



Uma Pausa na Longa Jornada

O contexto econômico global permaneceu desafiador em julho, em continuidade aos vários temas sobre os quais temos escrito nas cartas anteriores. Os acontecimentos nos Estados Unidos continuam a dar o tom dos mercados globais, mas o cenário na Europa e na China tem se mostrado cada vez mais importantes. Os mercados emergentes estão operando em um ambiente muito menos amigável, ao mesmo tempo em que fatores idiossincráticos complicam ainda mais o cenário. Muitas questões econômicas permanecem sem resolução e novos desafios, alguns de natureza política, começam a aparecer no horizonte – combinação que deve requerer agilidade por parte dos investidores. Como sempre, estes desafios vêm acompanhados de oportunidades atrativas, as quais esperamos explorar em benefício dos nossos investidores.

O Federal Reserve – FED se manteve como o principal vetor dos acontecimentos nos mercados, mesmo com a ampla gama de interpretações de sua política e comunicação. Na nossa opinião, as falas dos membros do Federal Open Market Committee – FOMC, as minutas de suas reuniões e suas próprias decisões de política monetária, continuaram enfatizando que sua prioridade é trazer a inflação para a meta dentro do horizonte relevante. O texto do último comunicado foi praticamente o mesmo da reunião anterior e Powell reforçou a disposição do Federal Reserve – FED de trazer a inflação para a meta, reiterando a trajetória da política monetária apresentada na reunião de junho, na qual os juros chegariam perto de 3,4% ao final deste ano e ao redor de 3,8% no próximo – mais em linha com nossa projeção para os juros americanos.

O Banco Central dos Estados Unidos da América levantou, voluntariamente, a possibilidade de um novo aumento de 75bps em setembro, apesar de ter se recusado a providenciar direcionamento adicional, e disse que as decisões seriam reunião-a-reunião. Ademais, notou que a taxa de juros após julho estaria por volta da taxa neutra – o que é sujeito à debate –, mas manteve a visão de que a postura monetária precisa ser “levemente restritiva”.

As avaliações acerca de qual o arcabouço correto para analisar os juros variam: alguns acreditam que apesar do nível da inflação e das expectativas dentro do horizonte relevante estarem muito acima da meta, a postura monetária já está em território neutro, e que alguns aumentos adicionais podem ser suficientes; outros, adotando um ferramental técnico mais sofisticado, sugerem que a taxa real de juros deve, eventualmente, se aproximar de 1%, ou seja, 50pbs acima daquilo que é considerado neutro. Esta visão é mais defensável como indicador do grau de aperto monetário, porque vem da relação da taxa neutra com a taxa real de juros, que, por sua vez, depende do nível da inflação e das expectativas no horizonte relevante. Quando os analistas e alguns membros do *Federal Open Market Committee – FOMC* se sentem confortáveis em dizer que “as expectativas de longo prazo estão ancoradas”, não deveria ser uma desculpa para se evitar agir decisivamente: antes, deveria significar, apenas, que as expectativas estão estáveis por algum tempo e que as autoridades deveriam usar esta janela de oportunidade para implementar os ajustes necessários. Ao fim e ao cabo, as expectativas de inflação de longo prazo estão fora do horizonte relevante e não deveriam ter um papel relevante na tomada de decisão de curto prazo. De qualquer maneira, nossos cálculos da taxa real ex-ante usando uma média de diversas expectativas de inflação 12 meses à frente mostram um patamar ainda muito acomodatório de -2,7%, longe do neutro, que acreditamos ser +0,5%. Entretanto, conforme o ciclo de aperto tenha continuidade, esperamos uma moderação nas expectativas de curto-prazo, de modo que uma taxa da *Federal Funds Effective Rate* em 4 a 5% possa ser suficiente para concluir o trabalho de convergir a inflação corrente para a meta de 2,0%. Mas os mercados enxergam diferente, por uma lente mais exuberante. A interpretação do mercado é a de que a economia está desacelerando rapidamente e que o *Federal Reserve – FED* tentará evitar uma recessão ou uma alta significativa do desemprego. Isso forçaria o *Federal Reserve – FED* a parar o ciclo de ajuste mais cedo – possivelmente antes do final deste ano – e começar um ciclo de redução de juros em 2023.

