

Os mercados escutarão?

Os mercados se sensibilizaram com a retórica mais assertiva dos bancos centrais dos países desenvolvidos, que destacaram a o combate à inflação como a principal prioridade da política monetária, mesmo que isso gere custos em termos de atividade. Nos EUA, alguns membros do comitê do *Federal Reserve* – *FED* se mostraram preocupados com a possibilidade de se “apertar demais”, mas foram rapidamente anulados pelo mercado. Na nossa visão, a comunicação do *Federal Reserve* – *FED* mudou pouco. Em outras palavras, não houve uma guinada particularmente *hawkish*, mas os mercados colocaram suas expectativas mais em linha com a mensagem do *Federal Reserve* – *FED*, se convencendo de sua seriedade; de que não piscariam. O discurso de Powell em Jackson Hole tirou da mesa várias ideias questionáveis, incluindo sua asserção de que já haveriam chegado em patamar neutro de política monetária; ele também não rejeitou a manutenção do ritmo de altas de juros em 75bps na próxima reunião. Ele foi inequívoco sobre a necessidade de se trazer a taxa de juros para patamar restritivo e mantê-la ali por algum tempo, o que já estava refletido nas últimas projeções do *Federal Reserve* – *FED*; novamente, nenhuma novidade. Outros membros do comitê já vinham considerando elevar a taxa de juros acima daquilo sugerido pelas últimas projeções, apesar do surgimento de notícias mais favoráveis na frente da inflação. A precificação do mercado está refletindo um cenário mais realista de política monetária, na nossa opinião. Por um lado, o mercado reduziu o número de cortes em 2023 de 2 para 1; nós ainda esperamos que cortes de juros deixem de ser precificados e que o mercado comece a precificar altas em 2023. Nós não enxergamos cortes antes de 2024, como temos falado. Por outro lado, o mercado já precifica juros reais positivos ao longo da maior parte da curva de juros.

No momento, o juro real de 2 anos está em quase 1%, enquanto os mais longos estão todos acima de 50bps, refletindo, portanto, uma trajetória para uma postura restritiva do *Federal Reserve – FED*.

É notável a menor preocupação com recessão nos EUA com os dados vindo mais mistos, apesar de ainda desacelerando. O consumidor segue resiliente e o mercado de trabalho muito apertado, enquanto as empresas estão mais cautelosas e o cenário global de crescimento, principalmente na Europa e na China, continua se deteriorando. Após o discurso de Powell, o mercado acionário e de *commodities* gradualmente aceitaram o fato de que o *Federal Reserve – FED* seguirá seu curso e estão gradualmente ajustando seus *valuations* para refletir taxas de desconto maiores. Ao mesmo tempo, os títulos públicos americanos não se moveram muito, mas sua composição é mais consistente com taxas reais positivas por algum tempo. Continuamos acreditando que o *Federal Reserve – FED* subirá sua taxa básica em 75bps em setembro, muito em função de um mercado de trabalho superaquecido que está colocando pressão nos salários e na inflação de serviços. Na nossa visão, manter o ritmo de aperto irá facilitar o ajuste de preços relativos na economia e guiar a inflação à meta, minimizando os custos para a economia real. E, como seguimos dizendo desde março, nossa expectativa de taxa terminal de juros é entre 4 e 5%, com o nível final dependendo, em última instância, de a taxa real ex-ante entrar em território contracionista.

A Europa está entrando em um período incerto. A escassez de energia e uma recessão iminente estão complicando o trabalho do BCE, mas o consenso entre os membros do comitê – por ora pelo menos – é de que controlar a inflação é a tarefa mais importante, mesmo que isso signifique uma desaceleração mais pronunciada; e se está construindo consenso para um ajuste mais rápido da taxa de juros. Mesmo assim, o mercado segue precificando taxa reais de juros negativas pelos próximos 30 anos. Assim, ou o BCE convence o mercado de sua seriedade acerca de sua comunicação mais *hawkish*, ou a moeda irá despencar, refletindo os gritantes diferenciais de juros. Praticamente por qualquer medida, o Euro permanece pouco atrativo quando comparado ao Dólar e à outras moedas de maior carregamento. Em contraste, o presidente Kuroda do BoJ notou em Jackson Hole que será necessário manter ampla acomodação monetária – indo contra as expectativas do mercado de uma guinada na política monetária dado a retórica dos demais bancos centrais – para assegurar que a inflação permaneça próxima da meta persistentemente.

