



Não Seja Enganado por Abril

Março foi um mês muito agitado, e incrivelmente desafiador para os investidores. Mesmo estando cautelosos no início do mês, é justo dizer que os acontecimentos recentes foram mais expressivos do que esperávamos. Isso acabou gerando grandes picos de volatilidade, particularmente na ponta curta da curva de juros Americana, à medida que o debate sobre o caminho futuro da política do FED seguia seu curso. Enquanto os dados nos EUA continuam a mostrar uma inflação de serviços muito resiliente e uma forte atividade econômica, a falência de bancos regionais e a aquisição do Credit Suisse pelo UBS - eventos completamente não relacionados - injetaram incerteza adicional nas perspectivas de investimento. Muitos argumentaram que as preocupações com a estabilidade financeira seriam suficientes para impedir que o FED continuasse seu ciclo de aperto ou revertesse o curso. Discordamos em parte, uma vez que os problemas bancários regionais nos EUA não parecem ser sistêmicos, e porque as ferramentas macroprudenciais são os meios apropriados para lidar com esta questão. Esperamos que o crescimento do crédito desacelere nos EUA, mas permanecemos céticos sobre o efeito do guidance mais brando do FED sobre as condições financeiras, uma vez que os mercados perceberem que o fim do ciclo de aperto está próximo.

Nas projeções de março do FED, a taxa terminal permaneceu inalterada - incluindo mais uma alta em relação aos níveis atuais - e a orientação futura mudou de “aumentos contínuos na taxa básica de juros serão apropriados” para “algum firmamento adicional na política monetária pode ser apropriado”. Acreditamos que a campanha de aperto do FED ainda tem chão a percorrer, mas deixaremos que os dados sobre a inflação e o mercado de trabalho determinem qual será a taxa terminal. Encerrar prematuramente um ciclo de aperto nos EUA é, em nossa opinião, o principal risco para o mercado. Nosso cenário base atual é de pelo menos dois aumentos adicionais de 25 p.b. para 5,375%, mas com riscos de alta, devido à persistência da inflação e dos dados do mercado de trabalho.

O Banco Central Europeu (BCE) na Europa e o FED nos EUA concluíram que, embora os eventos recentes no setor bancário possam restringir a concessão de empréstimos de alguma forma, isso seria insuficiente para reverter seus ciclos de alta de juros em andamento. Diante de um cenário inflacionário complexo, o BCE parece mais confiante e resolutivo quanto à necessidade de elevar sua taxa básica de juros, em nossa opinião, para pelo menos 3,5%. Na última decisão do BCE, a presidente Lagarde observou que precisariam revisar suas projeções, mas, dada a natureza persistente da inflação, o ciclo de alta provavelmente “tem mais espaço para continuar”. As autoridades americanas reagiram prontamente à corrida aos depósitos nos bancos regionais, assegurando depósitos não garantidos, estabelecendo uma nova ferramenta de empréstimos do FED e reabrindo linhas de swap de dólares para evitar a escassez da moeda. Além da resposta inicial contundente, o FED agora enfrenta uma tarefa complicada de avaliar quanto o choque nos bancos regionais afetará os empréstimos bancários, o crescimento, o mercado de trabalho e a inflação. Apesar da decisão de elevar os Fed Funds para entre 4,75% e 5%, a mensagem foi cautelosa e dovish. Nós nos perguntamos se a mensagem do comitê foi em parte devido à falta de clareza sobre o impacto final do aperto de empréstimos sobre a inflação. As projeções atualizadas ficaram essencialmente iguais a dezembro, com a pequena nuance de que o Conselho agora espera apenas 75 b.p. de cortes em 2024, porém cortes maiores em 2025.

Em nossa revisão da decisão do FED de março, expressamos ceticismo de que o agravamento das condições de crédito seria suficiente para apertar as condições financeiras em geral, principalmente quando os mercados perceberem que o fim do ciclo de aperto nos EUA pode estar a apenas seis semanas de distância.

