

## **Março Desafiador para os Mercados Emergentes**

---

As perspectivas para os mercados e investimentos estão se tornando ainda mais desafiadoras após um fevereiro tumultuado. Uma combinação de dados econômicos mais fortes do que o esperado globalmente e um núcleo de inflação persistentemente alto resultará inevitavelmente em juros mais altos e um período prolongado de dólar forte, nenhum dos quais é favorável aos mercados emergentes.

Como observamos em nossa carta de divulgada em fevereiro, era prematuro celebrar vitória e comemorar a perspectiva benigna de um pouso suave acompanhado de uma desaceleração da inflação nos EUA. Dados concretos ainda apontam para um crescimento econômico moderado, mas resiliente, com algumas áreas de fraqueza, e um mercado de trabalho forte, resultando em pressões salariais elevadas e um núcleo de inflação notavelmente alto e com muita rigidez. A perspectiva otimista do mercado para a inflação nos EUA e sua subavaliação da trajetória de juros pelo FED se baseou em melhorias da inflação fora do núcleo, principalmente na de energia, e na melhoria contínua dos gargalos da cadeia de suprimentos. O núcleo da inflação de bens nos EUA teve 3 meses consecutivos de deflação entre outubro e dezembro de 2022, enquanto os preços de energia estiveram em deflação em 5 dos últimos 7 meses entre junho e dezembro de 2022.

Por outro lado, o núcleo da inflação de serviços (amplamente associada a um mercado de trabalho apertado) está na média perto de 50 p.b. mensais desde junho de 2022, anualizando algo em torno de 6%. Considerando que o núcleo de serviços tem um peso de cerca de 65% no PCE, o piso para a inflação cheia está próximo de 4%. Além disso, uma vez que o núcleo da inflação de serviços compreende 73% do núcleo total, isso coloca um piso para a inflação cheia geral próximo de 4,4%. Outra tendência preocupante é que os índices de difusão da inflação voltaram a subir. Isso significa que um universo maior de preços na economia está aumentando mais rapidamente do que o compatível com uma inflação de 2%. O índice de difusão para o índice PCE agora está em 67%, perto do pico de 70% e acima da baixa recente de 55%. Para o núcleo da inflação, o índice de difusão subiu para uma alta histórica de 68%, acima da baixa recente de 52%.

A mensagem dos dados de inflação é que há muito trabalho a ser feito pelo FED para colocar a inflação de volta em um caminho de convergência para a meta. A próxima reunião do FOMC no final de março produzirá um novo conjunto de projeções econômicas e uma nova trajetória para os *Fed Funds*. Acreditamos que os riscos estão claramente direcionados para uma taxa terminal mais alta, por dois motivos: 1) porque a dinâmica da inflação é ainda mais desafiadora do que se acreditava e 2), porque, de uma perspectiva de gestão de risco, faz sentido que o FED estenda seu ciclo de alta e corra o risco de apertar mais do que o necessário, ao invés de menos. Além dessas considerações, acreditamos que o debate dentro do FOMC sobre o *trade-off* entre subir menos e manter uma taxa alta por mais tempo, versus subir mais e manter a taxa mais alta por um período mais curto ainda não foi resolvido. Estamos mantendo nossa opinião de longa data de uma taxa terminal entre 5,25% e 5,5%, mas vemos riscos de alta dependendo das novas informações sobre o mercado de trabalho e sobre o núcleo da inflação.

Há boas notícias, no entanto. A sub-precificação do mercado da taxa terminal do FED e seu caminho a seguir finalmente sucumbiram à evidência esmagadora de que a inflação nos EUA é um problema mais sério do que se acreditava inicialmente. As discrepâncias entre a precificação de mercado acerca das ações do FED e as projeções de juros do próprio FED praticamente desapareceram, incluindo a taxa terminal e sua trajetória até 2025. As projeções de março do FED provavelmente trarão mudanças, reforçando a ideia de que o controle da inflação ainda é um trabalho em andamento. Acreditamos que uma precificação mais realista dos *Fed Funds* daqui para frente deve ajudar o mercado a avaliar os riscos em geral de forma mais adequada. A economia dos EUA está se ajustando a uma desaceleração cíclica necessária para eliminar os excessos acumulados nos últimos 15 anos de taxas de juros baixas ou zero, sem falar do QE. Isso não é uma crise, e é improvável que o FED reaja como se fosse.

