

As coisas irão piorar antes de melhorar

O clima de investimento para os mercados emergentes continua dependendo das decisões do FED e do cenário para a economia Americana, sem falar nas ocasionais surpresas vindas de Moscou a Londres. Uma vez que o FED finalmente se comprometeu inequivocamente com o combate à inflação no discurso de Powell em Jackson Hole, os mercados tiveram dificuldade em digerir a mensagem, que foi reforçada na forma das projeções do FED de setembro mostrando a necessidade do *Fed Funds* chegar próximo a 5% em 2023 para se concluir o trabalho. Devagar, mas de forma consistente, os mercados estão se alinhando com as projeções do FED, incluindo a eliminação de previsões de cortes de juros em 2023, assim como estão precificando juros reais positivos ao longo de toda a curva de juros. A taxa de juros (nominal e real) projetada está em um nível não visto desde antes de crise de 2008, a partir de quando os bancos centrais deram início ao uso de seus balanços para comprar títulos soberanos. Nós acreditamos que as novas projeções de juros nos EUA são apropriadas para controlar a inflação e irão acarretar custos econômicos que devem empurrar a economia para recessão no próximo ano. Acreditamos que a taxa de desemprego deverá subir para acima de 5%, acima das estimativas do FED. A dura realidade da economia Americana é que muitas pessoas perderão o emprego para controlar as pressões sobre os salários e trazer a inflação de serviços sob controle, que é o componente mais persistente da inflação. Mais importante – com todas as mudanças estruturais que ocorreram nas economias dos EUA

e global nos últimos 3 anos – será aferir onde estas relações econômicas importantes estão e o quão rápido podemos chegar lá. O trabalho do FED não será fácil, serão necessários ajustes ao longo do caminho e o mercado deverá seguir colocando em dúvida o caminho do FED, devendo permanecer ágil para reagir a quaisquer eventuais desvios.

Enquanto a situação macro nos EUA é, talvez, a parte mais importante do quebra-cabeça, existem outros acontecimentos chave para acompanharmos, como a situação econômica da Europa. Além dos problemas energéticos, temos ainda os desafios políticos na Itália, as decisões do ECB, a guerra e a questão geopolítica na Ucrânia. Na Ásia, temos as tensões no estreito de Taiwan, somadas à desafiadora situação econômica Chinesa. Deslocamentos nos mercados de moedas continuarão, particularmente nos países com baixo carregamento – assim como Japão, Reino Unido e Zona do Euro – conforme os bancos centrais seguem sua trajetória para uma postura monetária mais adequada; o FED tem vantagem e está na frente de todos eles, sendo este um motivo importante pelo qual esperamos que o ambiente de dólar forte deva persistir. Não acreditamos que as condições atuais são apropriadas para intervenções coordenadas no mercado de moedas assim como vimos nos anos 80, e decisões de estabilização dependerão majoritariamente de governos individuais, assim como temos visto nas últimas semanas. Os acontecimentos recentes no Reino Unido servem de alerta para os governos em todos os lugares: a inflação é um problema sério e a expansão fiscal – seja qual for a motivação – tornará o problema mais difícil de ser contido. Os cheques em branco acabaram. Assim como antes, continuamos esperando um ambiente de investimentos ainda mais desafiador ao longo do resto de 2022 e provavelmente em 2023. Os mercados emergentes estão em posição vulnerável com a economia global entrando em recessão. As coisas devem piorar antes de melhorar. Dito isso, nós continuamos comprometidos em encontrar as melhores oportunidades de investimento para nossos investidores nestes tempos turbulentos.

A inflação nos EUA segue sendo problemática com um núcleo persistente, alta difusão, expectativas de curto prazo inaceitavelmente altas, sinais de indexação e uma emergente espiral de salários-preços. A decisão recente do FED de estender a série de altas de 75bps foi apropriada na nossa visão,

com as projeções indicando uma taxa terminal entre 4,5 e 4,75%, próxima a nossa expectativa de entre 4,75 e 5%. Depois das divulgações de inflação muito ruins de agosto, agora esperamos 75bps em novembro e 50bps em dezembro, com riscos altistas. Com a informação disponível, esperamos que o ciclo de aperto termine em março de 2023, uma vez que temos uma redução no ritmo de ajuste em 2023 para 25bps. Nós discordamos, entretanto, com a projeção do FED referente à taxa de desemprego, a qual eles esperam que convirja suavemente para seu nível de longo prazo de 4,4%; parece pouco realista. Usando o ECI (*employment cost index*) como medida de pressão de custos trabalhistas, nós achamos que o indicador em um patamar de 2,5% a.a. seja consistente com o núcleo do PCE a 2%. O ECI neste patamar, que se encontra hoje no patamar de 5,4% a.a., seria consistente com uma taxa de desemprego um pouco acima de 5%. Nós vimos outras estimativas do quanto a taxa de desemprego teria que subir para trazer a inflação para a meta, mas, francamente, confiar demais no histórico é um tanto questionável uma vez que a economia, incluindo o mercado de trabalho, passaram por grandes mudanças estruturais. Com a taxa de desemprego se movendo para pelo menos 5%, a economia Americana provavelmente entrará em recessão no próximo ano.