Enquanto as projeções do *Federal Reserve – FED* estão entre 3,75% e 4,0% ao final de 2023, o mercado está precificando algo entre 2,5% e 2,75%, patamar que julgamos ser exuberante. Esta diferença é provavelmente contraproducente, uma vez que ajuda a validar condições financeiras mais frouxas, que acabam dificultando o trabalho do *Federal Reserve – FED*; com isso, a inflação pode demorar mais tempo para convergir à meta, forçando a autoridade monetária estadunidense, nesse cenário hipotético, a reiniciar as altas de juros depois de 2023.

O que a evidência nos mostra até agora? As últimas divulgações dos principais números de inflação (CPI & PCE) foram visivelmente ruins. Os núcleos continuam muito altos e incompatíveis com a inflação na meta. A inflação sequencial de serviços já está mostrando sinais de maior persistência e a esperança de que a inflação de bens iria despencar está tomando mais tempo para se materializar. Os indicadores de difusão estão aumentando rapidamente e estão próximos de patamares usualmente associados aos mercados emergentes. Expectativas de inflação de um a dois anos à frente permanecem insustentavelmente altas, e o mercado de trabalho mal começou a se ajustar – o mercado de trabalho permanecendo apertado e os custos do trabalho em patamares elevados também são inconsistentes com a ideia de alcance da meta de 2,0% de inflação. Nossa expectativa é que a inflação de julho desacelerará em função da queda dos preços de combustível e alimentos, mas o núcleo deve continuar desconfortavelmente alto. A fraqueza nos componentes ex-núcleo também vai em linha com a crença do mercado de que a demanda está enfraquecendo rapidamente. Não há dúvida de que a economia está desacelerando, mas a preocupação de que isso possa vir a ser uma recessão deveria ser secundária – assim como notado pelo *Federal Reserve – FED* – porque deixar de controlar a inflação tem amplos efeitos negativos sobre a sociedade, economia e instituições. O *Federal Reserve – FED* está, de fato, operando com um mandato único: o de controlar a inflação.

Paralelamente, o *European Central Bank – ECB* também está dando passos mais concretos para controlar a inflação na Europa, mas seu trabalho é muito mais complicado. Além da última decisão que surpreendeu os mercados ao aumentar sua taxa de juros em 50pbs, chegando a 0%, a recessão que está por vir e a situação política na Itália complicam o cenário. A emergência energética resultante da guerra na Ucrânia continua evidente e está forçando a União Europeia a tomar medidas de contenção de demanda por energia. A incerteza sobre o recebimento de gás russo é alta e os governos já se preparam para o pior cenário.

A renúncia de Mario Draghi ao cargo de primeiro-ministro na Itália criou uma situação de transição política potencialmente volátil, que pode postergar o financiamento necessário para sustentar a recuperação econômica do país. Em resumo, a combinação de inflação alta, juros mais altos e a rápida desaceleração econômica devem colocar pressão nos spreads dos títulos soberanos dos países periféricos. O ECB está trabalhando no TPI (*Transmission Protection Instrument*) para moderar as pressões de mercado sobre os spreads, mas parece que a condicionalidade para seu uso pode limitar sua eficácia. Ademais, permanece desconfortável a questão sobre como o *European Central Bank – ECB* irá gerir o *Transition Perfmance Index - TPI* sem causar um afrouxamento indevido das condições financeiras. Ao contrário dos EUA, a probabilidade do *European Central Bank – ECB* interromper seu ciclo de aperto monetário mais cedo em virtude de uma desaceleração econômica intensa é relativamente alta. Nós permanecemos pessimistas com o Euro, tanto do ponto de vista cíclico como fundamental, e esperamos que o mercado teste a intenção do *European Central Bank – ECB* de conter a abertura dos spreads soberanos.

Os mercados na América Latina permanecem voláteis. Controlar a inflação tem sido mais desafiador e difícil que o esperado. Enquanto fatores mais voláteis como combustíveis e alimentos explicam boa parte do aumento da inflação, estas pressões são menores do que teriam sido na ausência de medidas dos governos para acomodar o efeito do aumento de preços sobre a população, principalmente através de subsídios; a valorização cambial também ajudou em alguns casos. Dito isso, os núcleos da inflação estão muito altos em todos os países, mostrando um alto grau de persistência e de difusão. A indexação, que vinha sendo reduzida há muito tempo, em consonância com anos de inflação baixa, está retornando, nos lembrando que os consumidores conseguem se adaptar rapidamente à inflação alta, e que suas memórias estavam apenas dormentes. Os bancos centrais em geral responderam prontamente, com poucas exceções, à alta da inflação, e reforçaram suas ações em resposta aos dados piores que o esperado. A maioria dos bancos centrais está perto de finalizar seus respectivos ciclos de aperto monetário e se preparando para manter a taxa de juros em nível elevado por um bom tempo enquanto a inflação e as expectativas vagarosamente converjam à meta. Este longo período de taxas reais altas e crescentes aumentam o apelo por moedas e juros locais. Estamos seletivamente nos preparando para tomar vantagem de tais oportunidades com agilidade, conforme os mercados navegam a volatilidade causada pelos diversos eventos idiossincráticos mencionados acima.

