



Aconteça o que acontecer, os mercados emergentes são a melhor opção

A economia global continua a desacelerar, mas com poucos sinais de qualquer impacto significativo nas condições do mercado de trabalho. Continuamos observando que o núcleo da inflação de serviços continua sendo o fator mais importante da inflação global. Em alguns países europeus, grandes aumentos salariais foram negociados até 2024, a taxas bem altas. O mesmo no Japão. Esses eventos provavelmente vão induzir a persistência da inflação e possivelmente gerar mais processos de indexação. O índice de custo de emprego mais recente nos EUA é mais uma evidência de que é necessário um maior aperto monetário para equilibrar o mercado de trabalho. O desemprego é insustentavelmente baixo em todos os mercados que acompanhamos, e o custo da mão de obra é alto e inconsistente com as metas de inflação. O consumo nos Estados Unidos já se encontra menos robusto à medida que o custo do crédito aumenta e os bancos seguram a concessão de crédito. No entanto, desde o final de 2020, o consumo privado continuou a expandir-se a um ritmo superior ao do PIB, impedindo assim um processo de desinflação mais efetivo. Talvez as taxas de juros não sejam altas o suficiente para promover uma maior desaceleração da economia e acabar com o processo inflacionário. De fato, muitos bancos centrais de economias desenvolvidas estão estendendo seus ciclos de aperto ou interrompendo suas pausas, uma vez que a inflação segue persistente e requer ações mais decisivas.

Neste contexto, o FOMC decidiu parar a sua campanha de aperto monetário sob a justificativa de que sua postura atual já seria suficientemente restritiva para trazer a inflação para a meta. Acreditamos que a barra para reiniciar a sua campanha de aumento de taxas é extremamente alta. Para frente, esperamos que o FED seja leniente em relação ao comportamento de variáveis-chave, como inflação e mercado de trabalho, e dê mais peso às tendências de crédito e aos riscos nos bancos regionais. Em outras palavras, espera-se que o FED passe a ter um papel maior sobre o gerenciamento de risco da economia.

O BCE, por sua vez, subiu sua taxa de juros a um ritmo mais lento e foi categórico quanto a intenção de continuar o ciclo sem pausas. É importante ressaltar que o conselho decidiu parar de reinvestir os recursos de seu programa APP (equivalente ao QE nos EUA) antes do previsto, proporcionando, neste sentido, uma interpretação *hawkish* da decisão. A decisão do FED é particularmente importante para os mercados emergentes. Os bancos centrais serão motivados a encurtar suas pausas, enquanto outros apresentarão suas decisões de flexibilização monetária. As moedas emergentes desfrutarão de ventos favoráveis, ajudando a ancorar a inflação e as expectativas de inflação. A economia dos EUA agora enfrenta um menor risco de recessão e as *commodities* provavelmente se beneficiarão. Não importa como você os analisa, os mercados emergentes são os grandes beneficiários da decisão do FED. Em maio, os mercados estarão focados no debate sobre o teto da dívida nos EUA. Esperamos volatilidade do mercado em torno deste evento. Outro desenvolvimento que acompanharemos de perto são as ações do Banco Central do Japão (BoJ) à medida que ele se aproxima de uma potencial mudança de sua política monetária. Também acompanharemos de perto a comunicação dos bancos centrais dos mercados emergentes acerca de seus planos para o resto do ano.

Durante as recentes reuniões do FMI, o humor dos investidores melhorou em comparação com a atmosfera nas reuniões de outono de 2022 - mas não foi de forma alguma otimista. Havia preocupações crescentes sobre as perspectivas de crescimento nas economias desenvolvidas e medo de recessão. No contexto do progresso lento na redução dos déficits fiscais e aumento das taxas de juros, o antigo problema da sustentabilidade da dívida ressurgiu - e com razão.

Os suspeitos de sempre, particularmente na Europa, terão de enfrentar a realidade de que seus custos de financiamento serão altos no futuro próximo e precisarão gerar superávits primários para evitar uma maior deterioração na sua posição de crédito. Restabelecer as âncoras fiscais adequadas pós-Covid parece ser uma proposta desafiadora globalmente. Alguns observadores foram além do argumento da sustentabilidade da dívida e concluíram que a situação fiscal nos EUA, juntamente com um FED pacifista, acabará levando o dólar a perder seu papel de moeda de reserva. Consideramos essas preocupações válidas, mas um pouco exageradas e fora do nosso horizonte de investimento. Este mês, o Congresso dos Estados Unidos debaterá a elevação do teto da dívida. A secretária Yellen afirmou que no início de junho o tesouro não conseguirá pagar suas contas. A proposta republicana parece razoável, prometendo elevar o teto da dívida se complementada com um teto de 1% ao crescimento anual dos gastos federais. Em nossa opinião, o teto da dívida será elevado, mas com algumas condicionalidades. Um aumento “limpo” do teto da dívida de 34 trilhões de dólares é improvável.

