques negativos de covid-19. Parte dos riscos já foram precificados e começamos a ver fundos com valuations em patamares atrativos para composição de portfólio, sobretudo abaixo do valor patrimonial e do custo de reposição – algo não usual no médio prazo.

Em média, os fundos cederam 30% nos últimos 12 meses, pagando hoje dividendos de 10% a.a. isento de IR, o que equivaleria algo como 11,50% ao ano bruto. Tendo dito isso, os FIIs não devem apresentar apreciação significativa das cotas enquanto o mercado não possuir clareza quanto ao final do ciclo de aumento da Selic.

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).

Por último, acreditamos que faz sentido para perfis sofisticados e agressivos exposição ao segmento de criptomoedas, e seguimos positivos com o **Ethereum** (através dos ETFs QETH11 e ETHE11), uma vez que este possui aplicações que vão muito além do simples uso transacional de moeda oferecido pelo **Bitcoin** – o qual enfrentará barreiras relevantes com a ascensão das CBDCs (Central Bank Digital Currencies), uma vez que diversos países no mundo já iniciaram desenvolvimento de suas próprias moedas digitais para buscar uma maior regulação desse tipo de ativo. O Ethereum também deve se beneficiar com a ascensão da tecnologia do **Metaverso**, já que o ETH oferece infraestrutura utilizada na criação de NFTs e smart contracts. No entanto, devido à alta correlação recente com as ações de tecnologia globais, que devem sofrer com a política monetária mais restritiva dos EUA, e devido aos indicadores técnicos das principais moedas e a alta volatilidade da classe de ativo, **acreditamos que não é o melhor momento para realizar aportes nessa estratégia, mas, sim, reduzir o risco do portfólio.**



Alocação & Rebalanceamento



Alocação do Portfolio

Estratégia de Ativo	Conservador		Moderado		Sofisticado		Agressivo	
	Neutra	Tática	Neutra	Tática	Neutra	Tática	Neutra	Tática
Renda Fixa	85.0%	90.5%	64.0%	74.0%	48.0%	61.0%	37.0%	51.5%
RF Pós - Curto Prazo	55.0%	57.5%	25.0%	33.5%	12.5%	23.0%	6.0%	16.5%
RF Pós - Longo Prazo	10.0%	11.0%	8.5%	11.0%	7.0%	10.0%	5.0%	8.5%
RF Pré	5.0%	7.0%	12.5%	14.0%	11.0%	13.0%	10.0%	13.0%
RF Inflação	15.0%	15.0%	13.0%	13.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%
RF CP Livre	0.0%	0.0%	5.0%	2.5%	5.5%	3.0%	6.0%	3.5%
Multimercado	7.0%	5.0%	15.0%	12.5%	25.0%	20.5%	25.0%	22.5%
MM Low Vol	7.0%	5.0%	10.0%	7.5%	10.0%	7.5%	5.0%	5.0%
MM High Vol	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	15.0%	13.0%	20.0%	17.5%
Renda Variável	5.0%	2.5%	15.5%	9.0%	20.0%	12.0%	30.0%	18.0%
Ações Long Bias	5.0%	2.5%	7.5%	5.0%	6.0%	4.0%	8.0%	6.0%
Ações Long Only	0.0%	0.0%	4.0%	2.0%	7.0%	4.0%	11.0%	6.0%
Ações Internacionais	0.0%	0.0%	4.0%	2.0%	7.0%	4.0%	11.0%	6.0%
Alternativos	3.0%	2.0%	5.5%	4.5%	7.0%	6.5%	8.0%	8.0%
Imobiliário	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%
Outros	0.0%	0.0%	2.5%	2.5%	4.0%	4.5%	5.0%	6.0%

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					
Outros					

Disclaimer - O conteúdo desse material 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 da B.Side Investimentos. O conteúdo desse material foi 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 a B.Side Investimentos não tem qualquer controle. As informações desse material refletem as condições mercadológicas na sua respectiva data de divulgação, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões.

As informações contidas nesta apresentação são meramente informativas e não podem ser consideradas como recomendação de investimento ou única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos, face aos seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco ("Suitability"). RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. Assim, não é possível prever o desempenho futuro de um investimento a partir da variação de seu valor de mercado no passado. A B.Side não assume que os investidores vão obter lucros, nem se responsabiliza pelas perdas.