



O FED vai piscar?

Junho foi um mês desafiador, com o mercado tendo que lidar com muita volatilidade em resposta: (i) ao cenário inflacionário complicado; (ii) a uma comunicação não ortodoxa do *Federal Reserve* – *FED*; e (iii) ao *European Central Bank* – *ECB* mais vocal em sua mensagem *hawkish* – com implicações potencialmente adversas para a sustentabilidade da dívida nos países periféricos. Além disso, observamos um aperto generalizado das condições financeiras, com a economia global desacelerando concomitantemente a deterioração nos índices de confiança, a reabertura da economia chinesa, Dólar forte e preços de *commodities* recuando. O cenário desenvolvido serviu como bom aperitivo para o prato principal que aguarda os mercados no segundo semestre do ano.

Os bancos centrais ao redor do mundo aceleraram o ritmo de aperto monetário e modificaram seus *forward guidances*, agora indicando que deverão levar suas taxas de juros para território restritivo, contrariamente às suas intenções iniciais. Com isso, a sinalização das autoridades monetárias se aproxima do que o mercado já havia precificado à luz da inflação alta e persistente, e das expectativas desancoradas. Até mesmo o Banco Central da Suíça surpreendeu com uma alta de juros e indicou que está preparado para realizar mais movimentos nesse sentido. Como resultado do discurso anti-inflacionário mais forte, os mercados começaram a precificar maior probabilidade de recessão, desafiando assim a visão dos bancos centrais de que isso poderia ser evitado ou de que se poderia gerar um *soft-landing*.

Nossos modelos apontam para uma probabilidade de aproximadamente 50% de recessão nos próximos 12 meses nos EUA. O juro real de 10 anos (medido pela TIPS) subiu além do nível neutro, causando uma reação adversa no *valuation* no mercado de ações; as inflações implícitas caíram consideravelmente, e, na média, os juros nominais fecharam em junho ante maio. Apesar disso, as expectativas de inflação medidas por pesquisas (aos consumidores e empresas) continuaram aumentando.

Em resposta a deterioração do sentimento das famílias e aos dados de inflação mais resiliente, o *Federal Reserve – FED* acelerou o ritmo de alta da taxa básica de juros, coordenando as expectativas do mercado via canais atípicos de comunicação (imprensa), e com Powell ressaltando que “este ritmo de 75bps é incomum e, no futuro, deve-se reduzir o ritmo para provavelmente 50 ou 25bps”. Apesar desta última mensagem do *chairman*, os dados relativos à inflação, ao mercado de trabalho e a comunicação recente do comitê sugerem que o *Federal Reserve – FED* deverá manter a alta dos juros em 75bps na próxima decisão. As últimas projeções do *FED Funds* (taxa de juros) feitas pelo banco central americano apontam os juros terminando o ano entre 3,25% e 3,5%, com um pico entre 3,75% e 4% no início de 2023. Estas projeções parecem mais realistas e mais em linha com a nossa visão da taxa terminal entre 4% e 5%, intervalo onde o juro real *ex-ante* está moderadamente restritivo, condição necessária para o processo de desinflação. Na nossa opinião, a parte do mandato do *Federal Reserve – FED* referente ao “máximo emprego” permanece secundária, por ora. Com relação ao resto do mundo, acreditamos que o *European Central Bank – ECB* subirá os juros em 25bps na sua próxima reunião, podendo acelerar para até 50bps em setembro, com a intenção de deixar o território de juros negativos até o final do ano. Ademais, o banco central europeu está formulando um ferramental anti-fragmentação para evitar a abertura demasiada dos *spreads* dos países periféricos, cujos déficits assumimos que serão esterilizados. Resta vermos como isso funcionará na prática e qual o efeito líquido sobre a curva de juros. Mesmo assim, preocupações sobre a sustentabilidade fiscal da região dificilmente irá se dissipar. Por fim, o Banco Central do Japão continuou a se mostrar preocupado com o enfraquecimento de sua moeda e se mostrou preparado para agir caso o movimento se torne inconsistente com seus objetivos.

Os indicadores de atividade econômica globais mostram tendência de desaceleração já mais acentuada, talvez em velocidade maior do que o esperado; entretanto, os mercados de trabalho ainda não responderam às condições financeiras mais apertadas e permanecem bastante aquecidos. Os preços das *commodities* cederam devido à deterioração da perspectiva de crescimento, mas acreditamos que fatores estruturais como a falta de investimentos em capacidade produtiva e cíclicos como a recuperação da economia Chinesa, devem evitar uma queda abrupta e generalizada desta classe de ativos. A China permanece como uma variável imprevisível para os mercados, mas os últimos dados apontam para um ritmo mais acelerado de reabertura e para recuperação do crescimento.

O Banco Central do Brasil, por sua vez, subiu, como prometido, a taxa básica de juros para 13,25%, mas, como havíamos notado, o peso dos dados de inflação e sua composição forçaram o referido banco central a reconhecer que mais ajustes serão necessários. Nós esperamos que a Selic atinja um pico de 13,75% em agosto e permaneça neste nível até o terceiro trimestre de 2023, e nossa expectativa de fim de ciclo se deve aos efeitos cumulativos do aperto já feito e da mudança do horizonte relevante para política monetária, passando a incluir 2024 a partir da decisão de setembro – nesse sentido, o banco central indicou que permitiria um período de convergência maior para a meta devido à alta recente da inflação ser principalmente resultado de um choque de oferta. Acreditamos que esta é uma estratégia arriscada dado que também são altas as chances da inflação ser muito mais resistente do que as projeções pessimistas. Além disso, nos próximos 6 meses, entre corte de impostos e ampliação de benefícios, o governo irá realizar gastos equivalentes a 1,5% do PIB, condição que deve contribuir para as pressões inflacionárias – alguns, inclusive, como o Auxílio Brasil, deverão se tornar permanentes na nossa opinião. Acreditamos que os riscos fiscais para 2023 e no médio prazo aumentaram, com a possibilidade de puxar a taxa de juros neutra acima dos 4%. O desafio fiscal para o próximo governo está aumentando e deverá adicionar pressões sobre os ativos financeiros. Após o recesso do Congresso Nacional de julho, a campanha presidencial começará, reforçando ainda mais as preocupações com o cenário para 2023.

