



CARTAMENSAL
AGOSTO 2021

Sobre a política monetária americana

Em 27 de agosto de 2021, Jerome Powell, presidente do *Federal Reserve* (FED), apresentou o discurso "*Monetary Policy in the Time of COVID*" no evento anual organizado pelo *Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming*. O discurso era aguardado com muita expectativa e certa apreensão, pois existia a possibilidade de Powell sinalizar os próximos passos da política monetária americana.

De fato, a sinalização foi dada. Powell anunciou que, condicionado à evolução do cenário econômico, o *FED* poderá começar a reduzir o ritmo das suas compras de ativos ainda este ano. Tal programa de compra de ativos, estabelecido em 2020, envolve a aquisição mensal de pelo menos 80 bilhões de dólares de títulos públicos (*Treasuries*) e de pelo menos 40 bilhões de dólares de títulos atrelados à hipotecas (*Mortgage-Backed Securities, MBS*). O curioso é que o anúncio, de certa forma, confirmou a visão mais "*hawkish*" que diversos membros do *Federal Open Market Committee (FOMC)* verbalizaram nos dias prévios, mas mesmo assim não gerou as reações negativas que usualmente seguem a este tipo de anúncios. Por exemplo, o índice S&P subiu e o índice dólar (DXY) se enfraqueceu. Como entender essa reação dos mercados e o que esperar daqui para frente?

Para entender o que aconteceu precisamos voltar um pouco no tempo, mas precisamente à maio de 2013. Naquele ano, num depoimento ao Congresso americano, Ben Bernanke, presidente do *FED* à época, surpreendeu os mercados ao sugerir, em resposta a uma pergunta de um congressista, que o programa de compra de ativos vigente (e de natureza semelhante ao atual) poderia ser reduzido no curto prazo ("*in the next few meetings*"), o que ia contra toda a sinalização do *FED*. Esse foi o famoso episódio do *Taper Tantrum*, que provocou correções nos preços dos ativos no mundo todo por alguns meses. Mas o *FOMC* somente começou a reduzir o ritmo de compras de ativos em janeiro de 2014. Voltando aos tempos atuais, existia o receio de que o *FED* pudesse voltar a surpreender com uma mudança abrupta, e esse era um dos motivos de apreensão dos mercados nos dias prévios ao evento do dia 27 de agosto deste ano.

Porém, existiam vários fatores que nos levavam a pensar que, como efetivamente aconteceu, a reação dos mercados desta vez seria mais “suave”. Em primeiro lugar, em 2013, além da surpresa provocada pelo comentário de Bernanke, os Estados Unidos apresentavam uma combinação de política monetária acomodatória, política fiscal restritiva e inflação abaixo da meta, o que tornava a recuperação mais dependente do estímulo monetário. Já em 2021 a combinação envolve política monetária acomodatória, política fiscal expansionista e, principalmente, inflação acima da meta. Assim, desde essa perspectiva, o estímulo monetário adicional proporcionado pelas compras de ativos seria até certo ponto redundante e, portanto, sua redução conveniente. Em segundo lugar, o *FED* aprendeu com os erros de comunicação do passado e tem trabalhado bastante para deixar claro que qualquer decisão será comunicada com a devida antecedência, minimizando com isso a possibilidade de acidentes de percurso, como o episódio de maio de 2013.

Em terceiro lugar, e ao nosso ver o fator mais importante, o *FED* tem sido bem-sucedido em separar o *timing* do processo de redução das compras de ativos do *timing* do processo de elevação das taxas de juros. Hoje os mercados entendem que o encerramento do programa de compra de ativos não implicará necessariamente na iminência do eventual ciclo de normalização dos juros. Sobre este ponto temos dois comentários a fazer: (i) primeiro, de que em 2013 o *FED* comandado por Bernanke também tentou convencer dessa separação, com pouco ou nenhum sucesso; e (ii) segundo, de que é importante destacar que o sucesso do *FED* em convencer sobre essa separação é ainda mais notável quando se considera que ainda há certo ceticismo sobre as perspectivas para a inflação. Acreditamos que boa parte desse sucesso se deve à reformulação feita pelo *FED* da sua estratégia e objetivos de política monetária. Tal reformulação, aprovada em agosto do ano passado, é basicamente uma releitura do mandato de maximização do emprego, permitindo com isso maior flexibilidade na formulação e implementação da política monetária.

