

Muito Cedo Para Declarar Vitória

AO início do ano trouxe dados bastante mistos, e de certa forma contraditórios, destacando a natureza incerta das perspectivas de investimento, apesar de um forte desempenho dos ativos de risco globalmente. Exceto pela forte recuperação dos serviços ISM nos EUA e na China, os indicadores qualitativos permanecem fracos em geral. Por outro lado, os dados concretos em muitos países ainda estão surpreendentemente resilientes. A força dos dados de emprego parece mais ampla do que o previsto e a vitalidade dos últimos números do mercado de trabalho nos EUA surpreendeu a todos. De repente, a expectativa do mercado de que a economia entraria em recessão paralelamente com uma inflação em queda se desfez. A precificação do mercado para a trajetória dos juros americanos, com uma taxa terminal menor do que a projetada pelo FED, seguida de cortes subsequentes nas taxas, tornou-se irreal. Igualmente inapropriados eram os preços da inflação futura e das taxas reais. A inflação, no entanto, tem surpreendido para baixo em muitos países, refletindo um tema comum com preços de energia mais baixos combinados com uma melhoria das cadeias produtivas. A inflação dos EUA (PCE) se comportou bem nas últimas 3 leituras, seguindo essas mesmas tendências. Dito isso, a inflação de serviços nos EUA ainda é problemática. A inflação dos principais serviços parece ter se estabilizado em torno de 40p.b. ao mês nos últimos 5 meses, um nível que acreditamos ser inconsistente com a convergência da inflação para a meta. A resiliência da inflação de serviços é, pelo menos em parte, explicada pela evolução do mercado de trabalho.

Seguindo o mantra do FED de ser dependente dos dados, as informações mais recentes sobre o mercado de trabalho, a pressão sobre os mercados de energia e as crescentes pressões de demanda resultantes da reabertura econômica da China devem, em nossa opinião, levar o FED a considerar pelo menos um aumento adicional de 25 p.b. em junho, em linha com nossa opinião de longa data, fora do consenso, de uma taxa terminal entre 5,25 e 5,5%.

Além do FED, o Banco Central Europeu (BCE) subiu 50 p.b. como esperado e orientou outros 50 p.b. para a reunião de março. Usando a taxa de juros real ex-ante como medida da orientação da política monetária, acreditamos que o BCE deva pelo menos levar sua taxa terminal para 3,5%, dos atuais 2,5%. A última pesquisa sobre as expectativas de inflação de curto prazo mostrou revisões para cima em 2023, para 5,9% e em 2024, para 2,7%; muito cedo para declarar vitória. É provável que o Banco Central do Japão (BOJ) faça a transição para uma postura menos acomodativa - chamá-lo de rígido ou *hawkish* é inapropriado. Dito isto, contribuirá para um aperto adicional das condições financeiras globais. Acreditamos que, dada a força da economia mundial, as muitas incertezas sobre o comportamento de variáveis-chave, incluindo a inflação, os bancos centrais não devem ter medo de arriscar fazer muito, ao invés de fazer muito pouco. O custo econômico potencial de se fazer demais pode ser facilmente reversível. De fato, as informações recebidas continuam sugerindo que a maioria das economias é forte o suficiente para absorver mais contenção monetária. Esta é uma desaceleração cíclica, não uma crise. Esperemos que os bancos centrais reajam de acordo. Muitas vezes, as recessões são necessárias para eliminar os desequilíbrios. Quinze anos de juros zero acumularam sérios desequilíbrios em muitas áreas da economia e dos mercados financeiros. Fazer o que for necessário para controlar a inflação deve prevalecer, em nossa opinião, sobre as preocupações de uma desaceleração cíclica.