A inflação persistente parece ser um fenômeno global; está acontecendo na Europa e em muitos países emergentes. Como resultado, alguns bancos centrais terão que apertar um pouco mais a política monetária, enquanto outros manterão uma taxa elevada até 2024. Como notamos em nossas notas anteriores, os bancos centrais que decidiram subir os juros antes ficariam em melhor situação para encurtar as pausas de seus respectivos ciclos de aperto e começar a cortar juros e calibrar sua postura mais cedo. Dito isso, devido a esse problema da persistência da inflação, nossa expectativa anterior de que a calibragem começaria no início do segundo semestre do ano provavelmente será adiada até o quarto trimestre.

Também observamos em artigos recentes a discrepância entre indicadores de dados concretos e dos dados qualitativos ou de pesquisas. Não faz muito tempo, dados fracos baseados em pesquisas pintaram um quadro muito mais sombrio da economia global. Esses indicadores de sentimento deram a sensação de que as economias dos EUA e da Europa entrariam em recessão em pouco tempo, e forçariam os bancos centrais a fazer uma pausa e até mesmo a reverter o curso do aperto.

Os dados concretos foram um tanto rejeitados por muitos que argumentaram que eram defasados e menos confiáveis. Agora está claro que os dados concretos refletiram muito melhor a força subjacente da economia global e ajudaram a explicar a rigidez da inflação. Curiosamente, os indicadores mais qualitativos mudaram em áreas-chave e agora estão mais alinhados com os dados concretos. As perspectivas econômicas agora parecem mais resilientes no contexto de uma tendência de enfraquecimento, mas dificilmente consistentes com uma recessão iminente. A recessão pode acontecer, mas, para isso, precisa-se observar muito mais aperto monetário dos principais bancos centrais.

Onde os mercados emergentes se encaixam nesse cenário? A classe de ativos está em uma situação difícil. O carregamento (juros) ainda é atraente, mas perderá atratividade se os bancos centrais dos países desenvolvidos, principalmente o FED e o Banco Central Europeu (BCE), decidirem reajustar para cima suas taxas terminais e o caminho dos juros daqui para frente. O BCE também iniciará seu programa de vendas de títulos (QT). Esperávamos que o dólar permanecesse forte até o primeiro trimestre, mas agora parece que isso continuará por mais algum tempo, especialmente se a campanha de aperto do FED for estendida pelo menos até junho. O BCE também está lutando contra a alta inflação, enquanto o Banco do Japão provavelmente modificará sua política de controle da curva de juros com o objetivo de eventualmente aumentar os juros. Um potencial vento favorável para os ativos de mercados emergentes é o progresso na recuperação da China. A rápida reabertura foi uma surpresa positiva, mas sentimos que o seu impacto foi sobrestimado. Estamos cautelosos sobre a recuperação do setor imobiliário e a saúde financeira dos governos locais, mas construtivos em relação à recuperação do consumo com base em nossa estimativa do uso potencial da poupança acumulada. Em resumo, continuamos cautelosamente otimistas sobre a recuperação chinesa.

Em nossa opinião, os bancos centrais dos mercados emergentes que deveriam cortar os juros em pouco tempo terão que estender sua pausa. Por exemplo, não acreditamos que o Chile será capaz de cortar as taxas em sua próxima reunião. A inflação e o crescimento continuam surpreendendo para cima e as expectativas estão acima da meta. A apreciação cambial decorrente dos efeitos favoráveis da recuperação chinesa é útil, mas insuficiente para justificar cortes, a nosso ver. É provável que o Banxico (Banco Central do México) estenda seu ciclo de aperto em pelo menos mais 50 p.b. para 11,5%, potencialmente deixando a porta aberta para mais. O núcleo da inflação continua sendo um problema, mas provavelmente começará a cair no segundo trimestre. Esperamos que o Banrep (Banco Central da Colômbia) continue sua campanha de aperto, mas em um ritmo mais lento, e que eventualmente atinja uma taxa terminal de 13,5%. As pressões cambiais resultantes de iniciativas de reforma controversas provavelmente continuarão e reforçarão as já fortes pressões de indexação de preços. No Brasil, esperamos pressão contínua sobre o Bacen (Banco Central do Brasil) para que haja corte de juros. As expectativas de inflação continuam subindo como resultado das discussões sobre a mudança da meta de inflação, das incertezas fiscais e das pressões do governo para cortar as taxas. O evento de crédito das Lojas Americanas pode reforçar a desaceleração econômica em curso. Nossa estimativa é que, no pior cenário, a economia sofreria um choque de 0,7% no PIB, levando a um crescimento de zero em 2023. Em nossa opinião, é improvável que isso resulte em uma melhora nas expectativas de inflação e leve o Bacen a afrouxar a política monetária prematuramente. Acreditamos, no entanto, que o anúncio potencial de uma nova estrutura fiscal crível seria a única alternativa para justificar algum alívio de juros até o final do terceiro trimestre.