A China segue sendo um driver importante. Como notamos anteriormente, os problemas no mercado imobiliário são muito mais complexos que o imaginado anteriormente – potencialmente piores que os de 2014 -, o que, combinados com a incessante política de zero-COVID tornam a perspectiva de recuperação econômica mais incerta e reforçam as pressões baixistas na maioria das *commodities*. As medidas de suporte ao setor imobiliário parecem estar mais voltadas para estancar a sangria do que para realmente estimular o setor. Na nossa visão, os cortes de juros e as medidas fiscais anunciadas até agora não são substitutos para a recuperação da confiança dos consumidores chineses e da reabertura da economia. Portanto, nós permanecemos cautelosos com a perspectiva de uma rápida recuperação e fundamentalmente negativos com a moeda.

Na América Latina, os bancos centrais – com exceção do Bacen – continuam seus respectivos ciclos de aperto monetário em resposta aos choques inflacionários complexos, e cujo controle tem se provado extremamente difícil. No México, as minutas foram mais *hawkish* do que a última decisão e o relatório de política monetária confirmou que a inflação irá permanecer elevada até o final do ano, ao mesmo tempo em que as expectativas de inflação da pesquisa do Banxico continuaram sua trajetória de piora. Esperamos que o Banxico suba a taxa de juros em 75bps este mês e que termine seu ciclo de alta em 10%. No Chile o BCCH está com dificuldade em controlar as expectativas de inflação, e parece continuar subestimando a força e a natureza das forças inflacionárias. Revisar o intervalo da taxa de juros em toda a reunião é pouco alentador. Com uma economia desacelerando mais que o esperado, o risco é que o BCCH superestime o impacto do hiato do produto na inflação e acabe reduzindo o ritmo de aperto. Enquanto as pressões na moeda têm se reduzido em função da intervenção do banco central, isto pode ser apenas temporário dado o déficit substancial em conta corrente. Indubitavelmente o trabalho do BCCH se complica ainda mais ao se considerar que a nova proposta de Constituição foi rejeitada, iniciando-se assim um período de incerteza, especialmente com a implementação de uma agenda de reformas tributária e previdenciárias. Na Colômbia, o Banrep deve continuar seu ciclo de aperto conforme a economia siga com a atividade robusta, acompanhada de um aumento de seu déficit em conta corrente. Nós esperamos que o Banrep irá aumentar sua taxa de juros para território de dois dígitos nas próximas duas reuniões, visando tomar a frente da inflação. A proposta de reforma tributária está enfrentando alguma oposição, e pode forçar o governo a ajustá-la para uma meta menos ambiciosa.

No Brasil, nós mantemos nossa visão de que o Bacen será o primeiro banco central latino a encerrar seu ciclo de aperto. Nós vemos a taxa Selic permanecendo inalterada em 13,75% na decisão de setembro. Acreditamos que entre as duas estratégias disponíveis, quais sejam, 1) estender o ciclo de aperto e 2) manter a taxa de juros elevada por um longo tempo, o Bacen deve optar pela segunda. Uma potencial desinflação global causada por uma desaceleração da atividade pode ajudar o banco central a trazer a inflação para a meta. Do lado doméstico, os cortes de tributos sobre os combustíveis e energia geraram deflação em julho e agosto, e evitaram uma deterioração das expectativas de inflação para 2023. Na nossa visão, parece razoável que depois de 11,75% de altas de juros, a política monetária seja mais parcimoniosa daqui para frente e permita que seus efeitos defasados sejam refletidos na inflação. Dito isso, nada mudou na frente fiscal. Acreditamos que a incerteza fiscal seja a principal razão pela qual cortes de juros só possam ser feitos no terceiro trimestre de 2023, para terminar o ano em 12% e retornar à um dígito em 2024. Estímulo fiscal torna a política monetária inequivocamente mais custosa em termos de crescimento; não é surpresa que o mercado continua revisando suas projeções de PIB de 2022 para cima e 2023 para baixo. Enquanto isso, o PIB do segundo trimestre confirmou uma recuperação mais forte que o esperado e nós revisamos nossa projeção de 2022 para 2,7% de 1,7%, mas mantivemos 2023 em 0,6%. A atividade surpreendentemente forte costuma ser boa notícia para o candidato incumbente em uma eleição, apesar disso ainda não ter se refletido nas intenções de voto. Esperamos que as pesquisas eleitorais irão se estreitar nas próximas semanas.

