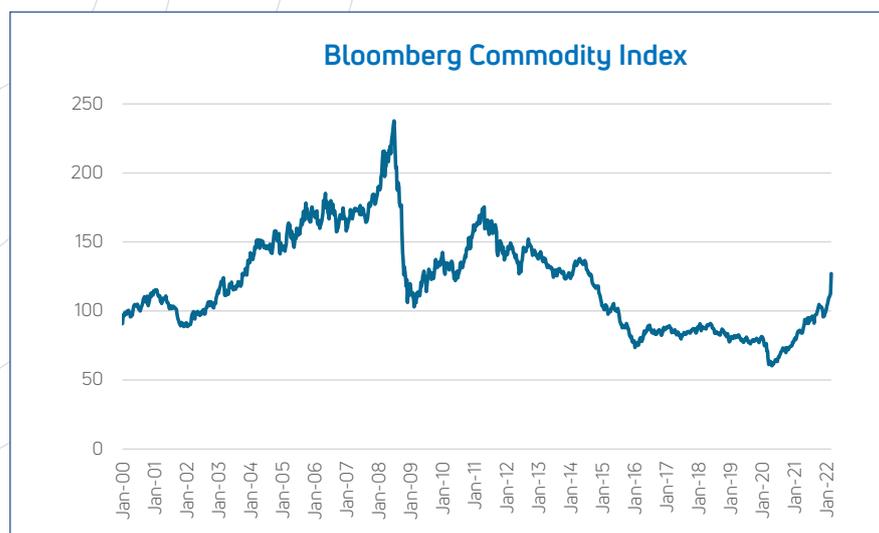


Commodities, Guerra e Política Monetária

Se existe uma classe de ativos que reflete bem os impactos do que estamos vivenciando no mundo hoje, essa classe de ativos são as *commodities*. Os movimentos de preços e as reações do mercado dizem tudo: o Bloomberg *Commodity Index*, que acompanha o preço de um grupo amplo de *commodities*, já registra alta de 28,1% neste ano e de 48,0% nos últimos 12 meses. Em termos relativos, este índice tem evidentemente desempenhado melhor que as bolsas e a renda fixa globais. Em cartas anteriores, já elaboramos alguns dos temas que vem nos atraindo cada vez mais para esta classe de ativos. Nesta carta, vamos recapitular alguns dos pontos mais relevantes mencionados anteriormente, e elaborar um pouco sobre o impacto que a invasão da Ucrânia pela Rússia está tendo e deverá ter ao longo do tempo sobre as *commodities*. Além disso, vamos tentar elencar as principais consequências deste novo choque para a condução de política monetária dos principais bancos centrais do mundo.



Fonte: Bloomberg

Mesmo antes do conflito atual no Leste Europeu, as *commodities* já vinham nos atraindo como estratégia de investimento, em função de três motivos principais:

- (1) O primeiro é a inflação alta, fruto, de um lado, dos estímulos fiscal e monetário sem precedentes realizados pelos governos e bancos centrais dos países desenvolvidos, e, do outro, do comprometimento das cadeias produtivas globais. Com uma taxa de inflação historicamente elevada, é natural que os investidores busquem se proteger em ativos reais, dos quais as *commodities* são um dos principais representantes;
- (2) Em segundo lugar, pode-se mencionar o surgimento de objetivos audaciosos em termos da descarbonização do mundo, o que eleva de forma substancial a demanda por certas *commodities*, principalmente por aquelas mais ligadas à eletrificação do mundo e à energia limpa; e
- (3) O terceiro diz respeito ao baixo nível de investimento observado no setor ao longo da última década, em função de preços muito baixos. Tal condição praticamente garante uma resposta muito lenta do lado da oferta em reação ao aumento relevante da demanda gerada pelos dois primeiros pontos. Para se ter uma ideia da dimensão do subinvestimento em capacidade no setor produtor de *commodities*, 2021 foi o primeiro ano desde 1988 em que as companhias produtoras de energia investiram menos que sua despesa com depreciação¹.