Com o grave choque econômico resultante da pandemia, todas as relações econômicas de longa data em muitas economias foram profundamente afetadas. É difícil dizer quais serão as novas relações entre poupança e investimento ou entre consumo e poupança. Qual é a nova forma da curva de Phillips? Quais são as defasagens e a potência da política monetária? Quais são os novos níveis de desemprego de longo prazo ou a famosa taxa de juro real neutra (r^*)? Qual será o impacto nos custos trabalhistas, nos investimentos e na eficiência econômica em geral como resultado da reformulação das cadeias produtivas e alterações nos mercados de energia como resultado da guerra? Nosso palpite é que ninguém realmente sabe as respostas para a maioria dessas perguntas. Levará anos e muito trabalho duro e pesquisa para descobrir isso. Enquanto isso, continuamos usando as velhas ferramentas, por assim dizer, para consertar uma economia global completamente diferente. É como tentar comer sopa com um garfo. Estamos cientes das deficiências da análise econômica, mas devemos continuar nos esforçando ao máximo para traçar o cenário em evolução e construir portfólios de acordo. O cabo de guerra entre recessão e aterrissagem suave, entre dados concretos e qualitativos, entre a trajetória dos juros do FED e os preços de mercado, continuará por algum tempo. Com tão pouca visibilidade no horizonte de investimentos, acreditamos que as posições devem seguir leves, focadas nos juros altos dos mercados emergentes, cautelosas com a valorização do dólar, continuar jogando a favor da reabertura chinesa e avaliar a evolução do crédito soberano.

Continuamos acreditando que as melhores oportunidades em dentro dos mercados emergentes continuam na América Latina. Vemos o Banco Central do México (Banxico) estendendo seu ciclo de aperto para 11,25% porque o núcleo da inflação continua problemático. Se a inflação recuar conforme o esperado, a pausa da política monetária fornecerá um aperto passivo adicional e poderá ser de curta duração; acreditamos que o Banxico pode reduzir as taxas em até 100 p.b. até o final do ano. No Chile, esperamos que o Banco Central do Chile (BCCH) comece a cortar juros por volta de abril devido à desaceleração da economia e ao declínio das expectativas de inflação.

Dito isso, acreditamos que o mercado está precificando um ciclo de corte de juros muito agressivo, pois acreditamos que a inflação de serviços provavelmente será mais persistente do que o esperado. A Colômbia está em apuros. A inflação permanece teimosamente alta, em parte alimentada pela eliminação dos subsídios à energia e pela indexação. Os efeitos de segunda ordem permanecem fortes e têm efeito adverso sobre as expectativas de inflação. O Banco Central da Colômbia (Banrep) tem um trabalho difícil. Acreditamos que fazer mais agora pode ajudar o banco central a se antecipar à trajetória da inflação. Se a inflação se reverter com sucesso, a pausa no ciclo de alta pode ser encurtada e, eventualmente, poder-se-ia considerar corte. Por enquanto, vemos pelo menos mais dois aumentos e uma pausa que pode se estender até 2024. No Brasil, o Bacen fez uma declaração *hawkish* em sua última decisão de política e manteve a taxa Selic em 13,75%. A principal preocupação do conselho é o aumento das expectativas de inflação, reforçando o argumento a favor da manutenção dos juros altos por mais tempo. O debate sobre o futuro da política monetária foi obscurecido pela intenção do governo de aumentar a meta de inflação, seguindo a crença de que isso causaria uma redução na taxa de juros, que por sua vez reativaria a atividade econômica. Acreditamos que aumentar a meta de inflação é prejudicial para o desempenho da economia porque induz expectativas de inflação mais altas, um prêmio de juros mais alto junto com uma taxa de juros neutra mais alta, contrariando a intenção do governo. Podemos ainda mencionar como consequências efeitos redistributivos adversos contra os pobres, menor potencial de crescimento e maior desemprego. Acreditamos ser uma falácia esperar um custo real de capital menor por meio do aumento da meta de inflação. Estaremos acompanhando de perto os desenvolvimentos no CMN (Conselho Monetário Nacional) quando se reunir em 16 de fevereiro, mas não acreditamos que mudanças na meta de inflação sejam decididas antes da reunião de junho. Mantemos nossa opinião de que o Bacen terá espaço para cortes de taxas no 4º trimestre deste ano.

Posicionamento:

A economia americana segue resiliente, de modo que o FED mantenha uma posição *Hawkish*, sem nenhum horizonte de cortar juros nesse ano de 2023 e deixando a opção de aumentos em aberto.

