

Calibragem

A economia global e os mercados estão entrando no novo ano com dinâmicas contrastantes que moldarão um ambiente muito desafiador para os investidores. Esperamos que a economia global desacelere significativamente no final do ano, com fortes distinções regionais. A economia dos EUA continua forte, mas deve enfraquecer de forma mais significativa no segundo semestre de 2023, quando a política do FED passar para um nível crescente de restrição à medida que a inflação recuar; uma recessão - se houver - deve durar pouco. A economia da Europa continuará lutando e provavelmente já está em recessão. O crescimento na China se estabilizará, mas as perspectivas ainda são altamente incertas devido ao abandono desorganizado de sua política sanitária. A América Latina está pronta para um ano difícil, já que o impacto do aperto monetário cobra seu preço. Nos mercados emergentes, a diferenciação de política monetária aumentará ao longo do ano, criando oportunidades em juros e moedas locais. A calibragem da política monetária será um tema-chave de investimento ao longo de 2023.

Acreditamos que as tendências da inflação global serão menos benignas do que o esperado em 2023, principalmente devido aos mercados de trabalho apertados. Os bancos centrais serão forçados a reavaliar suas trajetórias de juros para incluir pausas mais longas e, em alguns casos, taxas mais altas do que o previsto. No entanto, muitos encerrarão seus ciclos e alguns poderão começar a flexibilizar a política monetária. Um importante tema de investimento em 2023 será a “calibragem” da política monetária.

O que isto significa? Quando os bancos centrais encerrarem suas campanhas de aperto e a inflação continuar a recuar, a política monetária continuará a apertar passivamente (juro real aumenta). A questão que os banqueiros centrais terão de abordar é como administrar, ou “calibrar”, o grau de restrição da política monetária daqui para frente. Alguns bancos centrais podem decidir permitir que o aperto monetário passivo continue para consolidar uma trajetória de queda da inflação, enquanto outros podem preferir calibrar a política de taxas de juros para manter - e não aumentar - um nível desejado de restrição. A gestão da política monetária será significativamente diferente de país para país neste ano, muito mais do que no ano passado, e isso criará interessantes oportunidades de investimento. A política monetária permanecerá no centro das perspectivas de investimento em 2023.

À medida que entramos no primeiro mês do ano, vale contemplar como as coisas estão agora. A última decisão e comunicação do FED foi bastante agressiva contra a percepção do mercado de que o FED já pode ter feito muito para controlar a inflação. As condições financeiras afrouxaram antes da decisão do FED, mas e se reverteram depois disso. Os mercados continuam lutando para precificar a trajetória do FED até 2025, com uma taxa terminal mais baixa e cortes anteriores aos embutidos nas projeções. Do outro lado do Atlântico, o Banco Central Europeu surpreendeu os mercados e entregou uma mensagem muito dura, apesar de diminuir o ritmo de aperto depois de revelar revisões significativamente para cima em suas projeções de inflação, que, aliás, permanecem acima da meta até 2025. A presidente Lagarde continuou dizendo que haverá uma série de aumentos de 50bp nas próximas reuniões e observou que o banco central pode fazer mais do que o mercado precificou. Isso exigiria pelo menos 150bp adicionais para alcançar uma posição restritiva de cerca de 50bp com base na taxa de juros real ex-ante, levando a taxa de depósito para cerca de 3,5%, no mínimo. Em outra surpresa, o Banco do Japão alterou os parâmetros de sua política de controle da curva de juros, permitindo uma maior flutuação do título de 10 anos de +/- 25bp para +/- 50 bp, mantendo o juro alvo em 0%. Acreditamos que este seja um preâmbulo para um movimento mais decisivo para aumentar a meta de rendimento do título de 10 anos ou elevar a taxa básica de juros dos atuais -0,10%. Isso pode ocorrer após a saída do governador Kuroda na primavera de 2023.

