



Cabo de guerra entre Inflação e o medo da Recessão

Os investidores globais seguem focados no ritmo de desaceleração global, assim como na velocidade com a qual a inflação responderá à combinação das políticas restritivas dos bancos centrais e dos choques persistentes nos preços de alimentos e energia. Apesar dos gargalos nas cadeias produtivas estarem longe de ser resolvidos, estes estão se estabilizando, especialmente com as medidas de reabertura da economia chinesa.

À luz dessas condições, a previsibilidade em relação ao cenário permanece limitada. Existe amplo consenso entre investidores de que a economia precisa desacelerar o suficiente, principalmente nos países desenvolvidos, para conduzir a inflação para baixo e em direção às metas dos bancos centrais. Entretanto, a ansiedade sobre a possibilidade de recessão tende a ampliar a reação dos mercados aos novos dados econômicos, incluindo mudanças nas retóricas dos bancos centrais. Na nossa visão, os dados já demonstram sinais claros de desaceleração na atividade econômica em virtude da sequência de eventos que seguiram o início da guerra na Europa há três meses: o choque advindo dos *lockdowns* de regiões econômicas importantes na China e a rápida precificação de um ritmo mais acelerado do aperto monetário nos EUA, Europa, Reino Unido e Canadá, entre outros incluindo firme *forward* guidance e a gradual redução de seus balanços. A despeito disso, os sinais de desaceleração econômica ainda não afetaram o mercado de trabalho, como temos visto particularmente nos EUA.

Com relação ao cenário de inflação, acreditamos que esta deve atingir seu pico em breve – e em alguns lugares, inclusive, tal fenômeno já foi observado –, mas a convergência da inflação às metas será mais lenta do que se espera, especialmente se os bancos centrais forem levados pela obsessão de evitar uma recessão antes de que a desinflação seja concluída. Vale ressaltar que, atualmente, o principal mandato é o de controlar a inflação, e não de garantir *soft landings*.

Até a metade de maio, as condições financeiras nos EUA estavam mais apertadas, em linha com a mudança na postura de política monetária, incluindo a possibilidade de múltiplas altas de 50bps, o comprometimento com alguma ideia (até agora abstrata) em relação a se chegar na taxa neutra até o final do ano e opiniões isoladas de que uma postura restritiva seria necessária. Os mercados chegaram a precificar uma taxa terminal por volta de 3,5%. Entretanto, o medo de uma queda acentuada na atividade e a percepção de que a “*put* do FED” salvaria o dia novamente foram suficientes para gerar um *rally* nos ativos de risco e, com isso, promover um afrouxamento substancial das condições financeiras que mais do que reverteu o aperto ocorrido até então. Ao fim e ao cabo, o resultado foram condições financeiras mais frouxas em maio, algo contrário ao que o *Federal Reserve* – *FED* gostaria de observar.

Nós certamente vemos um risco de que a retórica mais *hawkish* do *Federal Reserve* – *FED* venha a perder ímpeto – a ata mostrou claro viés *dovish* – com os medos e a obsessão de se evitar uma recessão se tornando mais poderosos que a intenção de controlar a inflação. A comunicação do *Federal Reserve* – *FED* de que “chegar ao neutro é suficiente” ou a falta de comprometimento para se chegar a patamar restritivo, ou mesmo a fala irresponsável de possível pausa em setembro, minam o principal propósito da política monetária: desafia a lógica pensar que a política monetária precisa chegar apenas à neutralidade quando a inflação e as expectativas de curto prazo estão acima da meta.

Além disso, sob qualquer medida, tanto a inflação quanto as expectativas estão muito acima da meta e deverão seguir assim por muitos meses. Se esse, de fato, for o pensamento do comitê do FED, significa que seus membros seguem acreditando que os choques inflacionários que observamos nos últimos dois anos foram realmente transitórios, ou seja, que o tempo irá curar o problema inflacionário sem a necessidade de se colocar os juros em patamar restritivo. Mas, a verdade é que os mercados já fizeram a maior parte do serviço e o *Federal Reserve* – *FED* precisa ajudar.

