

Guerra no mundo inflacionário

Os eventos globais, especialmente aqueles associados à guerra no Leste-Europeu, dominaram os acontecimentos nas economias dos mercados emergentes. O desenrolar da guerra trouxe volatilidade significativa aos mercados. A alta relevante do preço das *commodities* deu uma trégua no fim de março, mas, na nossa visão, a mudança nos preços relativos e os choques favoráveis nos termos de troca permanecerão. As moedas dos países produtores de matérias-primas se fortaleceram e, em alguns casos, tal fortalecimento foi reforçado por níveis atrativos de juros em função do aperto monetário dos bancos centrais, que iniciaram cedo sua batalha contra os efeitos adversos do COVID e, agora, da guerra. As moedas que melhor performaram foram as da América Latina. Cinco dos melhores desempenhos no ano foram: (i) o Real brasileiro; (ii) o Sol peruano; (iii) o Peso colombiano; (iv) o Peso Chileno; e, ultimamente, (v) o Peso mexicano. Não é coincidência que todas elas combinam fortes ajustes nos termos de troca com retornos atrativos em moeda local.

Os mercados seguem focados na política monetária do *Federal Reserve* – *FED*: em suas projeções divulgadas trimestralmente, o comitê de política monetária, o *Federal Open Market Committee* – *FOMC*, projetou uma trajetória de juros com: 7 altas de 25bps para 2022, chegando a 1,875%, e 4 altas adicionais da mesma magnitude em 2023, chegando a quase 3%. A mensagem de Powell depois da última reunião parecia simpatizar com a ideia de que uma aceleração no passo de aperto monetário seria necessária para conter as pressões inflacionárias, em adição à redução do balanço que deverá ter início em março. Muitos outros membros do comitê também concordaram ou se mostraram dispostos a considerar uma aceleração do ritmo de ajuste dos juros para 50bps nas próximas reuniões. Essa tendência estimulou a discussão sobre qual deveria ser a taxa de juros terminal nos EUA, além de ter fortalecido o reconhecimento da possibilidade da taxa de juros precisar atingir patamares restritivos.

Nas projeções de março, a taxa neutra do *Federal Reserve* – *FED* foi reduzida para abaixo de 2,5%. Nós acreditamos que é um erro considerar 2,5% como a taxa neutra. A postura de política monetária para bancos centrais com regime de meta de inflação é medida pela taxa de juros real ex-ante, que é a taxa de juros menos alguma medida de expectativas de inflação. Por essa medida, a taxa determinada pelo *Federal Reserve* – *FED* está hoje em -4,75%, enquanto no Brasil está em 5%, perto de 2% no México e perto de 1% no Chile. Esta é a razão pela qual acreditamos que a taxa terminal deveria estar situada em algum ponto entre 4% e 5%, dependendo do caminho das expectativas de inflação. Se por um lado os mercados já fizeram boa parte do trabalho de precificar a trajetória dos juros dos EUA para este ano, os mercados parecem estar subestimando não apenas o caminho traçado para os juros pelo *Federal Open Market Committee* – *FOMC* em 2023, mas também o potencial de uma taxa neutra muito mais alta. Um *Federal Reserve* – *FED* potencialmente muito mais agressivo seria provavelmente um desafio para os mercados nos próximos meses.

Na América Latina, a inflação é mais persistente que o esperado e as expectativas seguem sujeitas ao risco de desancoragem. Enquanto os choques foram, até então, concentrados na parte de energia, os preços dos alimentos também deverão aumentar. Adicionalmente, os preços dos produtos manufaturados devem manter seu viés altista tendo em vista o choque de oferta adicional como resultado das medidas de enfretamento ao COVID tomadas pela China, cujo efeito sobre as cadeias de produção é, como já sabemos, “estagflacionário”. Temos sido surpreendidos com o viés *dovish* nas decisões de política monetária dos bancos centrais da região neste mês. O banco central do Chile surpreendeu o mercado com uma alta de 150bps – menor que o esperado – chegando em 7%, condição que foi justificada por preocupações com a atividade econômica, que terminou 2021 expandindo a um ritmo de aproximadamente 12% ao mês, mas que o banco central espera que seja por volta de 1-2% este ano, e quase zero em 2023.

Enquanto uma desaceleração era esperada em função da redução do impulso fiscal, seus efeitos projetados parecem exagerados. O banco central da Colômbia, o BanRep, subiu os juros em 100bps para 5%, abaixo da inflação atual (8%) e das expectativas das inflações para os próximos 12 meses, e abaixo do que os analistas esperavam. Por sua vez, o banco central do México, o Banxico, não surpreendeu e subiu sua taxa para 6,5%, atingindo por pouco a parte de baixo da banda de seu juro neutro de 1,8% a 3,4%, apesar de elevar suas projeções de inflação e do aumento nas expectativas evidenciados em sua última pesquisa. Nós vemos com preocupação o fato dos bancos centrais da região parecerem estar terminando seus ciclos de aperto monetário antes do necessário para controlar a inflação e evitar uma desancoragem das expectativas.