Permitir uma flutuação mais ampla nos títulos de 10 anos permite que o banco central “descubra” onde os mercados desejam precificar um próximo potencial movimento. O mercado atualmente precifica uma taxa pico de 30bp no 3º trimestre de 2023 a partir da atual taxa de -10bp. À medida que 2022 chega ao fim, outros bancos centrais nacionais de mercados desenvolvidos continuaram a aumentar suas taxas de juros, incluindo na Suíça, Noruega e Reino Unido. Acreditamos que a campanha de aperto dos principais bancos centrais - excluindo o Japão - será concluída até o primeiro semestre deste ano.

Merece destaque a mudança dos membros votantes do FED neste ano. Bullard e Mester, dois dos mais fortes defensores de uma política monetária firme no combate à inflação, deixarão a lista de votação, assim como George - que está se aposentando - e Collins. Os substitutos serão Golsbee, um economista da era Obama conhecido por suas ideias controversas, Harker, Logan - um recém-chegado com ampla experiência nos mercados financeiros, mas cujas visões monetárias ainda são desconhecidas -, e Kashkari, que se inclina mais para o campo *dovish*. À margem, acreditamos que a nova lista se inclina mais para o lado *dovish*.

Os eventos na China serão um tema-chave de investimento em 2023. A principal mensagem da reunião do Politburo e da Conferência Central de Economia do Trabalho mostrou uma postura pró-crescimento convincente em uma clara mudança de tom em relação ao início de 2022. O governo enfatizou seus esforços para recuperar a confiança dos investidores e consumidores ao anunciar fortes medidas de apoio ao consumo das famílias e ao setor imobiliário, tudo acompanhado de políticas fiscais e monetárias estimulativas. Acreditamos que as medidas relacionadas ao mercado imobiliário devem fornecer suporte suficiente para pelo menos estabilizar o setor, mesmo que a política de “não especulação” permaneça em vigor. O acontecimento mais importante para os mercados, no entanto, foi a mudança brusca na política sanitária do país. A China agora almeja uma reabertura total da economia, e abandonou a política de “zero-COVID”.

A consequência imediata foi um aumento maciço de infecções e mortes, que manteve a atividade econômica deprimida em dezembro, conforme evidenciado por PMIs recentes e pelos dados de mobilidade. O equilíbrio entre as políticas de apoio do governo e o custo econômico de uma reabertura desordenada nos deixa cautelosos quanto ao momento da recuperação econômica. Agora vemos uma recuperação mais provável durante o segundo trimestre, à medida que os casos de COVID caem drasticamente e as famílias começam a gastar o excesso de poupança acumulada nos últimos três anos.

Conforme observado no início desta nota, 2023 será um ano de fortes contrastes. Além de uma desaceleração global, questões sobre a recuperação chinesa, rigidez inflacionária e um novo desafio de calibragem da política monetária, existem vários outros temas que acreditamos que irão se desenrolar. A primeira é a perspectiva para o dólar. Acreditamos que, enquanto o FED continuar a aumentar as taxas, o dólar permanecerá relativamente bem suportado, mas não necessariamente se fortalecendo. Assim que o FED terminar seu trabalho, é provável que isso mude. Com isso, e em combinação com uma reabertura mais avançada e, esperançosamente, menos traumática na China, as *commodities* em geral podem ser suportadas; acreditamos que as perspectivas para energia e metais são favoráveis. As moedas emergentes também se beneficiarão com a melhoria dos termos de troca e custos de financiamento estáveis.

Como escrevemos recentemente, na América Latina os bancos centrais estão à frente da curva e provavelmente enfrentarão seus próprios desafios de calibragem. Os bancos centrais do Brasil e do Chile terminaram seus ciclos de alta, mas o cenário de política monetária provavelmente será bem diferente. O Brasil está lutando para lidar com uma piora nas perspectivas fiscais (mais sobre isso abaixo) que já está contaminando a inflação e as expectativas de política monetária. No Chile, o banco central recebeu notícias preocupantes sobre a inflação e a presidente Costa alertou sobre o afrouxamento prematuro da política monetária. Não vemos cortes nas taxas de juros no Chile durante pelo menos os primeiros seis meses de 2023. O México será um caso interessante e temos um consenso completamente diferente do mercado em relação à política monetária. O nível de restrição de política parece significativo tanto com base na taxa de juros ex-ante real quanto no diferencial de juros entre o FED e o Banxico.