No resto do mundo, a Europa pode entrar em recessão já em 2022 enquanto o outro grande motor de crescimento global, a China, está insistindo numa política sanitária teimosa e não-científica, além de enfrentar uma crise de seu setor imobiliário que deve levar muitos anos para se resolver; uma moeda fraca é uma das óbvias alternativas para o governo estimular o crescimento. Neste ambiente recessivo, os mercados emergentes enfrentam um cenário complicado. As condições financeiras estarão mais apertadas globalmente, a demanda global irá desacelerar e os preços das commodities devem continuar sofrendo. Em linhas gerais, as economias emergentes enfrentarão a dupla dificuldade de maiores déficits em conta corrente e financiamento mais caro. Manter os juros altos, ou em alguns casos mais altos, devem ajudar, mas os fundamentos das moedas estão se tornando ainda mais desfavoráveis. Nestas circunstâncias, nós aconselharíamos os governos a apertar a instância fiscal para melhorar o equilíbrio entre poupança e investimento, visando ajudar os bancos centrais a fazerem seus trabalhos e providenciar uma necessária âncora de política econômica. Sabemos que isso pode ir contra os instintos

dos governos nacionais, especialmente em desacelerações econômicas, mas as lições recentes do Reino Unido e a história das crises dos mercados emergentes deveriam deixar o alerta claro.

O ambiente econômico na América Latina segue tão desafiador como descrevemos na última carta, mas a cena política está passando por mudanças significativas. No Chile, a nova constituição proposta foi rejeitada por ampla margem, forçando o novo governo a reconsiderar sua visão de um papel muito maior do estado na economia. Enquanto grupos sociais e partidos políticos parecem motivados em produzir um novo rascunho constitucional em breve, atrasos podem acrescentar à incerteza econômica e prolongar a recessão iminente, tornando o trabalho do banco central de controlar a inflação ainda mais difícil conforme as pressões cambiais se acentuam. O novo governo na Colômbia está encontrando dificuldades em progredir com o processo de pacificação que procura incluir ex-grupos rebeldes que demandam maior influência política e econômica. Reformas fiscais tanto no Chile como na Colômbia devem ser desidratadas para abrir caminho para propostas mais realistas que melhorem o âmbito da justiça social sem punir o investimento privado excessivamente. O governo no México está buscando aumentar a influência dos militares em todos os aspectos do governo, incluindo investimentos, controle das fronteiras, construção de aeroportos, refinarias e trens, assim como em administrar a polícia e serviços de segurança. A regra da lei e a ordem democrática estão sob ataque. A proposta orçamentária de 2023 inclui premissas pouco realistas e não deve contribuir aos esforços anti-inflacionários do banco central. O controle de preços de energia tem um efeito temporário sobre a inflação, mas em última instância acarretam custos fiscais significantes. Apesar do controle de preços de energia, que agora se estendem para alimentos, e uma moeda forte, o Banxico está com muito mais dificuldade do que o esperado em controlar a inflação. E agora o caminho agressivo de aumento de juros do FED acrescenta uma nova complicação.

O Brasil também enfrentará desafios relevantes. Ao mesmo tempo em que a redução dos preços de energia está ajudando a inflação cheia, o núcleo segue persistente. Não vemos o Bacen alterando a taxa de juros antes da segunda metade de 2023. Enquanto os resultados fiscais deste ano foram melhores que o esperado, isso ocorreu principalmente por fatores cíclicos, ao

tempo que fatores estruturais se deterioraram. O resultado primário deve se tornar deficitário no próximo ano, parcialmente em função de categorias de despesas que devem se tornar permanentes. Os mercados devem responder aos planos fiscais do próximo governo. A região como um todo está enfrentando desafios fiscais significativos nos próximos anos, complicando o trabalho dos bancos centrais. Se a experiência recente do Reino Unido servir como guia, os governos deveriam considerar com cautela o uso de meios fiscais para alcançar seus objetivos. Ainda acreditamos que os bancos centrais do Chile, Colômbia e México tem mais trabalho a ser feito para chegarem a uma postura monetária suficientemente restritiva nos próximos trimestres. Também acreditamos que uma vez que alcancem tal postura, devam ficar parados por boa parte de 2023.