Esses fatores em conjunto já seriam mais que suficientes para se concluir que os preços das *commodities* deveriam subir. Agora, com as severas sanções impostas à Rússia pelo Ocidente como resposta à invasão da Ucrânia, podemos adicionar ainda um fator geopolítico importante na equação. Pode-se argumentar, inclusive, que as *commodities* são um dos principais mecanismos de transmissão do impacto macroeconômico do conflito bélico para o resto do mundo, junto com o aperto de condições financeiras. Isso ocorre ao pressionar a inflação global ainda mais para cima, ao mesmo tempo em que se gera um choque negativo de renda disponível e crescimento, com implicações importantes para a condução de política monetária dos principais países do mundo, como veremos mais adiante.

1. Fonte: Financial Times (The best bet for the 2020s is short tech, long commodities). Ruchir Sharma, 28 de fevereiro de 2022

Por que o impacto da guerra para esta classe de ativos é tão expressivo? O principal motivo é porque a Rússia (assim como a Ucrânia em menor grau) é um país exportador de algumas *commodities* importantes para a economia global; a principal delas é o petróleo. A Rússia é responsável por 11% da produção global de petróleo, 17% de gás natural, 43% de paládio, 20% de potassa (insumo de fertilizante), 13% de níquel, e 11% de trigo², apenas para mencionar algumas. São percentagens não desprezíveis. Vale mencionar que ainda não vimos sanções direcionadas diretamente à venda de *commodities*, mas a possibilidade de isso eventualmente ocorrer permanece.

Com o advento da guerra, a incerteza em relação à disponibilidade de oferta de muitas dessas *commodities* aumenta de maneira considerável. Além disso, muitos países podem se sentir obrigados a acelerar ainda mais sua transição para uma matriz energética mais limpa, e que não dependa completamente das exportações russas – em especial os países da Europa. Por fim, a incerteza de oferta deverá levar alguns países a estocarem algumas *commodities* essenciais, como temos visto a China fazer. Curiosamente, como podemos ver, o impacto não vem somente do lado da oferta, mas pode até aumentar a demanda por algumas delas.

Em suma, a guerra no Leste Europeu cria um tipo de prêmio geopolítico para muitas das *commodities* mais importantes do mundo. Com o pano de fundo já garantindo uma escassez relevante de muitas *commodities*, a adição desse prêmio geopolítico praticamente garante o choque de preço, que parece já ter começado. Nossas posições compradas em *commodities* são reflexo de todos esses fatores.

O impacto desse quadro para os bancos centrais e para a condução de política monetária não é nada trivial. Em situações de choque de preço de qualquer bem ou serviço, existem duas possibilidades para se chegar à uma solução, uma positiva e outra negativa: a positiva ocorre quando a oferta aumenta e os preços se reequilibram, enquanto a negativa se dá com uma queda da demanda em função dos altos preços. Dado que a oferta no caso atual não tem como responder de

2. Fonte: Goldman Sachs

forma efetiva – tanto pelo baixo nível de investimento em capacidade realizado na última década como pelas sanções impostas à Rússia – , sobra como única opção a destruição de demanda. Em outras palavras, o efeito do que estamos vendo no mundo das *commodities* é contracionista, além, e claro, inflacionário. Para os bancos centrais, é o pior dos mundos, pois coloca em conflito a estabilidade de preços com o crescimento e o emprego.

Como cada banco central irá responder deverá depender do quão sensíveis suas respectivas economias são ao choque em questão. A Europa, região muito afetada pelo choque do preço do gás natural e com relações comerciais mais estreitas com a Rússia, irá sofrer mais os efeitos estagflacionários deste choque. Não surpreendentemente, membros do Banco Central Europeu já vem dando indícios de que a incerteza vigente justificaria um atraso nos planos de aperto monetário que vinham traçando. Para o *Federal Reserve – FED* a situação parece ser um pouco mais favorável, uma vez que o choque nos Estados Unidos, apesar de existente, é menos impactante que na Europa. As falas dos membros do FOMC também refletem essa realidade, ao seguirem enfatizando sua determinação em conter o processo inflacionário no país e a dar início ao processo de normalização dos juros em março. A performance da moeda europeia *vis-à-vis* ao Dólar Americano desde a invasão russa é consequência clara desta diferença de postura dos dois bancos centrais. E, por fim, a reação dos bancos centrais dos países emergentes irá depender da estrutura de sua balança comercial e do estágio que estão no ciclo de alta de juros. Os bancos centrais de países exportadores de *commodities*, e que estão avançados em seu ciclo de contração monetária, poderão ser menos agressivos no combate à inflação. Apesar de tais considerações, o alto grau de incerteza enfrentada pelos bancos centrais deverá permanecer enquanto o conflito no Leste Europeu continuar.