Enquanto as questões de instabilidade financeira ocupavam o centro das atenções nos mercados financeiros globais, as políticas dos bancos centrais nos mercados emergentes mantiveram seu rumo. Os da América Latina, acreditamos, encerraram suas campanhas de aperto. Provavelmente pela última vez, México e Colômbia aumentaram suas taxas de juros em 25 p.b. e prometeram manter uma postura restritiva para trazer a inflação para sua meta. Isso marca o início de um período de altas taxas de juros nominais, e de um aumento nas taxas reais que acabarão por terminar com cortes de juros até o final do ano. Os bancos centrais do Chile e do Brasil estão buscando as condições adequadas para iniciar seus ciclos de flexibilização. Parece que a inflação atingiu o pico na região, mas o ritmo de seu declínio provavelmente será lento. Os bancos centrais do Leste Europeu estão no que parece ser um longo padrão de espera, como a Polónia e a Hungria, enquanto na África do Sul, o banco central surpreendeu ao acelerar o ritmo das altas das taxas. O denominador comum em todos os mercados emergentes é um núcleo de inflação implacável e persistente decorrente de uma demanda interna muito forte e mercados de trabalho apertados. Dito isso, acreditamos que alguns bancos centrais estarão em posição de começar seus ciclos de corte até o final do ano, em um ritmo lento, mas constante.

Longe dos EUA e da Europa, as pressões inflacionárias estão surgindo em lugares inesperados. Os bancos centrais de Taiwan e da Suíça aumentaram as taxas de juros para conter as pressões inflacionárias. Foi notável que o Banco Nacional da Suíça (SNB) aumentou os juros, apesar dos problemas contínuos em seu sistema bancário. O SNB acredita claramente no princípio da separação de medidas, onde os problemas de estabilidade financeira precisam ser tratados com medidas regulatórias e macroprudenciais adequadas, enquanto as taxas de juros devem ser usadas como a principal ferramenta anti-inflacionária.

Nas próximas semanas, todos os olhos estarão voltados para o BOJ, onde o novo presidente tomará posse. Enquanto isso, as negociações salariais de Shunto resultaram em aumentos de 3,8% -mais do que o esperado- e devem ter impacto sobre a inflação e as perspectivas de política monetária.

O cenário de investimentos para abril continua complexo, mas estamos nos tornando mais construtivos na margem. Embora o FED e o BCE não tenham decisões de política monetária neste mês, a atenção no mercado de trabalho e na inflação aumentará à medida que a questão da estabilidade financeira for ficando em segundo plano. O Banxico e o Banrep provavelmente encerraram suas campanhas de aperto e se concentrarão em administrar o período em que manterão as taxas em patamares elevados. Embora siga com sua postura restritiva, o Banxico estará em posição de cogitar cortes de juros até o final do ano. O Banrep na Colômbia está enfrentando um cenário desafiador devido a uma combinação de fatores adversos, alguns dos quais agravaram a inflação (como a eliminação dos subsídios aos combustíveis), juntamente com uma piora das perspectivas fiscais, resultado de recentes propostas de reforma nos sistemas previdenciário e de saúde. No Brasil, o Bacen está tentando equilibrar uma alta taxa real de juros com expectativas crescentes de inflação, possíveis mudanças na meta de inflação do país e uma perspectiva fiscal complicada. Parece que o arcabouço fiscal anunciado recentemente pelo governo provavelmente ficará aquém de sua tentativa de reduzir a trajetória da dívida pública. Ainda acreditamos que os cortes nas taxas podem acontecer, mas não até o final do terceiro trimestre. No Chile, esperamos que o BCCH permaneça parado em abril devido às perspectivas desafiadoras para a inflação. Damos chances ligeiramente maiores de que o ciclo de corte comece em junho, em vez de maio, uma vez que as expectativas de 2 anos ainda estão altas e a comunicação do conselho permanece cautelosa. Na Hungria, o banco central provavelmente tomará seu tempo e permanecerá paciente sobre as perspectivas de corte nas taxas. Sua preocupação com a estabilidade financeira, principalmente por meio da taxa de câmbio, parece ser o fator mais importante por trás de sua abordagem cautelosa.