No Brasil, a decisão do Banco Central do Brasil – BACEN, reforçada pelos comentários do presente da instituição Roberto Campos, indica uma clara intenção de encerrar o ciclo de alta de juros após uma última alta de 100bps para 12,75%, apesar da alta contínua das expectativas de inflação. A inflação realizada também permanece muito elevada, como evidenciado pelo IPCA-15, que veio acima do consenso de mercado. Chamou atenção a decisão do Banco Central do Brasil – BACEN de atrelar a política monetária aos acontecimentos no mercado de energia, particularmente ao mercado do petróleo, estratégia que reputamos arriscada. Entretanto, levando em conta os preços atuais do petróleo (*Brent*) e do câmbio (US\$100/bbl e R\$ 4,70/USD, respectivamente), acreditamos que existe uma alta probabilidade de 12,75% realmente ser o topo do ciclo de alta. Dito isso, a chance de que uma alta adicional se faça necessária nos próximos meses ainda existe devido à dinâmica inflacionária problemática e das expectativas que continuam se distanciando da meta no horizonte.

É provável que o impacto do aperto monetário do Banco Central do Brasil – BACEN tenha consequências adversas para a situação financeira das famílias. Além disso, o governo continua implementando medidas para estimular a demanda, mas sem uma estratégia coerente que envolva a reconstrução da âncora fiscal ao longo do tempo. Por fim, o cenário político parece estar convergindo cada vez mais para uma eleição polarizada e para a ausência de um terceiro candidato viável.

O ambiente de investimentos seguirá desafiador nos próximos meses. Continuaremos a monitorar os eventos ligados à guerra no Leste-Europeu e seus efeitos potenciais nos mercados emergentes e na América Latina. O mercado de *commodities* seguirão voláteis, enfrentando o choque duplo de uma situação difícil (apesar de menos explosiva) na Europa e da fraca resposta do lado da oferta aos preços altos, exacerbada por anos de sub-investimento no setor. Estamos monitorando de perto indicadores de atividade nos EUA, uma vez que as últimas pesquisas parecem mostrar sinais de desaceleração, embora ainda longe de um cenário de recessão. Decisões de política monetária pelos bancos centrais permanecerão no centro das atenções dos mercados, que continuam a enfrentar um cenário inflacionário muito incerto.

Posicionamento

As posições macro no primeiro trimestre deste ano foram desenhadas para gerar *alfa* em um ambiente de reprecificações altistas nas curvas de juros, alta nos preços das *commodities* e busca por *carry* principalmente em países que já se encontram bem adiantados no processo de normalização de política monetária.

Renda Fixa

Acreditamos que o *Federal Reserve* – *FED*, assim como o Banco Central Europeu, enfrentará grandes desafios pela frente para conseguir domar as forças inflacionárias. Sendo assim, mantemos posição tomada estruturalmente na curva americana, mas também buscamos ficar tomados na Europa. Apesar do movimento expressivo de abertura nas taxas de juros ao longo do primeiro trimestre, acreditamos que ainda existe muito espaço para as taxas de juro nos EUA subirem sem causar grandes impactos à economia americana. Na verdade, um dos principais desafios do *Federal Reserve* – *FED* vai ser conscientizar-se de que está muito mais longe da “taxa neutra de juro real” do que se imagina.

Na renda fixa brasileira, iniciamos posições aplicadas no meio da curva nominal. Acreditamos que, apesar do cenário desafiador para inflação, o BACEN deve finalizar o ciclo de alta de juros na próxima reunião de maio. A instituição tem deixado clara a intenção de encerrar o ciclo em 12,75% por acreditar, em seus modelos, que seja suficiente para que a inflação convirja para o centro da meta em um horizonte significativo. Além disso, a apreciação do real adicionará conforto a essa intenção.

Notamos que os agentes de política monetária da América Latina surpreenderam, recentemente, mostrando intenção de encerrar mais cedo do que o esperado os ajustes monetários. Esse foi o caso do Chile e da Colômbia, países nos quais os bancos centrais mantiveram a sinalização de permanecer atrás da curva, na nossa visão. Também nos surpreendemos com os acontecimentos no México e achamos que existe o risco de um viés mais *dovish*. Em termos gerais, acreditamos que as inclinações nas curvas de juros da região estão começando a ficar bastante atrativas.