A política monetária global está entrando em uma difícil fase de transição que proporcionará oportunidades interessantes de investimento, mas também alta volatilidade. Durante abril, os bancos centrais das economias desenvolvidas tiveram que reavaliar suas taxas de juros devido aos dados de inflação piores do que o esperado. Veja o RBA na Austrália, por exemplo. Eles decidiram por uma alta surpresa no meio de uma pausa. O conselho havia alertado em sua decisão anterior que “algum aperto adicional pode ser necessário” e, em seguida, a inflação dos serviços forçou sua mão. Na Nova Zelândia, o banco central surpreendeu ao manter o ritmo de aperto de 50bp argumentando que a demanda ainda é forte, o desemprego insustentavelmente baixo e os efeitos de segunda rodada eram uma ameaça. As atas do Banco do Canadá mostraram que leituras muito fortes do mercado de trabalho os levaram a considerar o aumento das taxas. Após revisões para cima do crescimento e da inflação, o Riksbank na Suécia, em uma decisão dividida, subiu conforme o esperado, mas sinalizou aumentos adicionais em um ritmo mais lento em algum momento do terceiro trimestre. Nos próximos meses, o BOJ provavelmente se juntará ao partido anti-inflacionário, modificando sua política atual de controle da curva de juros. Acreditamos que até junho o BOJ se aproximará das condições necessárias para realizar esta modificação. Mas, como todas as coisas por lá, este será um processo lento para garantir que o progresso em atingir a meta de inflação seja preservado.

Enquanto os bancos centrais das economias desenvolvidas lutam para saber se suas posições são suficientemente restritivas - exceto para o FED - o quadro nos mercados emergentes é mais misto. O conselho do banco central no Chile ainda não está confortável com as perspectivas de inflação e continua a se opor à precificação agressiva de cortes de juros no mercado. Embora tenhamos alterado nossa expectativa para o primeiro corte de juros para julho, podemos ter que realizar ajustes se a inflação continuar surpreendendo para cima. O Bacen no Brasil continua a soar hawkish, ganhando tempo até que as questões no âmbito fiscal e da meta de inflação sejam resolvidas. É improvável que uma decisão sobre a meta de inflação ocorra antes de meados de junho. Vemos o primeiro corte de taxa no terceiro trimestre. Enquanto a taxa de juros real ex-ante está em robustos 8,1%, as altas expectativas de inflação e um quadro fiscal incerto impedem o Bacen de agir em pouco tempo. Dito isso, a inflação anual deve acelerar até o final do ano, à medida que os efeitos-base favoráveis desapareçam, complicando as decisões do Bacen. No México, o Banxico acabou. Para crédito do conselho, eles são até agora o único banco central que forneceu alguma orientação sobre o que pretende fazer quando interromper seu ciclo. Sua intenção de manter uma postura restritiva acompanhada de uma indicação clara de onde está sua taxa básica de juros são ferramentas úteis para avaliar as futuras decisões de política monetária. Ainda há uma questão em aberto sobre o prazo em que eles acreditam que precisarão permanecer restritivos, mas esperamos algum esclarecimento à medida que a pausa ocorra. O Banrep na Colômbia está em uma situação muito mais complicada. Em cartas anteriores, notamos como suas decisões seriam desafiadoras, mas acontecimentos recentes reduzem ainda mais a visibilidade das decisões do Banrep. O MNB na Hungria passou para a fase de cortes de taxa rapidamente após reduzir o corredor superior de sua taxa overnight. A comunicação pós-reunião deixou pouco para a imaginação, indicando que eles pretendem reduzir sua taxa overnight de 18% para a taxa básica de 13% até o outono. Este parece ser um movimento agressivo, especialmente à luz de suas preocupações com as pressões cambiais. Acreditamos que é cedo para especular quando sua taxa básica de juros começará a cair. A inflação permanece em impressionantes 25,2%, mas os efeitos-base ajudarão no final do ano. Na África do Sul, o banco central está tendo uma visão cautelosa das perspectivas econômicas do país.

