

Acompanhando Jay

Como observamos em notas recentes, a principal preocupação do mercado se deslocou da possibilidade de recessão nas economias desenvolvidas e, em alguns casos - principalmente de membros dos bancos centrais - para possíveis problemas de estabilidade financeira associados ao ritmo acelerado de aperto das autoridades monetárias após os eventos no Reino Unido. Os mercados continuam apostando na ideia de que o Federal Reserve (FED) irá dar meia volta e reduzir o ritmo dos aumentos de juros, auxiliados pela percepção de que algumas autoridades dão mais peso a estabilidade financeira ou estão mais preocupadas com o aperto excessivo do que com o controle da inflação. Com certeza, a percepção de uma guinada nesta direção impulsionou os mercados de ações nos EUA para um dos melhores retornos mensais já registrados em outubro, seja em ciclo de queda ou não. A decisão do FED de novembro, esperançosamente, desiludiu o mercado de tais noções, enfatizando que o ritmo dos aumentos é secundário às questões mais relevantes, como a taxa terminal e por quanto tempo ela precisará permanecer nesse nível. Não à toa, Jay Powell indicou claramente em sua conferência que a taxa terminal seria mais alta do que esperavam anteriormente. O FED está a todo vapor, e mostra pouca preocupação com o impacto na economia real; o caminho para um pouso suave se estreitou e continuamos esperando uma recessão leve no segundo semestre de 2023. Depois de quase 15 anos de dinheiro barato, a conta está chegando. O mundo festejou muito, e a ressaca será brutal para alguns. O FED manteve a postura frouxa por muito tempo.

As reuniões do FMI no início do mês refletiram um sentimento negativo em relação ao crescimento global, mas também destacaram o potencial favorável para os investidores de mercados emergentes - particularmente na América Latina - em países que se anteciparam ao problema da inflação e fizeram ajustes oportunos de política monetária. Os bancos centrais agiram cedo e o ritmo de ajuste foi bem absorvido por suas economias durante um longo período, permitindo um ajuste gradual dos preços relativos e minimizando os riscos de estabilidade financeira ou desacelerações acentuadas da atividade econômica. A postura dos bancos centrais regionais está agora muito mais próxima de onde deveriam estar, reconhecendo que uma postura restritiva é necessária para trazer a inflação de volta à meta. Na Europa, por outro lado, essa discussão é muito diferente. Na presença de choques adversos contínuos, os *policymakers* de mercados emergentes entendem que a próxima batalha a partir de 2023 será a de restaurar as âncoras fiscais adequadas e preservar a sustentabilidade da dívida; estas, entre outras reformas, são as únicas políticas apropriadas para proteger os países do ambiente global complicado. Sem dúvida, os investidores recompensarão aqueles que levarem estes desafios a sério.

Os mercados estão procurando ativamente uma guinada do FED desde o final da primavera, e ficaram desapontados com a decisão de novembro. Sim, subir as taxas de juros é impopular, doloroso e politicamente “inapropriado”, mas é a coisa certa a se fazer para controlar a inflação que tem tantos efeitos adversos para toda a população, não apenas para alguns. O término prematuro dos ciclos de aperto também traz riscos significativos, demasiados para serem listados aqui. Acreditamos que é preferível exagerar um pouco, se necessário -concordamos com o presidente Powell-, em vez de fazer muito pouco: o aperto excessivo pode ser desfeito rapidamente, enquanto a entrega insuficiente aumenta a incerteza e os danos podem ser estendidos por um período muito mais longo. Riscos para problemas de estabilidade financeira nos EUA, como os do Reino Unido, decorrentes de um sólido ciclo de aperto, são improváveis, como observou o ex-chefe do FED de NY, Bill Dudley, em um artigo recente da Bloomberg. As questões relacionadas à baixa liquidez no mercado de títulos públicos podem ser abordadas com a expansão das facilidades de recompra existentes e potenciais *swaps* (recompras é um termo enganoso) que já estão sendo considerados ativamente. Dito isto, o FED já alertou e parece estar disposto a pagar o doloroso custo de uma recessão para resolver o desafio da inflação.

