



CARTAMENSAL
SETEMBRO 2021

Atividade, Inflação e Juros: O que esperar?

Em macroeconomia, um choque negativo de oferta se define como um evento, basicamente inesperado, que reduz, temporariamente, a capacidade produtiva de um país. Pela sua própria natureza, e sob a hipótese de que a demanda não é afetada, tal choque seria contracionista (reduziria o produto) e inflacionário (elevaria a inflação). Exemplos clássicos de livro-texto são as elevações nos preços do petróleo na década de setenta. No caso brasileiro, poderíamos ter como referência o racionamento de energia em 2001.

Ainda no campo teórico, uma epidemia também poderia ser considerada como um choque negativo de oferta. Consequências da doença, a menor disponibilidade de mão-de-obra e os fechamentos de fábricas e empresas, representariam uma redução da capacidade produtiva do país. Seria, então, a pandemia de Covid-19 um choque negativo de oferta tradicional? O problema, nesse caso, é que o choque não afetou apenas a oferta: houve uma redução significativa (e em alguns casos a total paralisação) da atividade econômica, ao mesmo tempo em que uma parcela substancial da sociedade perdeu renda pela impossibilidade de trabalhar, com imediato impacto sobre a demanda. Assim, poderíamos afirmar que, pelo menos num primeiro momento, a pandemia representou, ao mesmo tempo, choques negativos na oferta e na demanda. Só assim é possível entender como, inicialmente, tanto a atividade quanto os preços teriam caído.

As características contracionistas e deflacionárias desse primeiro momento justificaram as reações de política econômica adotadas mundo afora: políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas. Não existia dúvidas com relação ao diagnóstico e, até por causa disso, a intensidade dos estímulos implementados foi inédita. Sabia-se que tais estímulos impactavam apenas a demanda, mas era necessário fazer alguma coisa, essa era a única alternativa.

A recuperação da atividade global foi bem mais rápida e intensa do que se imaginava, inclusive, quando comparada a outros episódios recessivos. Tal condição, sem dúvida, foi consequência direta da quantidade de estímulos implementados, somados à disponibilização de vacinas em tempo recorde. Diante disso, até alguns meses atrás, as perspectivas para a recuperação da economia global poderiam ser consideradas até exuberantes. Entretanto, começaram a aparecer desequilíbrios que estão colocando em dúvida tamanho otimismo.

Quais foram esses desequilíbrios? Basicamente dois: (i) a oferta não conseguiu acompanhar o ritmo de recuperação da demanda; e (ii) a própria estrutura da demanda sofreu modificações, com os bens registrando uma procura muito mais intensa do que os serviços. Em outras palavras, a oferta ficou aquém do necessário para atender uma demanda não apenas intensa, mas alterada em sua composição. E a inflação, que é o reflexo desse descompasso entre demanda e oferta, finalmente apareceu.

Como mencionado, costuma-se definir os choques negativos de oferta como temporários. Por esse motivo, a maioria dos bancos centrais considerou que nesse caso não seria diferente. Apostou-se, e ainda se aposta, que a oferta mais cedo ou mais tarde iria se normalizar, condição que, somada à reversão dos estímulos fiscais, seria suficiente para restabelecer o equilíbrio entre demanda e oferta. No entanto, temos testemunhado, supreendentemente, que a oferta tem se recuperado de forma muito lenta. Imaginou-se que o processo de vacinação seria suficiente para que o mundo conseguisse recuperar a capacidade produtiva perdida, mas, na prática, esse imaginário se provou equivocado.

A questão é: como lidar com uma inflação que se pensou temporária, mas se mostra persistente, principalmente em um cenário no qual a recuperação da atividade não está suficientemente consolidada? Vale ressaltar que outros dois fatores contribuíram para colocar ainda mais desafios no cenário inflacionário: as mudanças climáticas e a implantação de medidas governamentais que tem por objetivo a redução da emissão de carbono, e que tiveram como consequência a alteração na oferta de combustíveis fósseis sem que a demanda por eles diminuísse, resultando em um aumento das pressões inflacionárias (são os casos, por exemplo, do aumento relevante no preço de carvão, do gás natural e do petróleo).

E, assim, chegamos à situação atual. No que diz respeito à demanda, as políticas monetárias se mantêm amplamente acomodáticas. Os impulsos fiscais foram reduzidos e convivemos com o efeito perverso sobre o poder de compra (e confiança) das famílias a partir do aumento da inflação. Em relação à oferta, há lentidão na recomposição da capacidade perdida, com seus efeitos exacerbados pelos novos choques negativos apontados. A ação simultânea de todos esses fatores acaba refletida, ao mesmo tempo, na diminuição do ritmo de expansão da atividade e na manutenção das pressões inflacionárias. Essa combinação é pouco frequente e alguns defendem que estamos vivendo um cenário de estagflação (inflação dentro de um contexto de recessão). Não acreditamos na hipótese de estagflação, mas existem riscos relacionados à questão energética atual que merecem ser monitorados.

Pensemos na política monetária moderna perseguindo dois objetivos: controle da inflação e suporte, quando possível, para a atividade econômica. Em situações nas quais inflação e atividade caminham na mesma direção, não existe conflito e a prescrição sobre o que fazer é simples: se ambas sobem, é hora de apertar a política monetária; e, se ambas caem, é hora de afrouxá-la. O conflito surge quando ambas as variáveis caminham em direções opostas. Quando a atividade sobe e a inflação cai, não há com que se preocupar. No entanto, quando a inflação sobe com a atividade em desaceleração, as pressões inflacionárias recomendariam apertar a política monetária, enquanto a desaceleração da atividade demandaria seu afrouxamento. O que deve prevalecer?