Dentro deste contexto, o Banco Central do Brasil – BCB deve ser o primeiro latino a encerrar o ciclo de alta de juros. Em sua decisão de agosto, a autoridade monetária mudou a orientação para as próximas reuniões, deixando em aberto para avaliação da necessidade de um ajuste residual da taxa Selic. Apesar da inflação corrente e das expectativas para 2023 e 2024 estarem acima de suas respectivas metas, o Comitê de Política Monetária - COPOM está preocupado com a desaceleração e, eventual, recessão da economia mundial. Acreditamos que o ciclo de aperto monetário será encerrado com a Selic em 13,75% p.a. Entre as estratégias de estender o ciclo de aperto e de manter os juros em patamar elevado por bastante tempo, o Banco Central do Brasil – BCB deve optar pela última. Nossa expectativa é que o ciclo de afrouxamento monetário aconteça só a partir do 3º trimestre de 2023, com a Selic alcançando 12% ao final do ano. As incertezas fiscais e a expansão de gastos com o corte de tributos e aumento dos auxílios sociais (1,5% do PIB este ano e 2% do PIB a partir de 2023) estão como pano de fundo da necessidade dos juros permanecerem em dois dígitos por mais que 24 meses. Os estímulos fiscais à demanda deixam, inequivocamente, mais custosa a política monetária em termos de crescimento econômico. Não à toa, o consenso segue revisando as expectativas de crescimento do PIB em 2023 e 2024 para baixo. Nossa expectativa é que o crescimento econômico do ano que vem seja positivo em 0,5%, desaceleração significativa dos 2% de crescimento esperado para este ano.

Nosso foco nas próximas semanas e meses será o monitoramento da dinâmica de inflação nos EUA, assim como a comunicação do *Federal Reserve – FED* em reação aos dados. Importante monitorar se os mercados seguirão desafiando a retórica do *Federal Reserve – FED* e precipitando um término prematuro do ciclo de aperto e, potencialmente, o início de um ciclo de cortes. Ao mesmo tempo, os bancos centrais da América Latina estão se aproximando do término de suas respectivas taxas terminais, criando oportunidades atrativas. A campanha para a eleição presidencial no Brasil está começando a entrar no foco do mercado, enquanto continua em avaliação o *trade-off* entre um mercado de juros ciclicamente atrativo e um cenário de deterioração fiscal. Também acompanharemos o destino das tentativas de reforma fiscal no Chile e na Colômbia. A Colômbia testará a capacidade do novo presidente de montar uma coalizão governista que seja capaz de passar as reformas. No México, o banco central terá que fazer um esforço adicional para trazer sua taxa de juros para território contracionista. Por fim, acompanharemos as negociações entre o México e seus dois vizinhos ao norte relacionadas às reclamações formais sobre a política energética do país.

Posicionamento:

No mês de julho, fizemos algumas alterações relevantes nas nossas posições.

Juros

Até a primeira metade do mês, estávamos posicionados ainda esperando maiores altas nas taxas de juros globais, queda nas bolsas e alta volatilidade nos mercados. A reunião do *Federal Reserve – FED* de julho provou ser um divisor de águas que trouxe para os mercados um grande alívio do ponto de vista de política monetária. Apesar de ter subido 75bps, a mensagem passada pelo presidente do *Federal Reserve – FED* foi de que possivelmente a autoridade monetária americana poderia, nas próximas reuniões, moderar o passo do aperto, reduzindo dos atuais 75bps, e que a taxa nominal havia chegado no neutro. Apesar de não concordamos com essa mensagem percebida como *dovish*, viramos as nossas posições para estarmos taticamente posicionados para uma melhora nos preços dos ativos. Enxergamos boas oportunidades em posições relativas aplicadas em juro longo nos países emergentes, que estão em fase muito mais avançada da batalha contra inflação, e ficar tomados nos juros nos EUA, que ainda precisam ajustar bastante as suas condições financeiras.