Recentemente, alteramos nosso *call* sobre a política do FED para uma taxa terminal mais alta, entre 5,25 e 5,5%, argumentando que a inflação, as expectativas de inflação e o mercado de trabalho estão demorando muito mais para serem corrigidos, e uma dose adicional de aumento de juros é necessária. Ao contrário da precificação de mercado e de visões correspondentes, discordamos de um pivô incondicional. Quando o FED decidir “reduzir” o ritmo para, digamos, 50bp, - que de acordo com Powell pode ser em dezembro de 22 ou fevereiro de 23 -, terá que ser complementado por uma indicação clara de que o ciclo será mais longo e o taxa terminal mais alta -5,25% a 5,5% parece certo - e, uma vez nesse nível, o FED o manterá por tempo suficiente para que a inflação desacelere significativamente para níveis consistentes com a meta. Em sua coletiva, Powell concordou com nossa visão. Acreditamos que a reunião de dezembro será o momento apropriado para esse “pivô”, quando o FED deverá fornecer uma nova avaliação e projeções atualizadas para a inflação. Entre aqui e ali, haverá muitos dados e o novas falas dos membros do FOMC, para analisarmos até onde o FED deve ir. Nos orientamos através das últimas projeções do FED, onde pareciam ter como meta uma taxa de real de juros de 1,5%. Mesmo após a alta de novembro, a taxa básica segue não apenas em território negativo, e nem sequer chegou ao neutro. Há progresso, mas é preciso mais.

Os bancos centrais do México, Colômbia e particularmente do Chile podem ter que repensar suas políticas. Alguns dos membros do conselho do Banxico estavam se preparando para se desvincular da trajetória do FED, mas os últimos acontecimentos os forçarão a reconsiderar. Uma taxa terminal acima de 11,0% parece adequada. O Chile optou por encerrar seu ciclo em 11,25%, mas baseou seus cenários na antiga trajetória dos juros americanos, e em um nível muito diferente de câmbio. Temos sido céticos de que tal decisão fora oportuna, e agora parece que o ciclo pode ter terminado prematuramente. Reiniciar o ciclo será difícil, mas adicionar mais 50 a 75 p.b. à meta atual também nos parece garantido. O Banrep está enfrentando sérios desafios políticos, amplificados pela retórica presidencial que mina sua independência. Entendemos que eles precisariam de 50 a 75 p.b. extras de esforço extra para concluir o trabalho. O Brasil está em um estágio diferente em seu ciclo. Acreditamos que o nível atual de taxas de juros de 13,75% precisará permanecer até meados de 2023 para permitir que uma tendência desinflacionária adequada se estabeleça.

Quais serão as implicações para os mercados em geral e os mercados emergentes em particular de uma decisão do FED na qual se reduz o ritmo de aperto, mas eleva-se a taxa terminal?

Acreditamos que um ciclo prolongado de alta por parte do FED continuará a sustentar um dólar forte, pelo menos até a primavera; outros bancos centrais já estão em processo de desaceleração do aperto, enquanto outros já pararam. A Noruega e o Canadá subiram menos do que o esperado, o BCE já notou que não corresponderiam ao ritmo e à taxa terminal do FED, e o Banco da Inglaterra se inclinou contra o preço de mercado, que tinha uma taxa terminal acima de 5%. Alguns provavelmente terminarão prematuramente. Não vemos nenhum Banco Central no mundo que seja deva ou esteja disposto a exagerar em seu ciclo de aperto. Um dólar forte também será um obstáculo para os preços das ações e de muitas *commodities*, talvez com exceção da energia, que continuará a ser afetada por eventos geopolíticos relacionados à guerra na Europa, decisões da OPEP+ para proteger seu mercado e, fundamentalmente, à falta de investimento no setor. Regulamentações pouco claras e programas governamentais ambiciosos visando a transição energética sem a devida consideração dos obstáculos, como uma avaliação séria do tempo necessário para se adotar novas tecnologias, são inúteis. O setor requer metas pragmáticas e realistas, não apenas ilusões. Não é segredo que os lucros abundantes das empresas petrolíferas em todo o mundo provavelmente não fluirão para novos investimentos, mas serão devolvidos aos investidores na forma de dividendos. Em vez de demonizar as empresas petrolíferas e ameaçar taxar “lucros excessivos”, o governo dos EUA deveria encontrar uma maneira de equilibrar a necessidade urgente de se investir em combustíveis fósseis enquanto promove uma transição energética realista. Os consumidores certamente estão pagando o preço por uma abordagem tão controversa à segurança energética. Dito isso, as eleições ao Congresso nos EUA e a potencial vitória republicana nas duas casas do Congresso pode fornecer algum alívio regulatório em muitas áreas, mas particularmente na área energética.

