



CARTAMENSAL

MAIO 2021



A Inflação Americana: Passado, Presente e Desafios

A inflação voltou ao centro das atenções em diversas regiões do mundo. Consequência da combinação de um brutal choque negativo de oferta (decorrente da pandemia de Covid-19) com um significativo impulso à demanda (decorrente das medidas implementadas para aliviar os impactos da pandemia nas economias), a pressão sobre os preços tem se manifestado de forma intensa e persistente nas mais diversas cadeias de produção. Porém, em nenhum lugar a discussão sobre inflação tem chamado tanto a atenção quanto nos Estados Unidos da América.

Os motivos para essa preocupação parecem óbvios: (i) a economia americana tem dado fortes sinais de recuperação, principalmente depois do sucesso em seu processo de vacinação; (ii) a expansão fiscal americana anunciada para os próximos anos é considerável; e (iii) a autoridade monetária estadunidense tem mantido o alto grau de estímulo, seja por vias convencionais ou não-convencionais. O resultado de uma alta da inflação nos Estados Unidos da América poderia, ao tornar necessária uma ação mais incisiva da política monetária, se transformar num aperto monetário global, com consequências potencialmente adversas para os mercados.

Alguns analistas chegam a afirmar que os Estados Unidos da América, em função da atual postura das suas autoridades econômicas, parecem fadados a repetir a nefasta experiência dos anos 70, episódio conhecido na história econômica americana como "A Grande Inflação". Será que essa afirmação faz sentido? Nesse período, a inflação americana, medida pela variação anual do PCE (índice de inflação mais olhado pelo Fed), como mostra a tabela a seguir, registrou uma média anual de 7,3%, sendo que em três anos (1974, 1979 e 1980) chegou a valores de dois dígitos. A inflação média dos anos oitenta, ainda elevada, reflete apenas a convergência para uma média menor. Esse processo de convergência começou em 1979, com um aperto monetário inédito, liderado pelo presidente do Federal Reserve na época, Paul Volcker.

Inflação nos Estados Unidos Média Anual por Décadas – em %		
	PCE Cheio	PCE Core
1961 – 1970	2,6	2,7
1971 – 1980	7,3	6,5
1981 – 1990	4,1	4,5
1991 – 2000	2,0	2,1
2001 – 2010	2,0	1,8
2011 – 2020	1,5	1,7

Fonte: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Mas o que levou a essa inflação tão elevada (para padrões americanos) nesta década? De acordo com Robert J. Samuelson, no seu livro *"The Great Inflation and its Aftermath"*, o processo que levou a esse resultado se iniciou na década anterior, com o que Samuelson chama de "a obsessão do pleno emprego", cujos efeitos foram exacerbados pela diminuição, na prática, da independência na condução da política monetária durante várias administrações.

A "obsessão pelo pleno emprego" se baseava na ideia, que se revelou errada, de que se podia aceitar um pouco mais de inflação em troca de uma taxa menor de desemprego. Eram os primórdios da curva de Phillips (que mostra a relação entre emprego e inflação), quando se assumia que as expectativas dos agentes se manteriam constantes mesmo perante um cenário de elevação da inflação, algo que seria necessário para reduzir a taxa de desemprego, como argumentavam os defensores da ideia. Políticas fiscais e monetárias muito expansionistas foram os instrumentos utilizados. O que acabou acontecendo com o passar do tempo é que os agentes reajustaram para cima suas expectativas de inflação, o que foi tornando as políticas expansionistas cada vez menos efetivas. No final, essas políticas acabaram apenas pressionando a inflação, sem qualquer impacto positivo na taxa de desemprego. A situação só começou a ser resolvida, como mencionado linha acima, quando Volcker assumiu a presidência do *Federal Reserve*, em 1979.