Juros

Procuramos ficar tomados em *steepener* de juros no Brasil, apostando que o nível de prêmio entre a parte mais curta da curva de juros e a parte mais longa, provavelmente, aumentará.

Commodities

A reabertura parcial de China vai beneficiar os países emergentes, com um aumento significativo na demanda por *commodities*, sendo assim, compramos petróleo (energia) e ouro.

Moedas

Tendo em vista o cenário benéfico para os emergentes, já descrito acima, estamos comprados em peso chileno e peso mexicano, e vendemos rand sul-africano.

Bolsa

Não estamos com exposição a essa classe de ativo, nesse momento, nos fundos de mandato multimercado macro.

Estratégia Sistemática

O mês de janeiro foi marcado por uma alta volatilidade. No início do mês, o Ibovespa chegou a cair 5,3%, recuperando-se em seguida, ao subir mais de 8%, encerrando o mês com uma alta de 3,40%. Com a melhora do Ibovespa, os modelos sistemáticos alocaram risco e terminaram o mês net comprados em cerca de 25% da carteira. Essa alocação concentrou-se nos setores de siderurgia e mineração, setores que se beneficiaram do tema de reabertura de China, e empresas ligadas ao mercado interno, como varejo e setor financeiro. Os modelos de moedas alocaram risco acreditando em um cenário melhor para o Brasil e terminaram o mês comprados em BRL contra o dólar. Os modelos de juros que vinham com posições aplicadas ao longo do mês de dezembro sofreram com a abertura abrupta dos juros, impulsionadas por preocupações com o risco fiscal do país e diminuíram muito suas exposições. (estratégia restrita ao fundo Bracco, neste momento).

Crédito Local

O mercado de crédito local, afetado pela divulgação de inconsistências contábeis e consequente pedido de recuperação judicial da Americanas, apresentou performance negativa no mês. As curvas de crédito local apresentaram abertura em toda sua extensão para todos os perfis de crédito, com destaque negativo para os preços de ativos curtos e crédito de melhor qualidade, onde o mercado encontrou maior liquidez e menor custo para fazer caixa. O índice IDEX-DI, que reflete a performance das debêntures mais líquida do mercado, caiu -2,24% no mês, alcançando o pior resultado desde março de 2020.

Nesse contexto, o humor ficou bastante negativo, o evento de Americanas levantou suspeitas em relação ao setor de varejo como um todo e com isso os papéis apresentaram abertura importante dos spreads. Também sofreram os emissores mais alavancados e/ou com maior necessidade de rolagem de dívida no curto prazo, pois a demanda por emissões primárias sumiu, inclusive, interrompendo colocações já planejadas desde o ano passado.

Por fim, o novo governo, ao indicar uma política fiscal mais frouxa e tecer críticas à independência do Banco Central e ao nível da meta de inflação, fez deteriorar as expectativas do mercado, que passou a precificar taxas de juros mais altas por maior tempo, o que acaba por tronar o crédito mais caro e escasso.

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	Neutro
Bolsas Emergentes/Brasil	Neutro
Renda Fixa Internacional	Negativo
Renda Fixa Emergente	Positivo
Dólar (DXY)	Neutro
Moedas Emergentes/Brasil	Positivo
<i>Commodities</i>	Positivo
Crédito Internacional (High Grade)	Negativo
Crédito Internacional (High Yield)	Neutro
Crédito Local	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 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 FIC FIM CP	0,72%	64%	0,72%	64%	31,81%	157%	07/05/2020	64.961.233	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	0,16%	14%	0,16%	14%	1,30%	7%	24/08/2020	38.590.633	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	0,79%	71%	0,79%	71%	6,41%	33%	20/08/2020	3.752.765	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,34%	120%	1,34%	120%	29,69%	155%	24/08/2020	180.701.026	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	-0,60%	-	-0,60%	-	17,22%	105%	24/08/2021	544.979.401	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	0,34%	34%	0,34%	34%	31,37%	79%	19/08/2019	44.949.628	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/>