Os mercados emergentes irão, mais uma vez, enfrentar outro choque na forma de condições financeiras mais apertadas e choques potencialmente adversos nos termos de troca, além de maiores dificuldades em obter financiamento externo. As moedas devem ficar pressionadas. Como os especialistas em mercados emergentes sabem, depois de décadas lidando com esses problemas, os países precisam fazer os ajustes fiscais adequados em conjunto com uma postura de política monetária adequada para enfrentar a tempestade. Simplesmente não existe um bom substituto para uma forte

âncora fiscal. Este será o tema para 2023 em nossa visão. Os investidores recompensarão os países com programas fiscais fortes, focados não apenas na implementação de reformas tributárias, mas também na racionalização de gastos, especialmente aqueles relacionados à pandemia, eliminando programas que não são mais justificados e evitando torná-los permanentes. As regras fiscais são necessárias, mas precisam ser críveis e facilmente monitoráveis; muitas exceções ou brechas prejudicam seu propósito.

Durante o mês tivemos dois eventos importantes para nossos mercados, o 20º Congresso do Partido Comunista Chinês e as eleições presidenciais no Brasil. A mensagem econômica que sai do encontro quinquenal da China é que o país buscará o “desenvolvimento sustentável”, a modernização de sua economia e um caminho de crescimento mais equilibrado. A forte ênfase na segurança de suas cadeias de produção, bem como nas suas necessidades alimentares e energéticas é digna de nota. Sua ênfase interna nos motores do crescimento pode reforçar a tendência de desglobalização que já estamos testemunhando. Não houve nenhuma orientação em relação à política sanitária, mas acreditamos que março de 2023 seria a data mais próxima em que eles considerariam a reabertura da economia. Militarmente, a mensagem foi clara: embora seja preferível um processo de unificação pacífica com Taiwan, eles não hesitariam em usar a força. Isso será crucial para os mercados daqui para frente, adicionando um risco de cauda potencialmente significativo. Finalmente, na frente política, vimos o presidente Xi ser renomeado para um terceiro mandato em um processo que só pode ser descrito como uma demonstração de força. Os novos membros do Comitê Permanente do Politburo são todos aliados de Xi, dando-lhe ainda mais poder. O segundo em comando e responsável por supervisionar a política econômica, Li Qiang, parece menos propenso a reformas de mercado do que Li Keqiang, seu antecessor. Em suma, acreditamos que as perspectivas para a economia chinesa permanecem incertas. No mínimo, os resultados do 20º congresso do Partido deixaram os observadores mais preocupados com os rumos do país. A China está se tornando mais uma incógnita do que a força estabilizadora de anos anteriores.

As eleições no Brasil resultaram em uma configuração política predominantemente de centro-direita. Em 2023, 73% do Congresso e 84% do Senado serão membros de partidos centristas ou de direita; 20 dos 27 estados serão governados por políticos de centro-direita. Tudo indica que a coalizão de esquerda vencedora na eleição presidencial (PT e PSB) terá que negociar com partidos centristas para ampliar sua coalizão, para assim conseguir implementar sua agenda de reformas. Os desafios fiscais no Brasil serão significativos em 2023 e, como argumentamos no início desta carta, os mercados serão particularmente sensíveis aos planos fiscais do novo governo. Um cenário favorável incluiria uma proposta adequada para um novo quadro fiscal e demais reformas, especialmente um conjunto de objetivos que podem ser analisados pelos investidores, uma vez que o teto de gastos tenha sido essencialmente abandonado. Nos próximos meses, os investidores acompanharão de perto a aprovação do orçamento de 2023, incluindo a identificação de recursos para financiar o programa Auxílio Brasil, transferências para apoiar crianças menores de 6 anos e a formação de novos ministérios. O novo governo tomará posse em 1º de janeiro de 2023.