Os danos causados pelo racionamento de energia elétrica têm sido consideráveis, e a deterioração dos déficits fiscais e em conta corrente pode levar a uma fraqueza contínua da moeda. O alto grau de *passthrough*, especialmente para bens básicos e duráveis, sugere que o banco central pode ter que aumentar um pouco o grau do aperto monetário.

Uma nota rápida sobre a China. Em abril, o PIB do primeiro trimestre veio mais forte do que o esperado, em 4,5% no comparativo anual, sugerindo que a recuperação está no caminho certo. Mesmo que o PMI de abril tenha ficado abaixo do esperado, achamos prematuro concluir que a recuperação está em risco. Os dados de crédito ainda são muito robustos e tendem a liderar a atividade econômica, o setor imobiliário está se estabilizando e estamos enxergando o PIB do 2T próximo à 6% no comparativo anual. Além disso, a reunião do Politburo de abril reafirmou sua mensagem pró-crescimento. Com a inflação ainda bem-comportada, há amplo espaço para as autoridades seguirem com algum grau de estímulo. Esperamos que o segundo trimestre seja o pico da atividade econômica chinesa, em grande parte impulsionado pelo setor de serviços, enquanto o setor de manufatura deve permanecer pressionado.

Estamos otimistas com as perspectivas de investimento em meio a uma transição volátil nas políticas monetárias dos bancos centrais. Acreditamos que é hora de pensar em posições mais direcionais em juros nos mercados emergentes, onde os bancos centrais focarão na calibração de suas políticas. Nos EUA, a curva de juros tende a se inclinar quando o FED faz uma pausa na alta dos juros, e essa tendência se acelera quando os cortes se materializam. É provável que as moedas emergentes permaneçam suportadas por uma perspectiva de crescimento menos pessimista nos EUA e uma perspectiva melhor para as commodities. O crédito soberano está aparecendo como um novo tema devido à desaceleração do crescimento, aumento dos déficits fiscais, altos custos de financiamento e falta de reformas para lidar com sérios desequilíbrios estruturais.

Posicionamento:

Ao longo do mês de abril a situação dos bancos pequenos e médios americanos agudizou-se. Novos bancos entraram no radar de preocupação dos investidores e observamos nova onda de fuga de depósitos e consolidação em bancos maiores. Entra na lupa dos investidores agora a questão do teto de gastos norte-americano, um potencial congelamento de despesas forçado e o uso da 14ª Emenda para evitar um calote na economia americana. Mesmo nesse cenário de maior incerteza, há uma resiliência da atividade americana expressa nos recentes dados de emprego e inflação, deixando o FOMC longe de ter uma decisão óbvia para reunião do final do mês, na qual foi mantido o ritmo de alta com sinalização de pausa iminente. Na Europa, o ciclo de aperto monetário deve continuar, em ritmo menos intenso, em meio às questões fiscais e de crescimento. O impulso de crescimento Chinês, embora concentrado no consumo interno e com pouca tração para as *commodities* industriais, corrobora uma visão mais construtiva para os emergentes com mais espaço fiscal e monetário no momento. Desenha-se um cenário mais desafiador para as economias centrais e abre-se uma janela de oportunidade para os emergentes que já se encontram mais próximos da flexibilização monetária.

Juros

Observamos fechamento expressivo nas taxas nominais ao longo de toda curva. Esse fechamento foi acompanhado, em magnitude menor, na curva de juros reais. Mantivemos as posições aplicadas nos juros nominais migrando um pouco do risco para os termos mais longos (jan27 e jan29), já que os termos mais curtos precificam cortes substanciais que podem não se materializar a tempo de os capturarmos na curva curta (jul24 e jan25).

Ainda esperamos que as inflações implícitas cedam na precificação dos títulos indexados ao IPCA, os termos mais curtos dos juros reais nos parecem em patamares muito baixos quando comparados ao juro nominal contrapostos às inflações implícitas do período, ainda acima de 6% a.a.. Ao final do mês, diminuimos um pouco das exposições nos juros locais por conta dos prêmios reduzidos vis-à-vis nosso cenário. Alocamos parte desse risco de *duration* em juros de 10 anos americanos com a visão de que a economia americana poderá ver seu último aumento de juros do ciclo agora em maio e a situação dos bancos regionais pode trazer mais incerteza com relação à atividade econômica expressa nos preços dos ativos.

Commodities

Não estamos com exposição a essa classe de ativo nesse momento.

Moedas

Mantivemos, ao longo do mês, a compra do Ouro em um cenário de mais dúvida sobre o crescimento americano e a força do dólar. O alto grau de incerteza sobre Europa e China nos faz preferir a posição em um ativo que não sofre questões idiossincráticas. Zeramos essa posição ao final do mês para aumentar a venda de bolsa americana.