3. Federal Open Market Committee, órgão do Federal Reserve – FED responsável pela condução de política monetária.

Gestão e Posicionamento

Iniciamos o mês de fevereiro acreditando que haveria uma janela de “tranquilidade” para os ativos de risco. Apoiamo-nos no fato de que a primeira alta de juros do *Federal Reserve* – FED – seria, provavelmente, apenas em março e o mercado parecia já precificar o início do ciclo de maneira razoável. Adicionalmente, as bolsas americanas já haviam caído bastante em janeiro, condição que poderia permitir que uma descompressão no mercado ocorresse em função de nível de preço.

De maneira mais estrutural, seguimos acreditando que os bancos centrais ainda tem muito trabalho pela frente para conseguirem desinflacionar a economia global. Com exceção ao banco central chinês, todos os bancos centrais do chamado G7 ou precisam apertar mais as condições financeiras ou ainda precisam começar esse processo, como o *Federal Reserve* – FED e o Banco Central Europeu. A inflação alta deve continuar trazendo desafios importantes que, para serem revertidos, vão necessariamente resultar em juros mais altos e crescimento mais baixo.

Ao mesmo tempo, observamos resquícios importantes ainda dos ciclos de estímulo fiscal pandêmico em vários países do mundo. Preocupa-nos a pressão política que as sociedades dos países desenvolvidos estão começando a exercer para defender os seus custos de vida e os subsídios que estão sendo (e ainda serão) oferecidos pelos governos ao redor do mundo para se manterem politicamente viáveis.

Acreditamos que o ciclo de alta das *commodities*, que se iniciou no ano passado, perdurará e a guerra no Leste Europeu está colocando um holofote muito grande em um problema de oferta limitada *versus* uma demanda em aceleração. A alta do preço destes produtos comercializáveis – como comida e energia –, na nossa opinião, pode resultar em guerras cambiais reversas.

Em síntese, governos pressionados por alta no custo de vida geral dos seus países devem começar a se interessar por apreciação cambial como uma ferramenta contra as pressões dos preços internacionais. Os países com melhores posições para iniciar o referido processo são os que produzem e exportam *commodities*, sendo que, aqueles países que ampliem o seu diferencial de juro mais rápido contra moedas como Euro, Dólar e Iene, devem se beneficiar ainda mais.

No Brasil, acreditamos que os fluxos de estrangeiros para bolsa e renda fixa brasileira devem seguir. O posicionamento técnico de Brasil em um contexto global ainda segue extremamente sub-alocado. A pauta de exportação brasileira e o diferencial de juro em expansão devem seguir trazendo fluxos em um momento que o governo tende a preferir uma moeda mais apreciada para conter a pressão na alta das commodities internacionais.

Renda Fixa

Na renda fixa local, acreditamos que o Banco Central do Brasil será obrigado a manter a taxa de juro elevada por mais tempo em função dos choques atuais. Devemos chegar no pico da SELIC no início do 2º trimestre deste ano, mas ainda deve haver muita incerteza em relação ao eventual ciclo de queda dado que é esperado que a inflação comece a ceder mais no final deste ano.

Commodities

Por todos os fatores descritos acima estamos posicionados nos beneficiando da alta de preços dessa classe de ativos.

Moedas

Zeramos as posições em moedas que se beneficiavam de uma deterioração nos mercados. Como posição, gostamos do Real, do Peso Chileno e do Dólar Australiano. Por outro lado, usamos o Euro como moeda de *funding* para ficar vendidos por entender que o Banco Central Europeu deve postergar ainda mais o início do aperto monetário na Europa em função da guerra no Leste Europeu. Também ficamos vendidos no Peso Mexicano e no Dólar Canadense.

Renda Variável

Optamos por realizar lucros na posição que carregávamos vendida em bolsa americana em janeiro e passamos o mês de fevereiro com posições táticas que se beneficiaram da melhora nas bolsas e da continuação na alta das *commodities*.

Estratégia Sistemática

Os modelos permanecem com baixa alocação de risco. Essa estratégia defensiva vem preservando capital desde o ano passado e diminuindo a volatilidade corrente da carteira. Não houve destaques de papéis ao longo do mês, e a exposição em bolsa ficou ligeiramente vendida e inicia março praticamente zerada. Com a reversão da desvalorização do Real, os modelos de câmbio permaneceram zerados ao longo do mês.