Commodities

Nas *commodities* seguimos comprados principalmente nas agrícolas e reduzimos nossa exposição no petróleo. Nos metais, estamos comprados em cobre e ouro. Vale destacar que somos estruturalmente convictos no cenário denominado "*commodity super-cycle*". Em função da guerra na Ucrânia, ficou ainda mais evidente a necessidade de os países enxergarem *commodities* como reserva estratégica de valor.

Moedas

Ao longo do primeiro trimestre mantivemos posições compradas em moedas de países produtores de *commodities* com destaque para o Real brasileiro, o Peso chileno e o Rand sul-africano. Por trabalhar com um cenário mais *hawkish* para o *Federal Reserve – FED*, optamos por manter posição neutra no Dólar americano. Sendo assim, ficamos vendidos no Euro e no Yen para financiar as posições compradas. Adicionalmente, iniciamos posição comprada no Dólar australiano e no Dólar canadense em linha com o mesmo tema positivo para *commodities*.

Renda Variável

Nosso cenário para as bolsas está mais desafiador. Ao longo do primeiro trimestre ficamos comprados em bolsas emergentes e vendidos na bolsa americana. Pela frente, antecipamos aumento da volatilidade para as bolsas em função da necessidade de os bancos centrais seguirem retirando liquidez do sistema. Tradicionalmente, a retirada de liquidez teve como consequência movimentos de correção nas bolsas e acreditamos que a bolsa americana ainda deve sofrer uma correção mais forte. Por ora, o juro real ainda extremamente negativo nos EUA e a recompra de ações sendo conduzida pelas empresas tem sustentado o mercado acionário. Temos viés negativo para a bolsa americana e, nos atuais preços das bolsas emergentes, ficamos neutros.

Estratégia Sistemática

Os modelos sistemáticos começaram a alocar mais risco em meados de março. Os algoritmos de juros começaram a aplicar nos termos jan/23, jan/24 e jan/25 terminando o mês muito próximos de suas alocações máximas e com ganhos substanciais ao longo de março. A modelagem de bolsa começou a indicar novas compras em papéis, com destaque para o setor elétrico, infraestrutura e mercado interno. A exposição 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 apresentou aumento da sua inclinação. O contínuo fluxo de capital para renda fixa fez com que os papéis mais curtos apresentassem fechamento de 5 a 15bps. Diante do elevado volume de emissões primárias anunciadas no mês, o mercado foi mais cauteloso na compra de ativos mais longos, que negociaram com *spreads* estáveis no decorrer do mês. Encerrada a temporada de divulgação de resultados de 2021, nossa avaliação é de que, no geral, as companhias continuam apresentando bons fundamentos de crédito, apesar da elevada inflação e política monetária contracionista.

Crédito Internacional

Em crédito, mantivemos posição vendida no *high yield* americano nos primeiros dois meses do ano. Acreditamos que um dos principais efeitos colaterais do aperto das condições financeiras que o *Federal Reserve – FED* terá que entregar será no mercado de crédito. Operamos com viés negativo para os *spreads* de crédito no mercado americano e devemos voltar a ficar vendidos ao longo dos próximos meses.

Crédito Estruturado

Com relação ao crédito estruturado interno, nossas alocações estão distribuídas nos setores de *real state*, cadeia de fornecedores, *precatórios*, *venture debt*, *legal claims* 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	Negativo
Bolsas Emergentes	Negativo
Renda Fixa Internacional	Negativo
Renda Fixa Emergente	Neutro
Dólar (DXY)	Positivo
Moedas Emergentes	Neutro / Positivo
<i>Commodities</i>	Positivo
Crédito Internacional (High Grade)	Negativo
Crédito Internacional (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 (R\$)	Taxa de Adm.	Taxa de Perf.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIM CP	1,76%	190%	3,82%	158%	17,36%	206%	07/05/2020	69.053.302	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	1,80%	195%	5,01%	207%	3,46%	45%	24/08/2020	45.043.498	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	2,09%	226%	5,28%	218%	3,13%	41%	20/08/2020	8.153.358	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,61%	174%	3,94%	162%	13,43%	181%	24/08/2020	36.862.107	0,90 % a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,09%	118%	3,00%	124%	5,99%	123%	24/08/2021	72.983.324	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	0,75%	48%	1,40%	40%	32,46%	105%	19/08/2019	81.158.308	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	1,39%	1376%	0,21%	56%	-3,26%	-	23/12/2020	11.087.648	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-7,85%	-	-16,65%	-	-14,80%	-	23/12/2020	19.492.429	1,10 % a.a.	0% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a. em reais

Data Base 31/03/2022

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/>