Acompanharemos alguns temas importantes em setembro. Olharemos de perto a próxima decisão do *Federal Reserve* – *FED* e potenciais alterações em suas projeções de juros. Também aferiremos o potencial impacto do QT (*quantitative tightening*) nos mercados. Na Europa seguiremos a decisão do BCE e o desenrolar da crise energética. Mais especificamente, acompanharemos as eleições na Itália, onde a coalizão de centro-direita é favorita. Acreditamos que os riscos fiscais são significantes; a aprovação de iniciativas para reduzir o imposto de renda e tornar as regras de aposentadoria mais flexíveis podem no mínimo atrasar a implementação de reformas que permitiriam o país receber suporte financeiro do *European Recovery Fund*. A Itália está claramente entrando em um problema de crédito soberano, o qual poderia dificultar a batalha do ECB contra a inflação e cristalizar uma forma de dominância fiscal na Europa: mais uma razão para estarmos negativos com a perspectiva da moeda.

Estamos acompanhando os acontecimentos na China de perto, conforme o país se prepara para o vigésimo Congresso do Partido em outubro, quando o presidente Xi deve assegurar o terceiro mandato e anunciar suas ambições para os próximos cinco anos. Também estamos seguindo a corrida presidencial no Brasil. A embate entre Lula e Bolsonaro está apertado e tudo indica que os candidatos irão para o segundo turno no fim de outubro.

Posicionamento:

Desde a reunião do *Federal Reserve – FED* de julho até o final do mês de agosto, adotamos uma exposição líquida mais “comprada” em risco. Os argumentos para adotar essa postura, basicamente, eram 1) que a inflação americana começaria a ceder, 2) que os dados econômicos globais já demonstrariam uma certa desaceleração e isso diminuiria a pressão de estender muito mais os ciclos de política monetária e 3) o posicionamento técnico dos mercados estava muito “vendido” em risco.

Na virada do mês de agosto, notamos que as pressões inflacionárias no mundo desenvolvido seguem pujantes, principalmente na Europa e no Reino Unido. A pressão nos preços de energia na Europa causa movimentações relevantes sociais que tendem a levar a rebalanceamentos políticos, o que deve afetar o cenário no futuro. Nos Estados Unidos, apesar de dados de alta frequência estarem apresentando desaceleração econômica, o mercado de trabalho e o setor de serviços seguem acelerando. Em suma, apesar de ter passado por um período de percepção de calma, os mesmos desafios inflacionários seguem presentes e os Bancos Centrais, principalmente da Europa/Reino Unido e o americano ainda tem muito trabalho pela frente.

Nossas maiores convicções macro são de que a Europa deve entrar em recessão ainda esse ano. Com o passar do tempo, o cenário de “estagflação” deve perdurar na Europa e no Reino Unido. Projetamos que a inflação europeia e inglesa ainda estão em aceleração e devem atingir o pico mais no final do ano / no começo de 2023 e este pico deve ser de tal magnitude que os banqueiros centrais não terão alternativas a não ser seguir apertando as políticas monetárias. O *Federal Reserve – FED*, por sua vez, deve manter o juro em níveis altos pelo menos ao longo do primeiro semestre de 2023. A economia americana deve começar a desacelerar, porém com maior resiliência do que os seus pares. Isto nos deixa ainda esperando o dólar forte pelos próximos trimestres.