Crédito Local

O mercado de crédito local reverteu o recente movimento de alta das taxas, a curva de *spread* de crédito fechou em paralelo média de 10bps, ocasionando performance positiva no mês. Favorecidos pelo ciclo de alta dos juros, os fundos de renda fixa seguem como destaque da indústria. No lado da oferta, as emissões do mercado de capitais seguem concentradas em instrumentos de renda fixa, porém com volume aquém da demanda, acirrando a competição por ativos de crédito. Os resultados referentes ao quarto trimestre de 2021 começaram a ser divulgados. No geral, as companhias seguem apresentando resultados sólidos, apesar da alta da inflação e incremento das despesas financeiras, e as margens continuam saudáveis. Nesse contexto de alto fluxo para a renda fixa e bons fundamentos de crédito, a perspectiva é de que o mercado continue a apresentar bons resultados nos próximos meses.

Crédito Internacional

Continuamos vendo muito valor em ficar vendidos em crédito high yield americano. Uma das principais ferramentas para apertar as condições financeiras americanas é encarecer o crédito. Gostamos de manter essa exposição e acreditamos que ainda existe muito espaço para os spreads de crédito nos EUA e na Europa abrirem.

Crédito Estruturado

Com relação ao crédito estruturado interno, nossas alocações estão distribuídas nos setores de *real state*, cadeia de fornecedores, precatórios, venture debt, educação e agronegócio.

Abaixo, aproveitamos para incluir um quadro no qual descrevemos qual é a nossa visão, discutida no âmbito do comitê de investimentos, para cada uma das classes de ativos.

Asset Class	View
Bolsas	Neutro/Negativo
Bolsas Emergentes	Neutro
RF Internacional	Negativo
RF Emergente	Neutro
Dólar (DXY)	Positivo
Moedas Emergentes	Positivo
<i>Commodities</i>	Positivo
Crédito (High Grade)	Negativo
Crédito (High Yield)	Negativo
Crédito Local	Positivo

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco	Iguana	Multigestores
Juros						
Commodities						
Moedas						
Renda Variável (on e off)						
Sistemático						
Crédito (on)						
Crédito (off)						
Crédito Estruturado						
Imobiliário						

Desempenho dos Fundos

Fundos	% no Mês	% do Beanchmark no Mês	% no Ano	% do Beanchmark no Ano	% Desde o Início	% do Beanchmark Desde o Início	Data de Início	Patrimônio Atual (RS)	Taxa de Adm.	Taxa de Perf.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIM CP	1,14%	151%	2,03%	137%	15,34%	207%	07/05/2020	67.911.131	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	0,95%	126%	3,15%	212%	1,63%	24%	24/08/2020	45.101.635	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	0,84%	112%	3,12%	210%	1,02%	15%	20/08/2020	9.865.173	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,30%	174%	2,29%	154%	11,63%	181%	24/08/2020	27.689.587	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	0,99%	132%	1,89%	127%	4,85%	124%	24/08/2021	72.729.959	0,30% a.a.	Não Possui
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	0,67%	70%	0,64%	33%	31,47%	109%	19/08/2019	82.695.817	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	0,11%	72%	-1,16%	-	-4,58%	-	23/12/2020	10.935.888	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-3,14%	-	-9,55%	-	-7,54%	-	23/12/2020	21.241.366	1,10 % a.a.	0% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a. em reais

Data Base 28/02/2022

A Galapagos Capital Investimentos e Participações ("Galapagos") não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Este documento foi elaborado pela Galapagos com finalidade meramente informativa, não caracterizando de nenhuma forma oferta ou solicitação de investimento. A Galapagos não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados. Apesar da diligência na obtenção e na elaboração das informações apresentadas, a Galapagos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento. Rentabilidade obtida no passado não garante resultado futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. As informações presentes nesse material técnico são baseadas em simulações reais, e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. Leia a lâmina de informações essenciais se houver, e o regulamento antes de investir. Para mais informações acessar nosso site <https://www.galapagosassetmanagement.com/>.



São Paulo Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 2.055, 7º andar, Jardim Paulistano
Tel.: +55 (11) 3777-2088

Miami 5966 South Dixie Hwy Suite 300
Miami FL 33143
Office: +1(786)888-4571

LinkedIn: /galapagos-capital/
Site: <https://galapagoscapital.com/>