Será que as atuais autoridades americanas também estão tomadas pela "obsessão do pleno emprego"? Acreditamos que a situação hoje é diferente. Primeiro, não podemos esquecer que, antes da pandemia, os Estados Unidos estavam com a taxa de desemprego nas mínimas históricas, e que mesmo assim a inflação se situava, persistentemente, abaixo da meta de 2% (vide tabela). Por esse motivo, se justificaria pelo menos questionar se uma redução adicional da taxa de desemprego levará, necessariamente, a um aumento de inflação. E, em segundo lugar, temos que ter em mente também que, mesmo com a criação de emprego no período pós-pandemia, a taxa de emprego (percentual da população em idade ativa efetivamente empregada) ainda está distante do valor registrado no período imediatamente anterior, o que é um sinal claro de que ainda há muito para melhorar antes da economia americana atingir o chamado pleno emprego. Assim, parece correto que as autoridades econômicas americanas estejam, no momento, optando por esperar antes de reagir a qualquer surto de inflação.

E, então, chegamos na questão crucial: esperarão até quando? Veremos uma repetição dos anos 70? Definitivamente, não. A inflação está subindo, provavelmente subirá ainda mais e, eventualmente, poderá ser mais persistente do que se imaginava, mas parece distante a ideia de uma mudança permanente (para pior) do patamar de inflação. Não podemos confundir paciência com leniência. As autoridades americanas, em particular o *Federal Reserve*, estão cientes das lições da experiência da Grande Inflação e, portanto, acreditamos que os erros daquela época não se repetirão. O corolário disso é que, nesse quadro de pressões inflacionárias globais, o *Federal Reserve* terá que elevar a taxa de juros e reduzir os estímulos não-convencionais antes do previsto por eles.

Sem dúvida, uma inflação controlada é pré-requisito para o crescimento e prosperidade, como ficou claro no período imediatamente posterior à Grande Inflação, e, portanto, deve ser visto como algo positivo. Apesar disso, o ciclo atual não deixa de apresentar alguns riscos, dentre os quais vale mencionar dois:

1. O primeiro risco diz respeito ao foco, quase exclusivo do *Federal Reserve* (entre outros bancos centrais) no chamado núcleo de inflação, ou seja, nos preços dos bens e serviços excluindo-se alimentos e combustíveis. Ao deixar de lado a importância destes dois elementos na formulação de política monetária, corre-se o risco de gerar algum tipo de descontentamento social, assim como ocorreu na primavera Árabe de 2011, onde a inflação nos preços dos alimentos serviu como gatilho para uma disrupção maior. Um destaque neste quesito foi a divulgação da Organização das Nações Unidas, na última semana, apontando que os preços globais dos alimentos estão em seu patamar mais alto em uma década;

2. O segundo risco diz respeito ao endividamento significativo dos setores público e privado americano pode tornar o movimento de aperto monetário mais complexo que em ciclos anteriores. Não surpreendente, dado este pano de fundo, foi a projeção do juro real americano no orçamento da administração Biden na semana passada, na qual os juros (ao longo da curva) permanecem abaixo da taxa de inflação pelos próximos 5 anos.

Apesar de não vermos uma repetição dos anos 70 se materializando, a possibilidade da inflação se tornar mais persistente que o esperado, aliada ao segundo risco mencionado acima, nos deixa vigilantes em relação à inflação americana. Isso se reflete, naturalmente, em algumas posições que temos há algum tempo, como por exemplo na nossa posição tomada na *Treasury* de 10 anos.

Juros

Mantivemos a posição tomada na parte mais longa da curva de juro americana. Seguimos acreditando na escalada da inflação global e no processo tardio de normalização de juros nos Estados Unidos América. Acreditamos que ainda existe muita assimetria na curva longa americana (para cima), e mantivemos a estratégia de aumentar a posição tomada ao redor do nível de 1,50%. Ainda na renda fixa, montamos posições de *flattening* na curva de juros brasileira, principalmente aplicadas no vértice de jan25 contra tomado no jan23.