Se a inflação cair conforme esperado pelo Banxico e pelo consenso nos primeiros meses de 2023, acreditamos que o banco central estará em condições de começar a calibrar sua política para atingir um certo nível de restrição e evitar um aperto passivo excessivo. Nossa opinião é que o Banxico comece a cortar as taxas já em junho ou agosto, no mais tardar. Na Colômbia, a perspectiva política do Banrep permanece bastante incerta. A economia continua a ter um desempenho melhor do que o esperado e a inflação a surpreender para cima. O déficit em transações correntes é significativo e o ajuste fiscal, embora bem-vindo, parece limitado. Esperamos aumentos incrementais das taxas de juros, mas a pausa da política monetária pode demorar um pouco para consolidar um caminho para uma inflação mais baixa. Atualmente, não vemos cortes de juros na Colômbia este ano.

No Brasil, o congresso aprovou uma emenda constitucional que prevê um estímulo fiscal de R\$ 168 bilhões (1,7% do PIB) para 2023. Além disso, o congresso aprovou um orçamento do governo federal para 2023 com déficit primário de R\$ 230 bilhões (2,3% do PIB). Isso resultará em um aumento da dívida bruta em torno de 7 pp para 84% do PIB em 2023. Acreditamos que a postura fiscal em 2023 manterá a inflação alta com muito pouco benefício para o crescimento econômico. Mantemos nossa visão de uma forte desaceleração econômica, passando de cerca de 3% de crescimento em 2022 para 0,9% em 2023. A inflação provavelmente permanecerá alta em torno de 5%, longe da meta de 3,25%. Com esse cenário macro, acreditamos que o banco central será extremamente cauteloso quanto à flexibilização da política monetária até que haja mais visibilidade no novo quadro fiscal. Continuamos acreditando que o Bacen cortará juros no 3T. Continuamos focados na evolução do novo arcabouço fiscal e no seu potencial efeito nos mercados. Em nossa visão, existe algum risco de que o Bacen reinicie seu ciclo de aperto, principalmente se a taxa de câmbio superar 5,80 por dólar em resposta à combinação de desequilíbrios fiscais crescentes e à falta de uma âncora fiscal confiável no médio prazo.

Posicionamento:

Mesmo com as revisões recentes indicando uma atividade mais robusta no Estados Unidos, com um mercado de trabalho ainda bastante apertado e discursos mais *hawkishs*, tanto do FED como ECB, mantemos o cenário de desaceleração econômica gradual e os ativos e posições vinculados a essa visão devem seguir performando bem. O Banco Central americano sinalizou que deve promover mais uma alta de juros esse ano e não cortar juros em 2023. Acreditamos que o FED deve manter a taxa de juro elevada por um período ainda mais prolongado do que os mercados precificam.

O ensaio de reabertura da economia Chinesa, mesmo ainda envolto em muitas dúvidas com relação a sua velocidade e abrangência só deve começar a aparecer em dados econômicos nos próximos meses, mas os mercados irão explorar esse tema. Mas, esperamos que os mercados continuem explorando temas de investimento relacionados a reabertura chinesa desde já.

Essa conjunção do final do ciclo de aperto monetário das economias centrais no horizonte e uma efetiva reabertura da China promovem um ambiente propício para moedas emergentes vinculadas à economia oriental e o enfraquecimento do dólar.