Resumindo, pelos motivos citados, não deveria surpreender a reação tranquila dos mercados ao anúncio feito por Powell em Jackson Hole. Apesar da incerteza ainda existente, boa parte dela associada aos efeitos sobre a economia americana e global da variante Delta do Covid-19, o *FED* tem conseguido sucesso nos seus esforços de fornecer estímulos, porém se mantendo fiel ao seu mandato duplo de maximização de emprego com estabilidade de preços.

Nossa expectativa é que o processo de redução do montante de compras de ativos seja iniciado efetivamente ainda este ano, com anúncios feitos nas reuniões de novembro (2-3) ou dezembro (14-15). Alguns membros do *FOMC* têm sinalizado que, uma vez iniciado, achariam conveniente que o programa se encerrasse em prazo relativamente curto (seis meses); mas preferimos acreditar que a escolha do ritmo de redução será endógena (determinada pelas circunstâncias) e que, principalmente, será feita de forma a não introduzir ruídos adicionais, ajudando em uma transição sem sobressaltos. Sobre a normalização das taxas de juros, continuamos acreditando que o *FED* seguirá esperando até ter um grau razoável de certeza de que o mercado de trabalho conseguiu restabelecer pelo menos o vigor que mostrava antes da pandemia. Achamos que a própria pandemia acabou provocando mudanças estruturais do mercado de trabalho de difícil aferição, portanto julgamos que ainda estamos longe do início do ciclo de normalização dos juros.

Com relação ao nosso posicionamento nos fundos, desde o final de 2020, viemos nos baseando em um cenário de recuperação econômica que tinha como pilares o processo de vacinação e reabertura e os abundantes estímulos fiscais e monetários promovidos por quase todos os governos do mundo.

Este cenário comumente chamado de "*reflation*" tem duas características principais: crescimento acelerado e retomada de preços. Para nós, a melhor maneira de aproveitar este cenário era "tomados" na curva de juros americana, mirando níveis mais altos de juros principalmente na parte mais longa e comprados em *commodities*, posição que se beneficiaria pela volta forte da demanda e elevaria o preço das *commodities*. De uma maneira geral, estes movimentos aconteceram, principalmente até meados do 2º trimestre. De junho para cá, a preocupação com a variante Delta do Covid-19 em conjunto com um nível de crescimento econômico mais moderado e natural, fez com que praticamente o movimento inteiro de "*reflation*" tenha sido revertido de maneira violenta pelos mercados.

Em função desse novo cenário, viemos ajustando as nossas posições e nos questionando se a recuperação econômica já havia terminado. A nossa conclusão é que ainda existem impulsos relevantes para o crescimento econômico se manter robusto e que, tanto esse movimento do meio do ano, quanto a preocupação com a variante delta deverão ser passageiros, havendo uma perspectiva mais positiva para o final do ano.

De qualquer maneira, fizemos alguns ajustes relevantes nas nossas posições e buscamos focar a nossa alocação de risco onde temos maior convicção que o cenário acima deve se concretizar.

JUROS

Em renda fixa internacional, reduzimos bastante nossa posição tomada em juros americanos, mas nos mantivemos levemente tomados, acreditando que a retomada do último trimestre deve entregar uma curva de juros mais alta no final do ano. No mercado local, identificamos oportunidade na curva de juros nominal que precifica, agora, uma taxa SELIC terminal que não parece compatível com as projeções de crescimento e inflação para 2022 e 2023 principalmente considerando o nível da bolsa brasileira. Apesar disso, mantivemos posições táticas em função do alto grau de volatilidade. Compramos NTN-B24 contra um posição vendida em bolsa.

COMMODITIES

Reduzimos nossa exposição total em *commodities* mas mantivemos posições estruturais em cobre e em agrícolas. O cobre tem um déficit de oferta muito relevante e deve seguir pressionando os preços a medida que o mundo busca alternativas energéticas mais “limpas”. As *commodities* agrícolas devem seguir pressionadas pela tendência global de redistribuição de renda, o que deve impulsionar mais a demanda por alimentos na base da pirâmide social.