Commodities

Seguimos comprados em uma cesta de *commodities* que inclui cobre, soja, milho, petróleo, ouro e prata. Adicionamos uma posição em urânio que faz parte da tese de busca por energias mais “limpas” na qual a nuclear se encaixa bem. Nossa posição em *commodities* tem variado entre 10-15% do Patrimônio Líquido dos fundos.

Moedas

Redirecionamos as nossas posições vendidas em dólar principalmente para as moedas emergentes. Aumentamos nossa posição comprada no Real como principal representante das moedas de *commodities* contra o dólar americano e contra o peso mexicano. Nas moedas de G10, seguimos comprados no euro em menor proporção, comprados na Krona norueguesa, que representa bem o complexo de exportadores de petróleo, e abrimos uma posição comprada no Yuan contra o dólar. Nossa exposição em moedas tem variado entre 30-50% do Patrimônio Líquido dos fundos.

Renda Variável

Aumentamos a nossa exposição na bolsa brasileira tanto de maneira direcional como relativa contra a bolsa americana. Voltamos a comprar uma cesta de bolsas emergentes que acreditamos conseguir descolar mais das bolsas americanas em função da disseminação do crescimento global e do avanço da reabertura das economias emergentes.

Estratégia Sistemática

Em um mês de bastante volatilidade e de rotação de posições, o livro sistemático devolveu parte do bom resultado do mês de abril. Procurando maximizar a captura dos grandes movimentos, os nossos modelos perseguidores de tendências só se desfazem das posições após uma queda nos preços dos ativos. Deste modo reduzimos parcialmente nossas posições nos setores de *commodities* e bancos digitais.

Crédito Local

A curva de crédito local apresentou em maio redução de sua inclinação na ordem de 15bps. Os bons resultados corporativos do primeiro trimestre, somadas ao fluxo de captação positivo dos fundos de crédito privado e renda fixa, deram ao mercado mais confiança para incrementar o prazo das carteiras. Com a melhora do apetite dos investidores, o mercado primário registrou incremento do volume de emissões.

Crédito Internacional

Com pouca clareza no mercado internacional, seguimos com o viés cauteloso, priorizando ativos com *duration* mais curta. Mantivemos as alocações estáveis, sem mudanças relevantes de posicionamento.





















Crédito Estruturado Galapagos

Com relação ao crédito estruturado interno, nossas alocações estão distribuídas nos setores de *real state*, cadeia de fornecedores, *venture debt* e agronegócio, sendo a nossa maior exposição no segmento de cadeia de fornecedores.

Imobiliário

No mercado imobiliário, o mês de maio terminou com desvalorização do IFIX de 1,56%, acumulando queda de 1,87% em 2021. A nossa carteira de Fundos de Investimento Imobiliários, no entanto, fechou o mês em patamar positivo no mês, mantendo a performance positiva no ano. O portfólio de Fundos de Investimento Imobiliários está concentrada em ativos de alta qualidade e com característica dinâmica, com diversos giros de posição durante o mês, de acordo com a análise comparativa dos fundos realizada pela gestão.

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco
Juros				
Commodities				
Moedas				
Renda Variável				
Sistemático				
Crédito Local				
Crédito Internacional				
Crédito Estruturado				
Imobiliário				

Desempenho dos Fundos

Fundos	Mês	% do Benchmark no Mês	Acumulado 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.
MULTIESTRATÉGIA										
Galapagos Evolution FIM CP	1,76%	658%	4,99%	519%	13,67%	579%	07/05/20	67.544.126	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	1,75%	656%	4,71%	490%	8,20%	501%	24/08/20	33.961.176	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	1,92%	717%	2,66%	277%	6,36%	386%	20/08/20	14.507.560	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,50%	188%	1,81%	188%	3,23%	226%	01/10/20	38.970.204	1,2% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-3,97%	-	14,10%	287%	35,22%	220%	19/08/20	59.353.432	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 31/05/2021

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 Passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador, Gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir.



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/>