Não há uma resposta fácil para essa pergunta. Com a recuperação pós-pandemia ainda não consolidada, seria arriscado pensar numa ação incisiva dos bancos centrais mudando a postura da política monetária para combater a inflação. Por outro lado, a ausência de qualquer ação que sinalize compromisso com a estabilidade de preços coloca em risco a transitoriedade da inflação. Obviamente, acompanhar a evolução dos dados é sempre uma opção, mas não isenta de riscos, além de não ser uma opção para todos. Evidência disso é a diferença entre as ações de bancos centrais de várias economias emergentes que já começaram a ajustar suas taxas de juros, enquanto os bancos centrais das economias desenvolvidas ainda se mantêm em compasso de espera.

É evidente que a situação atual é desconfortável: atividade crescendo em um ritmo menor acompanhada de pressões inflacionárias nunca é uma combinação fácil de lidar. No entanto, existem soluções. Ainda não é possível rejeitar a hipótese da temporariedade das pressões inflacionárias advindas da pandemia, mas, para que esse cenário se concretize, talvez seja necessário reforçar o compromisso dos bancos centrais com a estabilidade de preços. Os outros choques de oferta mencionados, como nos preços da energia, provavelmente precisarão de uma dose de pragmatismo na definição dos objetivos ambientais. Com relação à atividade econômica, o mundo ainda precisará identificar se houve mudanças estruturais nas preferências (entre bens e serviços) e se adaptar para atender tais mudanças. Continuamos trabalhando com um cenário global no qual haverá crescimento moderado e onde a inflação talvez fique um pouco mais alta, mas que acabará convergindo para níveis menores. E, nesse cenário, as taxas de juros provavelmente serão maiores do que os níveis que prevaleceram nos últimos dezoito meses, mas ainda muito próximas das mínimas históricas registradas nas últimas décadas.

JUROS

Voltamos a ficar tomados na curva de juro americana de 10 anos. Mantivemos posição em NTN-B 2024 e NTN-B 2028 no Brasil.

COMMODITIES

Zeramos nossa posição comprada em cobre e abrimos posição comprada em petróleo. Aumentamos marginalmente a posição comprada em urânio.

MOEDAS

Em função de um cenário mais desafiador para os mercados emergentes, abrimos posição vendida no peso mexicano e comprada no dólar canadense, no rublo e na krona norueguesa que são moedas com uma pauta de exportação claramente mais relacionadas com petróleo e gás natural. Adicionalmente, dentro das moedas de países emergentes, o rublo se destaca por possuir juro real positivo com seu banco central bem avançado no processo de aperto monetário.

RENDA VARIÁVEL

Mantivemos exposição bem reduzida nas bolsas com um viés para comprar nas quedas da bolsa americana e temos uma pequena posição net vendida no Ibovespa.

ESTRATÉGIA SISTEMÁTICA

Com a deterioração do mercado local e internacional, as posições vendidas em bolsa permaneceram durante todo o mês, e introduzimos posições compradas em dólar na estratégia. No final do mês os modelos indicaram uma tímida compra em empresas exportadoras, mas a estratégia continua com uma exposição líquida vendida em bolsa.

CRÉDITO LOCAL

Os ativos de crédito local, no geral, apreciaram-se em setembro. Impulsionados, principalmente, pelo fluxo de capital positivo para produtos de renda fixa, os *spreads* de crédito se comprimiram na margem entre 10 e 20 *bps* ao longo da curva. O momento é oportuno para que as empresas acessem os mercados de capitais captando dívidas de perfil mais longo com custos ainda moderados, apesar das altas já precificadas na curva DI *versus* pré.

CRÉDITO INTERNACIONAL

Os *spreads* no mercado de crédito internacional de *Investment Grade* e *High Yield US* seguem estáveis e próximos às mínimas históricas. Já os *spreads* de dívidas ligadas à países emergentes estão mais voláteis devido ao choque causado pelo temor de *default* generalizado no setor imobiliário chinês e os riscos de contágio que prejudicaria o crescimento global. Com o assunto inflação ressurgindo nas últimas semanas, continuamos com exposição em ativos de *High Yield US* de curta duração por acreditarmos que oferecem um retorno ajustado ao risco interessante.

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.

Mercados de Atuação

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

Desempenho dos Fundos

Fundos	% no Mês	% do Benchmark no Mês	% no Ano	% do Benchmark no Ano	% Desde o Início	% do Benchmark Desde o Início	Data de Início	Patrimônio Atual (R\$)	Taxa de Adm.	Taxa de Perf.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIM CP	0,88%	201%	1,33%	53%	9,71%	247%	07/05/2020	68.437.169	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-1,24%	-	-1,34%	-	1,95%	61%	24/08/2020	51.328.011	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-1,29%	-	-3,02%	-	0,48%	15%	20/08/2020	14.525.037	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,80%	181%	4,42%	176%	5,88%	197%	24/08/2020	42.315.509	1,2% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	1,72%	118%	14,09%	142%	35,20%	164%	19/08/2019	80.065.064	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 30/09/2021

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/>