No mercado de juros local, zeramos posições tomadas e ficamos aplicados. Nossa visão para o Comitê de Política Monetária - COPOM de agosto era que o Banco Central do Brasil – BCB poderia encerrar o ciclo com uma última alta de 50 pontos ou sinalizar que o próximo seria o último ajuste. Dada a expectativa do mercado naquele momento, identificamos oportunidade de aplicar juros no Brasil.

Commodities

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

Moedas

Zeramos a maior parte das posições compradas em Dólar Americano e optamos por comprar moedas emergentes e exportadoras de *commodities* que podiam se beneficiar de uma melhora no apetite de risco. Compramos o Real Brasileiro, a Crona Norueguesa, o Rand Sul-africano e o Dólar Australiano. Olhando para frente, acreditamos que os desafios do Federal Reserve - FED desinflacionar a economia americana seguem mal precificados pelo mercado. Acreditamos que o Federal Reserve - FED terá que subir o juro base muito além do que o mercado precifica. No médio prazo, isso quer dizer Dólar Americano ainda forte, mercados mais voláteis e juro ainda mais alto no mundo desenvolvido. Estruturalmente, expressamos isso comprados em Dólar Americano vs. Euro. Acreditamos que a economia europeia tem grande probabilidade de entrar em recessão profunda e provavelmente o *European Central Bank* – ECB não vai conseguir avançar muito no aperto de juro. A posição vendida em Euro funciona tanto em ambiente do Federal Reserve – FED subindo mais do que o mercado precifica ou em função da própria deterioração econômica europeia (já identificada).

Bolsa

Zeramos nossa posição vendida na bolsa americana. Acreditamos que o movimento de melhora pode seguir por mais um tempo. Em função disso, estamos taticamente comprados. Pelo mesmo motivo que identificamos oportunidade de estar aplicado em juros no Brasil, optamos por ficar, taticamente, comprados em bolsa local. A sinalização de fim de ciclo de aperto poderia ajudar a colocar um piso de curto prazo na bolsa brasileira, que na nossa opinião, é a classe de ativo mais “barata” no Brasil. Vale ressaltar que, no médio prazo, vemos um cenário mais desafiador para as bolsas, que devem sentir a desaceleração global ao longo dos próximos trimestres.

Estratégia Sistemática

Os modelos sistemáticos aumentaram bem o risco no mês de julho. Os algoritmos de juros oscilaram entre posições tomadas e aplicadas durante o mês e terminaram o mês aplicados em juros. Os modelos de Dólar Americano, que montaram posições compradas no mês de junho, reduziram metade da posição em julho, mas ainda permanecem comprados em Dólar Americano. Os algoritmos de bolsa concentraram posições nos setores elétrico e no mercado interno e seu risco aumentou bastante durante o mês. A exposição líquida está comprada em bolsa.

Crédito Local

Após captar mais de R\$88 bilhões no primeiro semestre, os fundos de renda fixa apresentaram a inversão parcial do fluxo nos últimos meses. Apesar do movimento ser explicado principalmente por fundos indexados, simples e soberanos, que geralmente não são grandes compradores de crédito, nos últimos meses, o mercado secundário de crédito arrefeceu. As curvas de crédito abriram, em média, entre 5 e 10bps, principalmente nos vencimentos mais longos. Outro fator que pesou contra a valorização dos ativos, foi forte fluxo de emissões primária que, segundo a Anbima, já superaram no ano R\$253 bilhões, entre Debentures, Notas, CRIs, CRAs e FIDCs [*referência da ANBIMA*]. Nesse último mês identificamos alto volume de emissões de ativos estruturados, principalmente via instrumentos isentos, enquanto o volume de oferta de debêntures, encolheu.

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

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	1,24%	120%	9,33%	144%	23,58%	185%	07/05/2020	69.049.242	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-0,36%	-	4,02%	62%	2,49%	21%	24/08/2020	40.435.885	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-0,15%	-	6,97%	107%	4,79%	40%	20/08/2020	7.348.633	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,26%	121%	9,32%	144%	19,30%	165%	24/08/2020	113.582.817	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,14%	110%	7,73%	119%	10,86%	120%	24/08/2021	228.371.927	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	1,91%	651%	0,76%	10%	31,63%	88%	19/08/2019	60.717.838	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	0,16%	68%	0,54%	49%	-2,94%	-	23/12/2020	11.123.901	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-1,43%	-	-11,83%	-	-9,87%	-	23/12/2020	19.846.437	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/>