MOEDAS

Começamos a nos posicionar vendidos em dólar no intuito de aproveitar um movimento de reaceleração econômica que deve ficar mais aparente no último trimestre do ano. Dentro do universo de moedas, destacamos dois temas de investimento: (i) nas moedas emergentes compramos as teses de alta de juros mais forte (Brasil, Rússia, Chile); e, (ii) nas desenvolvidas, compramos o EURO para nos beneficiar da expectativa da economia europeia se destacar em relação à americana ao longo dos próximos trimestres. Acreditamos que o Real é o melhor ativo brasileiro para carregar. O maior nível de juros tende a proteger a moeda contra revisões baixistas de crescimento e a volatilidade vinda de riscos fiscais/políticos.

RENDA VARIÁVEL

Direcionamos a nossa exposição nas bolsas para os EUA e Europa, onde acreditamos que o processo de retomada econômica segue suportado por políticas fiscais e monetárias ainda muito expansionistas. Taticamente compramos um pouco de bolsa emergente via uma cesta com um peso maior em Ásia. A bolsa chinesa vem sofrendo fortemente por intervenções governamentais em diversos setores. A economia chinesa vem desacelerando ao longo dos últimos dois trimestres e já vemos sinais de novos estímulos por parte do governo, o que deve sustentar o preço dos ativos que ficou muito atrasado em relação aos seus pares globais. Taticamente, ficamos vendidos na bolsa brasileira contra uma posição comprada na NTN-B24 e comprada no Real.

ESTRATÉGIA SISTEMÁTICA

As indefinições do cenário local não provocaram alterações na alocação mais defensiva da estratégia sistemática. Carregamos posições direcionais vendidas em bolsa e com uma exposição de ações contra índice muito reduzida, sem nenhum grande destaque. Houve posicionamento comprado na estratégia de moeda, com pequena perda. Enquanto permanecer essa incerteza local e ausência clara de nova tendência, os modelos tendem a preservar capital reduzindo os riscos e se mantendo defensivos.

CRÉDITO LOCAL

Com a inflação persistentemente alta e conseqüente aumento da taxa Selic, a demanda por ativos de crédito segue aquecida. Os papéis de maior qualidade de crédito e liquidez beneficiaram-se do fluxo de compra dos institucionais, pressionados para alocar o crescente patrimônio da indústria de renda fixa. Em linha, o mercado primário segue bastante aquecido, abrindo espaço também para emissores menores e menos conhecidos. Em função desse cenário, buscamos oportunidades para aumentar nossa exposição no mercado de crédito privado local principalmente em papéis de empresas de altíssima qualidade e *duration* relativamente baixo.

CRÉDITO INTERNACIONAL

A primeira quinzena de agosto apresentou um movimento de “*risk-off*” com a abertura dos *spreads* de crédito “*high yield*” no mercado internacional e aproveitamos esse movimento para aumentar nossa exposição. A segunda quinzena de agosto foi marcada por um rali nos mercados de crédito e as posições nos fundos tiveram um bom desempenho. Devido às incertezas ao redor das estimativas do “*non-farm payroll*” (NFP) e expectativa de volatilidade, optamos em realizar o lucro nas nossas posições de crédito e aguardar a reação dos mercados após o NFP.


















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, sendo a nossa maior exposição no segmento de cadeia de fornecedores.

IMOBILIÁRIO

O mercado de Fundos Imobiliários apresentou performance negativa no mês, pressionado pela alta na curva de juros futuro. O IFIX apresentou queda de 2,63% no mês, acumulando queda de 4,19% no ano, enquanto a carteira de Fundos Imobiliários do nosso fundo que compra essa estratégia se manteve com performance positiva no ano. Diante do momento do mercado de Fundos Imobiliários, continuamos a redução de exposição ao setor e finalizamos o mês com aproximadamente 1% do Patrimônio Líquido alocado nesse tipo de ativo.

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco
Juros				
Commodities				
Moedas				
Renda Variável (on e off)				
Sistemático				
Crédito (on e 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 FIM CP	-1,92%	-	0,44%	22%	8,75%	252%	07/05/2020	67.228.114	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-1,83%	-	-0,10%	-	3,23%	118%	24/08/2020	52.656.979	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-1,64%	-	-1,75%	-	1,79%	65%	20/08/2020	16.052.182	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,69%	163%	3,60%	175%	5,05%	199%	01/10/2020	42.156.840	1,2% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-0,97%	-	12,16%	146%	32,92%	167%	19/08/2019	78.032.961	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 31/08/2021

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/>