Posicionamento:

Acreditamos que o FED deve estender seu ciclo de altas para patamares ainda não precificados pelo mercado. Apesar da taxa terminal ser mais alta, a redução de passo de 75bps para 50bps pode trazer algum alívio temporário para os mercados. Seguimos pessimistas com a Europa e ainda vemos a economia americana muito forte. De uma maneira geral, o esforço necessário para desinflacionar as principais economias continua sendo uma preocupação e deve levar a desaceleração de crescimento global.

Nos emergentes, a principal dúvida segue sendo se e quando a China vai abandonar sua política de COVID Zero. Qualquer mudança que leve a uma reabertura pode beneficiar *commodities* e dar impulso no crescimento dos Emergentes, porém voltar a pressionar preços.

O Brasil se destaca como potencial destino de investimentos para 2023. O posicionamento estratégico da economia brasileira em combinação com a política monetária apropriadamente apertada deve atrair investimentos ao longo dos próximos trimestres. Apesar do ruído eleitoral e das incertezas em relação ao novo governo, compramos Brasil em função de posicionamento técnico extremamente leve e patamar de preços interessante.

Juros

Compramos NTN-B26 ficando aplicados em juro real.

Commodities

Abrimos uma posição pequena comprada em Urânio e em Ouro.

Moedas

Compramos o BRL contra o ZAR (sul-africano) e o EURO.

Bolsa

Compramos Ibovespa contra venda do S&P. Em novembro ocorrerá a eleição do congresso americano. Acreditamos que existe uma alta probabilidade dos republicanos retomarem o controle de ambas as casas e devemos reduzir a exposição vendida na bolsa americana antes desse evento.

Estratégia Sistemática

Durante o mês de outubro a parcela sistemática foi um detrator de performance, pois o cenário eleitoral trouxe muita volatilidade ao mercado brasileiro. Os modelos de bolsa vinham carregando um risco direcional reduzido com uma alocação com maior peso nos setores petrolífero e financeiro. O processo eleitoral brasileiro provocou uma forte rotação de carteira no índice, causando perdas no setor de petróleo e uma forte alta nos setores de mineração e siderurgia, gerando perdas nas carteiras. Os modelos de juros oscilaram entre posições tomadas e aplicadas ao longo do mês sem resultados significativos, dado o baixo risco alocado. A modelagem de moedas ficou zerada praticamente o mês inteiro.

Crédito Local

Em outubro, o mercado de crédito local manteve a boa performance observada nos meses anteriores. Os índices da indústria IDA LIQ – DI (ANBIMA) e IDEX (JGP) refletiram o momento positivo e renderam 1,36% e 1,27%, respectivamente. O fluxo de capital para ativos de crédito permaneceu firme fazendo com que a concorrência por ativos pressionasse o nível dos spreads de crédito negociados, principalmente nos termos mais curtos da curva. Nos vencimentos mais longos, a partir de três anos, os spreads operaram estáveis em geral, o fluxo comprador foi em grande parte absorvido por emissões primárias que apresentaram níveis de demanda ligeiramente superiores aos volumes ofertados.

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

Aprovação pendente pelo comitê de investimentos - sujeito à alteração.

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 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%	70%	13,45%	134%	28,24%	172%	07/05/2020	66.531.424	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-1,64%	-	3,34%	33%	1,81%	12%	24/08/2020	41.010.755	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-1,07%	-	7,84%	78%	5,64%	36%	20/08/2020	4.408.550	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,31%	128%	13,66%	137%	24,04%	156%	24/08/2020	153.684.385	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,20%	117%	11,81%	118%	15,06%	119%	24/08/2021	417.475.362	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	-0,64%	-	1,73%	22%	32,90%	91%	19/08/2019	50.711.803	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	-0,73%	-	2,78%	140%	-0,78%	-	23/12/2020	11.121.771	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-4,45%	-	-11,45%	-	-9,49%	-	23/12/2020	14.771.775	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, 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/>