O reconhecimento de que o aperto monetário precisa ser feito mais rápido e em maior grau que o esperado afetou a Europa e agora o Japão. A comunicação do Banco Central Europeu mostra sua intenção de começar a elevar juros já no próximo mês e deixar o patamar negativo, no máximo, até o final do ano. Por sua vez, o presidente do *Banco Central do Japão*, Kuroda, está preocupado que o aumento da inflação poderia corroer a confiança do consumidor e alertou que o comitê está olhando atentamente para esta questão. Os bancos centrais dos países desenvolvidos continuarão seus ciclos de aperto monetário e esperamos que as condições monetárias sejam ajustadas além da neutralidade.

Na América Latina, a inflação continua surpreendendo tanto os mercados como as autoridades monetárias. Com a exceção do Brasil, outros bancos centrais da região estão reconsiderando a trajetória de suas respectivas taxas de juros, dado o medo de se encontrarem atrás da curva. A forte persistência da inflação, alta difusão e expectativas consistentemente elevadas permanecem a despeito da recente apreciação das moedas resultante de termos de troca mais favoráveis e amplo diferencial de juros. O México provavelmente irá acelerar o passo de ajuste dos juros; o Chile deve manter seu ritmo; e a Colômbia deverá continuar a correr atrás do prejuízo dado a deterioração na dinâmica inflacionária. Os bancos centrais da América Latina reconhecem que existe mais trabalho a ser feito e muito provavelmente elevarão suas taxas à território contracionista.

O Banco Central do Brasil parece decidido a terminar seu ciclo de aperto na próxima reunião com uma alta de 50 p.p., levando a taxa de juros para 13,25% p.a. e deixando a porta aberta para mais altas, se necessário. Dito isso, nós acreditamos que a barra do Comitê de Política Monetária – Copom para que o ciclo seja estendido seja alta. Por outro lado, também acreditamos que esta decisão se provará controversa. A qualidade da dinâmica inflacionária continua se deteriorando com o aumento das expectativas ao longo do horizonte relevante, mas o Banco Central do Brasil acredita que a maior parte dos efeitos do aperto realizado até agora serão sentidos mais à frente (no segundo semestre). O Comitê de Política Monetária – Copom parece confortável com a inflação convergindo para meta somente em 2024. Vemos que os riscos desta longa convergência são significativos. Os choques do preço do petróleo continuam e deveriam causar reajustes altistas no preço da gasolina e a tentativa do governo de limitá-los enfraquece o cenário fiscal e da moeda, além de reforçar os riscos inflacionários.

Nossa visão segue sendo que o Banco Central do Brasil encerrará seu ciclo de aperto monetário na próxima reunião (15 de junho), deixando a porta aberta para mais ajustes e, eventualmente, sequência do processo de aperto monetário no final do ano, devido à necessidade de reforçar seu compromisso quanto ao controle inflacionário, que será desafiado pelo peso das expectativas e da dinâmica inflacionária.

Ao longo de junho, estaremos atentos ao grau e trajetória da moderação de crescimento global, incluindo os ajustes no mercado de trabalho. Também monitoraremos de perto os últimos números de inflação, incluindo os potenciais choques vindos de alimentos e energia, e os efeitos da reabertura da economia Chinesa. Teremos importantes reuniões de bancos centrais nos EUA, Europa e América Latina. O *Federal Reserve – FED* irá publicar novas projeções e atualizar o *DOT-PLOT Chart*, e, espera-se, que reforçará sua retórica anti-inflacionária. A China parece estar finalmente reabrindo sua economia e será importante acompanhar a velocidade de recuperação devido ao impacto nas cadeias produtivas globais, na demanda global e nos preços de *commodities*. Na América Latina, o calendário político está no centro das atenções. Teremos o segundo turno das eleições presidenciais na Colômbia e início da campanha presidencial no Brasil.