Juros

Acreditamos que o esforço adicional de aperto monetário vai contribuir para o mercado precificar uma desaceleração maior de atividade no futuro. Em função disto, aplicamos juros nominais no Brasil e abrimos posição relativa aplicada no Brasil vs. tomada nos EUA. Acreditamos que o Brasil é o país mais avançado no ciclo econômico e que, apesar da SELIC permanecer nos patamares atuais por um período prolongado, o mercado vai seguir invertendo a curva nominal em virtude da influência do cenário global. O fiscal brasileiro segue sendo um risco, mas, em nossa opinião, não há expectativa de novas rodadas de notícias negativas neste campo até o final do ano.

Commodities

Reduzimos nossa exposição em *commodities* agrícolas e compramos energia via urânio que é uma alternativa viável de energia que deve seguir recebendo investimentos à medida que a dependência pelas energias tradicionais segue apresentando desafios e a energia nuclear volta a ganhar espaço.

Moedas

Enxergamos oportunidade em ficar vendidos no Euro e vendidos na Libra contra o dólar. Também estamos comprados em dólar contra o Iene explorando a disparidade de política monetária entre o BOJ e o *Federal Reserve – FED* e não descartamos a possibilidade de um movimento mais “parabólico” de alta no dólar que leve a potenciais discussões sobre intervenções oficiais neste mercado. Nos emergentes, ficamos comprados no real e vendidos no rand sul-africano e ficamos comprados no peso mexicano.

Bolsa

Zeramos nossa exposição direcional ficando vendidos no S&P. Acreditamos que apesar do risco eleitoral nos próximos dois meses, a bolsa brasileira segue excessivamente barata e ficamos comprados acreditando que os ajustes futuros da economia brasileira devem ser menores do que no exterior.

Estratégia Sistemática

Os modelos sistemáticos tiveram um mês muito positivo em agosto. Os algoritmos de juros iniciaram o mês com posições aplicadas e se beneficiaram de um expressivo fechamento da curva de juros. Ao fim do mês, reduziram essas posições e encerraram o mês ainda com posições aplicadas, mas com menos risco alocado. Os modelos de Dólar Americano, que tinham posições compradas no mês de julho, zeraram as compras e executaram vendas ao longo de agosto. A modelagem de bolsa concentrou posições nos setores elétrico, no mercado interno e no setor de energia. A exposição líquida que ficou muito reduzida no início do ano está comprada em bolsa e em níveis expressivos.

Crédito Local

O mercado de crédito local apresentou performance positiva no mês: diante do forte fluxo de captação dos fundos de crédito e menor volume de emissões primárias, o nível dos spreads praticado no período caiu, principalmente nos papéis AAA, que apresentaram fechamento médio de taxa de 5bps no decorrer de toda a curva. Para ativos de maior risco e menor liquidez, as taxas, em geral, permaneceram estáveis.

Sobre os fundamentos, em agosto foram divulgados os resultados referentes ao segundo trimestre do ano. No geral, observamos queda marginal dos resultados operacionais e aumento das despesas financeiras. Ainda que as oscilações citadas não alterem de forma relevante os fundamentos de crédito das empresas hoje, a tendência para a alavancagem nos próximos trimestres é de alta.

Crédito Internacional

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

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.

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

Aprovação 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	1,63%	139%	11,10%	144%	25,59%	182%	07/05/2020	68.054.693	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	2,18%	187%	6,29%	81%	4,72%	36%	24/08/2020	41.113.215	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	2,55%	218%	9,69%	125%	7,45%	56%	20/08/2020	6.643.807	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,37%	117%	10,81%	140%	20,93%	161%	24/08/2020	140.500.033	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,29%	110%	9,12%	118%	12,29%	119%	24/08/2021	366.515.201	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	5,27%	2262%	6,07%	82%	38,57%	108%	19/08/2019	53.019.464	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	1,68%	551%	2,23%	157%	-1,31%	-	23/12/2020	11.222.343	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	1,44%	207%	-10,55%	-	-8,57%	-	23/12/2020	20.132.688	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/>