Na África do Sul, o banco central surpreendeu o mercado com um aumento maior do que o esperado em sua taxa de juros, em parte devido às preocupações com a estabilidade global, apesar da forte desaceleração econômica relacionada ao racionamento de energia. O comunicado pareceu dar um peso significativo à potencial fraqueza da moeda.

Na China, o governo estabeleceu sua meta de crescimento anual em 5%, o que acreditamos ser um alvo conservador. A atividade econômica se fortaleceu em março, principalmente na parte de crédito, e o setor imobiliário está dando sinais concretos de estabilização. O corte do PBOC nos compulsórios dos bancos reforça a visão de que a recuperação econômica continua sendo a principal prioridade do governo. No geral, acreditamos que a fase mais forte da recuperação ainda está por vir e será impulsionada principalmente pela demanda doméstica; estamos acompanhando de perto os dados de consumo para avaliar o ritmo em que as famílias chinesas estão gastando sua poupança acumulada. Esperamos uma rápida aceleração do crescimento a partir do segundo trimestre deste ano.

Durante o mês de março observamos os primeiros eventos de stress nos mercados de crédito soberano. Embora isso tenha ocorrido em parte como uma resposta às notícias sobre os bancos nos EUA e na Europa, acreditamos que esse será um tema contínuo daqui para frente. Muitos países emergentes estão enfrentando desafios fiscais e políticos que provavelmente aumentarão a pressão de longo prazo sobre os níveis de gastos e endividamento. Isso, combinado com altos custos de financiamento, irá, em nossa opinião, resultar em uma reavaliação de todo o complexo de crédito soberano e trazer de volta o debate sobre a sustentabilidade da dívida

Posicionamento:

Março foi marcado por surpresas negativas significantes por conta dos eventos crédito nos bancos americanos e europeus que trouxeram incerteza e volatilidade extraordinárias nos mercados de juros e bolsas. Além disso, houve decisões de políticas monetárias relevantes, com o FOMC entregando um aumento menor que o originalmente sinalizado em função das preocupações relacionadas à estabilidade financeira, enquanto o ECB manteve a instância mais dura conforme o antecipado. No Brasil, o COPOM manteve a postura mais dura, deixou a taxa de juros inalterada fazendo fortes menções à desancoragem das expectativas e a necessidade de uma maior clareza a respeito da trajetória da dívida/PIB e do novo arcabouço fiscal que só foi divulgado após a decisão. Ao final do mês, o anúncio do arcabouço traz uma convergência mais lenta para a estabilidade de dívida/PIB e eventual queda dessa relação, mas o fato de termos no horizonte a possibilidade de superávits trouxe uma impressão mais construtiva para os mercados locais.

Juros

Conforme nossa expectativa, mesmo com uma instância mais dura nos comunicados do COPOM e uma resistência maior das expectativas de inflação em ceder a despeito do elevado juro real que temos vigente, as taxas de juros cederam fortemente ao longo do mês todo. Zeramos nossos *steepeners* e adicionamos mais *duration* aos livros recebendo taxas nominais de jul24, jan26 e jan27. A notícia e trâmite do arcabouço fiscal no congresso, o aperto de crédito observado pelos recentes eventos nos mercados locais e globais e a eventual reavaliação da meta de inflação dão combustível para que o mercado continue operando o fechamento das taxas nominais independente do corte de juros começar no segundo ou terceiro trimestres desse ano. A percepção de que a trajetória da dívida/PIB deixaria de ser explosiva pode precipitar redução de prêmios nos termos mais longos da curva nominal e a queda das inflações implícitas nas curvas de NTN-Bs. Zeramos nossa exposição nos juros americanos de 10 anos por considerarmos que os riscos para uma desaceleração maior da atividade aumentaram, o que pode levar a um ciclo mais breve de aperto pelo FOMC.

Commodities

Zeramos as posições em materiais básicos que estavam vinculadas à um crescimento mais robusto da China.