De uma maneira geral, seguimos com uma visão bem negativa para os mercados macro. Ao longo do mês, a política de zero tolerância de covid da China teve um impacto negativo nas expectativas de crescimento dos chamados Países Emergentes. O Yuan Chinês sofreu uma forte depreciação que acabou pressionando as moedas de maneira geral. A narrativa dos mercados passou a ser de preocupação com uma possível recessão americana, apesar de, particularmente, não acreditarmos que esse fato esteja tão próximo. De qualquer forma, como em todos *bear markets*, alguns dados de alta frequência mais fracos foram suficientes para gerar grandes melhoras nas bolsas, por acreditar-se que o *Federal Reserve – FED* não precisará subir muito mais os juros do que o mercado precifica. Nós temos uma visão um pouco mais negativa em relação a inflação e continuamos acreditando que os mercados ainda devem se ajustar com quedas de preço (bolsas e renda fixa) ao longo do segundo semestre.

Juros

No mercado juros americano, mantivemos posição tomada em juros.

Commodities

Paralelo a visão negativa que é alimentada pela inflação a nível global ainda muito alta e bancos centrais de países desenvolvidos começando a remover estímulos, mantivemos uma visão positiva para as *commodities* muito em função de problemas estruturais de oferta. Para nós, os ativos mais atrativos são petróleo e ativos do setor agrícola.

Moedas

Expressamos a visão positiva em *commodities* em algumas moedas emergentes (MXN, ZAR e BRL).

Bolsa

Mantivemos posição vendida na bolsa americana, principalmente.

Estratégia Sistemática

Os modelos sistemáticos seguem, continuamente, alocando mais risco. Os modelos de juros oscilaram entre posições tomadas e aplicadas durante o mês de maio e geraram um retorno positivo para a estratégia. Os algoritmos de bolsa concentraram posições nos setores elétrico, de infraestrutura e no mercado interno. A exposição líquida em bolsa, que vinha praticamente zerada nos meses anteriores, virou comprada e deve ter exposição crescente com a manutenção do movimento recente dos mercados.

Crédito Local

A curva de crédito local continuou o movimento de inclinação que vem sendo observado desde março, com a alta dos juros. O fluxo de capital para renda fixa segue firme. O elevado volume de emissões primárias pesou sobre os papéis mais longos, que apresentaram abertura de *spreads*, aumentando a diferença entre os *spreads* de curto e longo prazo de mesmo risco. Apesar do efeito negativo da inflação e juros sobre as empresas, os resultados corporativos do primeiro trimestre foram, em geral, positivos. A maior parte das companhias avaliadas apresentou alta real da receita, compressão marginal das margens e alta nas despesas financeiras. Diante do cenário mais desafiador mantivemos postura cautelosa privilegiando companhias menos alavancadas e/ou mais líquidas.

Crédito Internacional

Aproveitamos a abertura de spread no mercado de crédito high yield para zerar nossa posição vendida no crédito americano, e devemos esperar uma nova oportunidade para voltar a shortear esse mercado.

Crédito Estruturado

Com relação ao crédito estruturado interno, nossas alocações estão distribuídas nos setores de *real estate*, 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.

Classe de Ativos	Visão
Bolsas	Negativo
Bolsas Emergentes	Neutro
Renda Fixa Internacional	Neutro
Renda Fixa Emergente	Negativo
Dólar (DXY)	Positivo
Moedas Emergentes	Neutro
<i>Commodities</i>	Positivo
Crédito Internacional (High Grade)	Negativo
Crédito Internacional (High Yield)	Negativo
Crédito Local	Neutro

Aprevação pendente pelo comitê de investimentos - sujeito à alteração.

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 (R\$)	Taxa de Adm.	Taxa de Perf.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIC FIM CP	1,51%	147%	6,42%	148%	20,29%	194%	07/05/2020	69.312.076	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-0,41%	-	4,87%	112%	3,32%	34%	24/08/2020	42.754.211	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	0,49%	47%	6,41%	148%	4,24%	44%	20/08/2020	7.913.463	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,37%	133%	6,62%	152%	16,35%	173%	24/08/2020	71.200.366	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,23%	119%	5,29%	122%	8,35%	122%	24/08/2021	126.291.546	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-0,91%	-	-0,73%	-	29,68%	86%	19/08/2019	71.508.858	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	-0,36%	-	0,69%	86%	-2,79%	-	23/12/2020	11.140.642	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-4,88%	-	-17,78%	-	-15,96%	-	23/12/2020	18.505.955	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a. em reais

Na data de fechamento do mês de referência deste relatório

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/>