Estamos no início do segundo semestre, que deverá ser bastante tumultuado e com muitas perguntas sem respostas. Enquanto acreditamos que o *Federal Reserve – FED* subirá a taxa de juros em 75bps em julho e terminará o ano perto de 4%, estamos prontos para ajustar nosso cenário base conforme tenhamos novas informações, especificamente relacionadas a inflação – que acreditamos ser o fator predominante – e crescimento. Esperamos que a inflação de junho permaneça elevada, com o índice de inflação americano vindo ao redor de 1%. A pergunta chave para o segundo semestre será sobre o peso que o *Federal Reserve – FED* dará a desaceleração econômica em curso e, se irá, potencialmente, terminar o ciclo de aperto prematuramente com uma taxa de juros mais baixa que o sugerido pelas suas projeções recentes. Os mercados estão apostando nisso. Na América Latina, a agenda para o segundo semestre é intensa: testemunharemos o início do governo de Gustavo Petro na Colômbia, e o destino das propostas de reforma tributária (tanto na Colômbia quanto no Chile), eleições presidenciais no Brasil, e a piora da crise financeira na Argentina. Globalmente, se, por um lado, boa parte do trabalho das autoridades monetárias já foi feito, por outro, a pressão contínua sobre os prêmios de risco pode requerer a extensão dos ciclos de alta dos juros.

Posicionamento:

Juros

Ao longo do mês, realizamos lucro na posição tomada em juros americanos e mudamos o nosso viés para buscar oportunidades de aplicar juro na parte longa em função do nosso cenário de desaceleração econômica nos EUA.

Commodities

Zeramos nossas posições em commodities. Apesar de termos uma visão de médio prazo ainda muito construtiva, acreditamos que ao adotar uma narrativa mais "recessiva" para a economia americana, os preços das *commodities* podem cair em relação aos níveis que atualmente vem negociando.

Moedas

Ficamos vendidos no Euro e comprados no Franco Suíço. Acreditamos que o Euro deve testar a paridade contra o Dólar nos próximos meses e aproveitamos a guinada do Banco Central Suíço que surpreendeu o mercado com alta de juros e começou a sinalizar o seu interesse por uma moeda mais forte para fazer frente às pressões inflacionárias. Nos emergentes, compramos o Real contra o Rand Sul-africano e contra o Dólar Australiano em função de prêmio de risco que acreditamos ser excessivo no Real e diferencial de juro muito favorável.

Bolsa

Mantivemos o nosso viés negativo para os mercados principalmente com posição vendida no S&P500. Abrimos uma posição relativa comprada na bolsa chinesa e vendida na bolsa americana para explorar a retomada de crescimento chinês que deve ficar mais clara ao longo do segundo semestre desse ano.

Estratégia Sistemática

Os modelos sistemáticos reverteram o movimento de maio e reduziram bem o risco no mês de junho. Os algoritmos de juros oscilaram entre posições tomadas e aplicadas durante o mês e geraram um retorno positivo para a estratégia. Os modelos de Dólar começaram a montar posições compradas com uma venda pontual ao longo do mês. Os algoritmos de bolsa concentraram posições nos setores elétrico e no mercado interno, mas com um risco baixo e poucos papeis. A exposição líquida em bolsa está praticamente zerada.

Crédito Local

Sustentado pelo contínuo fluxo de capital para fundos de renda fixa, o mercado de crédito privado local seguiu bastante aquecido no decorrer do mês de junho, com destaque para o alto volume de emissões no mercado primário, que, no ano, segundo a Anbima, já supera R\$ 160 bilhões, entre Debêntures, Notas, CRIs, CRAs e FIDCs. Nesse contexto, apesar da alta demanda do mercado nas colocações primárias, a curva de *spreads* de crédito do mercado apresentou abertura marginal de *spreads*, de 2 a 5 bps, principalmente para emissores com qualidade de crédito inferior. Tal movimento pode ser explicado pela expectativa de enfraquecimentos dos fundamentos de crédito diante da inflação alta e persistente, recuperação lenta da economia e aumento dos custos financeiros.

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*, *venture debt* e agronegócio.

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	Negativo
Bolsas Emergentes	Neutro
Renda Fixa Internacional	Neutro
Renda Fixa Emergente	Negativo
Dólar (DXY)	Positivo
Moedas Emergentes	Negativo
<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	1,47%	145%	7,98%	148%	22,06%	191%	07/05/2020	69.767.120	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-0,45%	-	4,40%	81%	2,86%	27%	24/08/2020	41.835.023	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	0,67%	66%	7,13%	132%	4,94%	46%	20/08/2020	7.553.123	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,26%	125%	7,96%	147%	17,82%	169%	24/08/2020	101.383.066	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,16%	115%	6,52%	121%	9,61%	121%	24/08/2021	173.422.642	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-0,40%	-	-1,13%	-	29,17%	82%	19/08/2019	66.560.899	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	-0,31%	-	0,38%	45%	-3,10%	-	23/12/2020	11.106.042	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	8,80%	90%	-10,54%	-	-8,56%	-	23/12/2020	20.135.069	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/>