Juros

No mercado local houve uma severa reprecificação da curva por conta da percepção de um risco fiscal maior na nova gestão que se inicia. A aprovação da PEC com um valor substancialmente superior ao inicialmente imaginado pelo mercado e discursos contraditórios da equipe econômica trouxeram as taxas nominais para as cercanias de 13% a.a. em toda curva e as inflações implícitas para cima de 6% em todos os termos. As inclinações, que negociavam negativas por conta do forte aperto monetário realizado em 2022 estão perto da estabilidade. Nesse cenário, ficamos com posições cautelosas nos juros e nos beneficiamos da inclinação 25/27 que montamos em torno de -40 e saímos em torno de -17.

Continuamos construtivos com posições aplicadas em juros americanos nos termos mais longos. Os desafios fiscais de outras nações na América Latina tiram um pouco do apetite para o mercados de juros emergentes mesmo havendo forte antecipação de aperto monetário nesses países.

Commodities

Estamos otimistas com *commodities* de uma maneira geral, mas destacamos o petróleo (energia), metais (em função da reabertura na China) e ouro.

Moedas

Enxergamos valor em ficar comprados em moedas relacionadas a *commodities* e à reabertura chinesa com destaque para CLP e o próprio CNH, financiando essas compras com a venda de dólar.

Bolsa

Estamos estruturalmente pessimistas com as bolsas, principalmente, com a bolsa americana por vemos uma dificuldade muito maior de desinflação na economia americana e um cenário de juros mais restritivos por mais tempo que o mercado precifica. No mercado local, a venda da bolsa com uma venda de dólar como hedge gera carregamento positivo nas duas posições e atenua um pouco do idiossincrático local.

Estratégia Sistemática

O resultado das eleições trouxe uma reprecificação negativa para o mercado brasileiro. Os ativos tiveram um mês de dezembro bastante ruim. Os modelos de bolsa vinham carregando um risco direcional reduzido e com a queda da bolsa assumiram posições vendidas em índice praticamente no mês todo. A queda do Ibovespa só não foi maior pois os setores de mineração e siderurgia

tiveram ganhos sensíveis com a reabertura da China. Mesmo com essas altas, houve poucas compras de papéis individuais ao longo do mês, mas esse movimento provocou a compra do índice, não só zerando a venda, mas com um residual comprado no fechamento do ano. Os modelos de juros tiveram posições aplicadas ao longo do mês sem resultados significativos, dado o baixo risco alocado. A modelagem de moedas não teve posições ao longo de dezembro (estratégia restrita ao fundo Bracco, neste momento).

Crédito Local

Em dezembro, o mercado de crédito local reverteu parte do movimento positivo observado nos últimos meses. No período, os fundos de renda fixa tiveram o fluxo mais negativo do ano, somando resgates líquidos na ordem de R\$ 123 bilhões, segundo a ANBIMA.

Também repercutiu negativamente o processo de transição de governo que sinalizou a adoção de uma política fiscal mais frouxa, dentre outras medidas heterodoxas que afetaram negativamente as perspectivas econômicas do país. Apresentaram deterioração principalmente emissores com maior nível de alavancagem, além de setores de consumo e de bens de capital, que são mais sensíveis à inflação, emprego e disponibilidade de crédito.

Nesse contexto, o mercado de crédito retraiu-se e o investidor passou a exigir mais prêmio nas operações de crédito. Em geral, os spreads apresentaram alta para todos os perfis de risco e prazos.

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

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco	Iguana
Juros					
Commodities					
Moedas					
Renda Variável (on e off)					
Sistemático					
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.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIC FIM CP	1,75%	156%	15,78%	128%	30,88%	163%	07/05/2020	67.659.701	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	0,54%	48%	2,66%	21%	1,14%	6%	24/08/2020	39.196.801	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	0,40%	36%	7,77%	63%	5,57%	31%	20/08/2020	3.776.705	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,88%	168%	17,26%	140%	27,97%	157%	24/08/2020	172.357.550	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,32%	118%	14,59%	118%	17,92%	119%	24/08/2021	476.437.080	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	0,72%	107%	0,22%	2%	30,93%	81%	19/08/2019	47.498.518	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

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/>