Para o próximo mês, acompanharemos de perto os dados sobre o mercado de trabalho e a inflação nos EUA. Números fortes nos levarão a reconsiderar nossa estimativa da taxa terminal do FED e sua trajetória a seguir.

## Posicionamento:

---

Os últimos dados e sinalizações dos membros do FOMC afastaram a possibilidade de pausa nas altas de juros na economia americana, os aumentos devem continuar no ritmo atual por pelo menos mais 3 reuniões. Eventuais cortes de juros devem ficar somente para 2024.

### Juros

No Brasil o nível de juro real elevado por muito tempo e o novo cenário apertado no mercado de crédito pelos eventos recentes devem precipitar a precificação de quedas de juros no mercado independente do recuo das expectativas de inflação. Com esse cenário, mantemos as posições tomadas nos *steepners* mas adicionamos posições aplicadas nos juros curtos (jul/24 e jan/26). O corte no curto prazo não deveria promover alívio de risco imediato na curva longa. Na curva de juros americana, carregamos posições tomadas acreditando que ainda há espaço para uma precificação maior do FED mais *hawkish* por mais tempo.

### Commodities

Com o China reabrindo, mantemos nossa visão positiva para *commodities* e temos posições compradas em *“basic materials”*.

### Moedas

O ciclo monetário de aperto nos emergentes favorece o *carry* dessas moedas, carregamos compras de Peso Chileno e Peso Mexicano financiadas por vendas de Dólar Canadense e Dólar NeoZelandês, isolando os pares do efeito do Dólar Americano.

## Bolsa

A instância mais *hawkish* do FED explicitando a necessidade de desaceleração justifica uma posição vendida de S&P nesse momento.

## Estratégia Sistemática

O mês de fevereiro foi marcado por uma deterioração constante nas condições financeiras, tanto pelo mercado externo quanto pelo ruído político local, que provocou uma queda forte do índice Bovespa de 7.42%. A carteira do Bracco, mesmo mais defensiva, teve um retorno negativo de 1.71%. Ao longo do mês os modelos reduziram a exposição líquida comprada em bolsa de 26% para 2,4% por conta dessa aversão ao risco que foi capturada nos dados. Os modelos de juros oscilaram no tamanho das suas posições aplicadas devido à alta volatilidade do mercado e a maior sensibilidade dos modelos de juros vis-à-vis os de renda variável e câmbio. A posição de câmbio se manteve comprada no Real ao longo do mês todo, com um tamanho que variou entre 12% e 19% de exposição.

## Crédito Local

O mercado de crédito local manteve trajetória negativa, impactado por novos eventos de crédito, principalmente da companhia Light e empresas do segmento de varejo.

As curvas de crédito abriram como um todo, com destaque para emissores mais alavancados e papéis menos líquidos que, diante de condições econômicas mais desafiadoras e liquidez restrita, apresentaram maior pressão de venda. Assim, as negociações alcançaram níveis de 50 a 100 bps superiores ao nível de *spread* precificado na ANBIMA. O índice IDEX-DI, que reflete a performance das debentures mais líquidas do mercado, caiu -1,22% no mês.

O mercado primário seguiu bastante restrito. As poucas emissões colocadas no período decorreram de compromissos firmados anteriormente e/ou apresentaram ajustes no nível de *spread* oferecido.

Os resultados divulgados, referentes ao quarto trimestre de 2022, não ofereceram alento. Os dados dos bancos, em geral, apontaram para deterioração da inadimplência, em linha com os dados que vinham sendo divulgados pelo banco central. Nas empresas, os resultados operacionais, ainda que estáveis, não foram suficientes para estabilizar os índices de alavancagem, que apresentaram alta em função do aumento dos custos financeiros e consumo de caixa das operações.

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

## 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	1,42%	155%	2,15%	105%	33,69%	158%	07/05/2020	53.770.970	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	0,91%	99%	1,07%	52%	2,23%	11%	24/08/2020	38.686.499	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	1,28%	139%	2,08%	102%	7,77%	38%	20/08/2020	3.573.005	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,98%	107%	2,34%	114%	30,96%	153%	24/08/2020	182.263.314	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	0,62%	67%	0,01%	1%	17,94%	103%	24/08/2021	490.762.725	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	-1,71%	--	-1,38%	--	29,12%	71%	19/08/2019	41.717.434	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,  
7° 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/>