Bolsa

As dúvidas com relação a manutenção da robustez da atividade economia americana, a instância ainda *hawkish* do FOMC, somadas ao extremo otimismo expresso nos preços das bolsas americanas permitem um aumento das posições vendidas em S&P. Dado o baixo nível da volatilidade atual, resolvemos expressar essa venda através de opções de venda compradas para strikes mais baixos com vencimentos em meados de junho. Parte dessa venda direcional foi neutralizada com a compra de Ibovespa. A perspectiva de melhora da inflação, curva de juros consumindo prêmios e o índice muito depreciado e “barato” justificam nosso posicionamento, ainda pequeno, no ativo.

Estratégia Sistemática

Durante o mês de abril a estratégia beneficiou-se, principalmente, da posições aplicadas nos juros (vértices jan25 e jan26) e compradas em Real contra o Dólar americano. A bolsa brasileira tem, notoriamente, ficado sem uma tendência clara ao longo do mês e do ano, dito isso a alocação em papéis com maior peso tem sido menos recorrente. Os modelos passaram o mês com alocações de cerca de 10% da estratégia em papéis mais defensivos e que beneficiam-se do setor externo; a dificuldade de mapear tendência fez com que tanto a carteira de papéis quanto como o *market timing* gerassem uma performance mais fraca que a do índice.

Crédito Local

O mercado de crédito local apresentou, novamente, alta dos *spreads*. A curva de crédito dos emissores AAA abriu, em média, 10bps, enquanto os papéis AA e A tiveram alta de 25bps, em média. Os índices de crédito refletiram a aberturados *spreads* e apresentaram retornos abaixo do DI. O IDEX-DI e o IDA-DI renderam 0,77% (84,4% do DI) e 0,81% (89,15% do DI), respectivamente.

Apesar do movimento de alta no mês, na última quinzena, os *spreads* negociaram estáveis, fruto da entrada de compradores e estabilização dos passivos de fundos de crédito e renda fixa. O mercado primário ainda segue pouco aquecido. As poucas emissões distribuídas apresentaram volumes menores, prazos mais curtos e *spreads* maiores; além de alta participação bancária nas colocações.

Por fim, os demonstrativos financeiros referentes ao primeiro trimestre de 2023 começaram a ser divulgados. Em termos gerais, destaque para a alta das despesas financeiras e aumento dos índices de alavancagem, também foi possível observar a sequência da alta dos níveis de inadimplência nos balanços dos bancos. Nesse contexto de alta dos *spreads*, iniciamos movimentos parcimoniosos de compra, privilegiando prazos mais curtos e/ou *spreads* mais dilatados.

Crédito Estruturado

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

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.

Matriz de Alocação - Março					
Ações					
	--	-	Neutro	+	++
Brasil					
EUA					
Europa					
China					
EMs					
Juros					
	--	-	Neutro	+	++
RF Pós					
RF Pré					
RF IPCA					
RF Global					
Crédito					
	--	-	Neutro	+	++
Brasil HY					
Brasil HG					
Global IG					
Global HY					
EMs					
Imobiliário Local					
Imobiliário Internacional					
Moedas					
	--	-	Neutro	+	++
DXY					
Euro					
JPY					
BRL					
EM					
CNH					
Commodities					
	--	-	Neutro	+	++
Energia					
Metais Básicos					
Metais Preciosos					
Transição Energética					
Agricultura					
Pecuária					

Mercados de Atuação

Estratégia	Iguana	Dragon	Albatroz	Evolution
Juros				
Commodities				
Moedas				
Renda Variável (on e off)				
Crédito (on)				
Crédito (off)				
Crédito Estruturado				

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.
CRÉDITO										
Iguana FIRF Liquidez Top CP	0,82%	89%	1,81%	43%	20,05%	101%	24/08/2021	273.904.542	0,30% a.a.	Sem Taxa
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,03%	112%	4,72%	112%	34,01%	149%	24/08/2020	199.167.751	0,90% a.a.	20% s/ CDI
RENDA FIXA										
Galapagos Albatroz	0,85%	93%	4,46%	106%	8,44%	102%	12/09/2022	152.873.882	1,00% a.a.	Sem Taxa
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIC FIM CP	1,28%	139%	5,86%	140%	38,54%	161%	07/05/2020	53.517.652	2,00% a.a.	20% s/ CDI

A rentabilidade já considera a remuneração do Gestor e do Administrador.

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, 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/>