Moedas

Concentramos as apostas em um cenário de dólar mais fraco através da compra de Ouro. O risco no setor bancário e a crescente possibilidade de eventos de crédito tanto nos EUA quanto em outras regiões trazem a preferência para sair do cenário idiossincrático de geografias específicas e partir para um posicionamento mais defensivo.

Bolsa

Independente da manutenção da instância mais *hawkish* do FED, a percepção de que o risco de atividade americana está subavaliado nos faz manter a posição vendida em S&P nesse momento. A bolsa local tem pouco apelo no curto prazo por conta das incertezas com relação ao aperto de crédito provocado pelo aumento de juros e os eventos recentes, de modo que preferimos nos manter zerados na parcela discricionária.

Estratégia Sistemática

Durante o mês de março, o Ibovespa teve uma queda de 2,91%, continuando o movimento de deterioração do mês de fevereiro. A estratégia sistemática do Bracco continuou com uma baixa alocação em Bolsa (em torno de 10%) com um *hedge* em venda de índice que flutuou entre 0% e 5%. Deste modo a carteira não teve perdas expressivas em bolsa. Esta perda foi mais que compensada pelas posições em juros e câmbio. As posições compradas em Real se beneficiaram da apreciação da moeda de 3,32% e as posições aplicadas nos vértices de 2 e 3 anos capturaram o fechamento da curva de juros de em torno de 100 b.p.. Estes 2 fatores de risco contribuíram para que o Fundo tenha uma performance de 1.46%.

Crédito Local

Em março, apesar da desaceleração do movimento de abertura dos *spreads*, o mercado de crédito local ainda manteve trajetória negativa. No período, não houve eventos relevantes que justificassem maior deterioração do crédito, apesar disso o volume de resgates continuou elevado e pesou sobre a dinâmica de preços no mercado.

As curvas de crédito apresentaram abertura para os termos mais longos e ratings mais baixos (10 a 25 bps), a exceção foram os papéis *high grade* de curto prazo, que ficaram praticamente estáveis, apresentando queda marginal do *spread* em relação ao mês anterior (-1 a -3 bps). O índice IDEX-DI, que reflete a performance das debentures mais líquida do mercado, rendeu 1.17%, em linha com o CDI do período. Já o índice IDA-DI, divulgado pela ANBIMA, rendeu apenas 0.76% impactado pela abertura dos *spreads* de crédito.

Mercado primário segue pouco movimentado com elevada participação bancária nos processos de distribuição.

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.

Matriz de Alocação - Março					
Ações					
	--	-	Neutro	+	++
Brasil					
EUA					
Europa					
China					
EMs					
Juros					
	--	-	Neutro	+	++
RF Pós					
RF Pré					
RF IPCA					
RF Global					
Crédito					
	--	-	Neutro	+	++
Brasil HY					
Brasil HG					
Global IG					
Global HY					
EMs					
Imobiliário Local					
Imobiliário Internacional					
Moedas					
	--	-	Neutro	+	++
DXY					
Euro					
JPY					
BRL					
EM					
CNH					
Commodities					
	--	-	Neutro	+	++
Energia					
Metais Básicos					
Metais Preciosos					
Transição Energética					
Agricultura					
Pecuária					

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	2,32%	198%	4,52%	139%	36,79%	161%	07/05/2020	54.120.174	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	1,65%	140%	2,74%	84%	3,91%	18%	24/08/2020	39.123.327	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	2,20%	187%	4,33%	133%	10,15%	46%	20/08/2020	3.579.287	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,29%	110%	3,65%	112%	32,65%	151%	24/08/2020	191.266.302	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	0,97%	83%	0,99%	30%	19,08%	102%	24/08/2021	295.625.410	0,30% a.a.	Sem Taxa
RENDA FIXA										
Galapagos Albatroz	1,30%	111%	3,58%	110%	7,52%	103%	12/09/2022	141.763.003	1,00% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	1,46%	115%	0,06%	2%	31,01%	73%	19/08/2019	31.541.064	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/>