O cenário de investimentos para mercados emergentes está enfrentando muitos desafios, e continuaremos atentos a riscos e oportunidades, permanecendo ágeis e adotando uma abordagem mais tática. Com a alta volatilidade, as posições permanecem limitadas, e a falta de visibilidade vai contra a ideia de implementar estratégias de horizontes mais longos.

Posicionamento:

Nossas maiores convicções macro são de que a Europa deve entrar em recessão ainda esse ano. Com o passar do tempo, o cenário de “estagflação” deve perdurar na Europa e no Reino Unido. Projetamos que a inflação europeia e inglesa ainda estão em aceleração e devem atingir o pico mais no final do ano, começo de 2023, e, este pico deve ser de tal magnitude que os banqueiros centrais não terão alternativas a não ser seguir apertando as políticas monetárias.

Juros

Acreditamos que o esforço adicional de aperto monetário vai contribuir para o mercado precificar uma desaceleração maior de atividade no futuro. Em função disto, estamos aplicados em juros nominais no Brasil e seguimos com a posição relativa aplicada no Brasil vs. tomada nos EUA. Acreditamos que o Brasil e o país mais avançado no ciclo de aperto monetário e acreditamos que apesar da SELIC permanecer nos patamares atuais por um período prolongado, o mercado vai seguir invertendo a curva nominal em virtude do cenário global. O fiscal brasileiro segue sendo um risco, mas em nossa opinião, não esperamos novas rodadas de notícias negativas neste campo até o final do ano.

Commodities

Estamos comprados no ouro e voltamos a ficar comprados em energia antecipando o início da temporada de frio no hemisfério norte e descompases claros de oferta e demanda no mercado de petróleo.

Moedas

Enxergamos oportunidades em ficar vendidos no Euro e vendidos na Libra contra o dólar. Por outro lado, o FED deve manter o juro em níveis altos pelo menos ao longo do primeiro semestre de 2023. A economia americana deve começar a desacelerar, porém segue demonstrando um mercado de trabalho muito forte e claramente mais resiliente do que os seus pares. Isto nos deixa ainda esperando o dólar em patamares “altos” pelos próximos trimestres. Nos emergentes, ficamos comprados no real e vendidos no rand sul-africano e ficamos comprados no peso mexicano.

Bolsa

Estamos vendidos no S&P, ainda em função de muito trabalho pela frente a ser feito na economia americana para desinflacionar, e comprados no Bovespa em função de valuation e ciclo econômico avançado. Acreditamos que o resultado parcial das eleições brasileiras no congresso é suficiente para evitar riscos de calda da ordem fiscal.

Estratégia Sistemática

Durante o mês de setembro a parcela sistemática foi um detrator de performance. Os modelos de bolsa vinham carregando bastante risco direcional e com uma alocação com destaques no setor de petrolífero e financeiro. A queda da commodity no mercado externo e 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, resultando em perdas nas carteiras. Os modelos de juros tiveram posições tomadas e aplicadas ao longo do mês sem resultados significativos, a volatilidade recente trouxe várias “falsas entradas” em posições com stops rápidos.

A modelagem de moedas gerou um resultado positivo com posições compradas em USD em montante pequeno.

Crédito Local

Em setembro o mercado de crédito local repetiu a boa performance dos meses anteriores. O fluxo de capital para ativos de renda fixa e crédito seguiu elevado fazendo com que a concorrência por ativos reduzisse o nível dos spreads de crédito negociados, principalmente nos termos mais curtos da curva. O mercado de capitais, após breve redução dos volumes emitidos, acelerou novamente, porém a oferta foi inferior à demanda por papéis, em geral, os leilões de colocação fecharam com taxa inferiores ao teto do book.

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	1,39%	129%	12,64%	142%	27,33%	179%	07/05/2020	68.626.153	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-1,16%	-	5,06%	57%	3,51%	24%	24/08/2020	41.999.949	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-0,62%	-	9,01%	101%	6,79%	47%	20/08/2020	6.592.645	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,25%	116%	12,20%	137%	22,44%	158%	24/08/2020	149.929.383	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,25%	117%	10,49%	118%	13,70%	119%	24/08/2021	403.554.037	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	-3,48%	-	2,39%	32%	33,75%	95%	19/08/2019	51.814.987	2,00% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
Inove FIA	-1,85%	-	-12,37%	-	42,58%	84%	31/03/2020	16.404.882	2,00% a.a.	20% s/ Ibovespa
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	1,27%	523%	3,54%	212%	-0,05%	-	23/12/2020	11.204.044	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	3,61%	108%	-7,32%	-	-5,27%	-	23/12/2020	20.701.672	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/>