



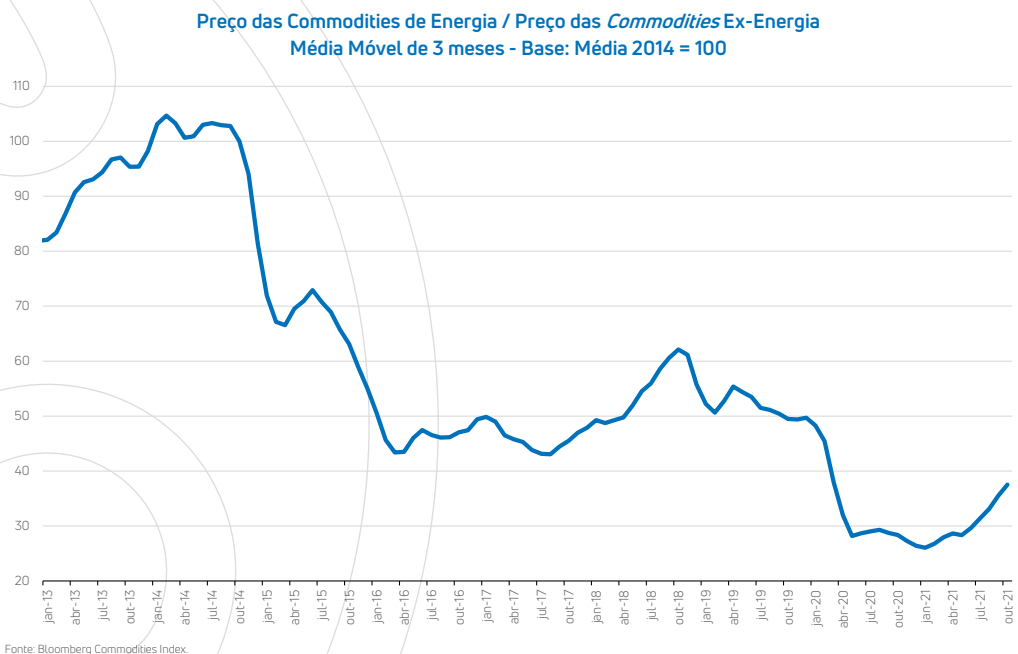
CARTAMENSAL
OUTUBRO 2021

A questão da Energia e seus desdobramentos

Ao longo do último ano, principalmente nos últimos meses, a elevação dos preços dos combustíveis, e da energia de forma geral, tem chamado muito a atenção. Além das variações serem muito significativas (como, por exemplo, o preço do barril de petróleo *Brent*, que registra, só em 2021, aumento de quase 57%), esses aumentos de preços parecem ser consequência de fatores que podem ser de natureza estrutural, com importantes desdobramentos para a economia mundial. Nesta carta, buscamos analisar as origens da alta dos preços da energia e suas possíveis implicações no curto e no longo prazo.

A pressão nos preços da energia é decorrente de fatores tanto de oferta, quanto de demanda. As respostas da política econômica no combate à pandemia permitiram que a recuperação da atividade econômica fosse muito rápida, e já no segundo semestre de 2020 a maior parte da economia mundial voltava a crescer a taxas significativas. Porém, essa recuperação da atividade econômica se deu com uma composição diferente: O mundo passou a demandar (e produzir) muito mais bens do que serviços. Nos Estados Unidos da América – EUA, por exemplo, o PIB do terceiro trimestre de 2021 mostrou que a economia já está 1,4% maior do que o período imediatamente anterior à pandemia (quarto trimestre de 2019), mas a análise segregada dos dados de bens e serviços revela importantes diferenças. A produção de serviços, só neste último trimestre, conseguiu ficar 0,3% acima do nível pré-pandemia, enquanto a produção de bens já tinha recuperado esse nível no terceiro trimestre de 2020 e hoje está 9,1% acima do referido nível. Tal condição traz grandes implicações na demanda por energia. A produção de bens demanda muito mais energia do que a produção de serviços. E isso não aconteceu apenas nos Estados Unidos. O caso da China também é ilustrativo: No acumulado até o terceiro trimestre deste ano, a economia chinesa registra crescimento de 9,8%, comparado ao mesmo período do ano anterior, mas o consumo de energia elétrica, no mesmo período, está quase 13% maior. Somado a isso, a adoção do modelo de *home-office* no mundo todo provocou perdas de eficiência na utilização de energia no setor de serviços.

Do lado da oferta, as condições já não eram muito favoráveis desde antes da pandemia. Anos de preços deprimidos desincentivaram o investimento na produção de *commodities* energéticas como o petróleo ou o gás natural, e quando houve o aumento da demanda pelos motivos explicados acima, não havia capacidade de atendê-lo. Para ilustrar o nosso ponto, o gráfico a seguir mostra a evolução do preço relativo entre as *commodities* que fazem parte do subsetor Energia do *Bloomberg Commodity Index* e todas as outras *commodities* que fazem parte desse índice (Ex-Energia). Colocamos como base a média de 2014 por ser esse o ano do último pico das *commodities*, energéticas e não-energéticas. A ideia desse gráfico é ilustrar qual era o sinal dado pelos preços dentro dessa classe de ativos.



O gráfico mostra que só neste ano os preços das *commodities* de energia subiram, em conjunto, 44% mais do que o conjunto de todas as outras *commodities* (Ex-Energia), as quais também subiram. Esse é o fato que tanto chama a atenção nos últimos meses. Porém, o gráfico também mostra que mesmo com essa elevação recente, o preço relativo Energia / Ex-Energia chega a ser apenas 37,5% do que era em 2014. A evolução dos preços ao longo desse período deixa claro que houve poucos incentivos para o investimento na produção de *commodities* energéticas *vis-à-vis* as não energéticas e, portanto, não deveria surpreender que, quando a demanda por energia começou a se recuperar em meados do ano passado, não existia muita capacidade ociosa, situação que acabou se refletindo no aumento significativo dos preços dessas *commodities*.

Temos então uma situação na qual houve, e ainda há, uma demanda bastante forte por energia, com uma baixa oferta, decorrente de anos de desincentivo ao investimento na produção de *commodities* energéticas. Poderíamos imaginar que o cenário atual deveria estimular o investimento nesse setor, mas, infelizmente, não é razoável esperar uma reação rápida da oferta pois o ciclo de investimento costuma ser longo. Por exemplo, construir um terminal de gás natural liquefeito – GNL demora, aproximadamente, cinco anos. Além disso, temos as questões geopolíticas, como o relacionamento entre a Rússia e a Europa. Ou seja, não deveríamos ter muita esperança na ampliação da oferta de *commodities* energéticas.

Com relação à demanda por energia, ela poderia, em princípio, ser satisfeita por qualquer *commodity* energética. Afinal, é possível produzir energia com gás, com carvão ou com petróleo. O mais barato é o carvão, seguido pelo gás. Com as restrições cada vez maiores ao uso do carvão, a demanda por gás aumentou. Pelas limitações de oferta já citadas, passou-se a produzir energia também com petróleo, o mais caro. Esta situação extrema costuma, às vezes, acontecer nos últimos dias do fim do inverno (março) no hemisfério ocidental. Desta vez, dada a voracidade da demanda por energia, a supramencionada situação está acontecendo sem o inverno sequer ter começado, o que tem deixado os mercados apreensivos com a possibilidade de um inverno mais rigoroso.

O que poderia acontecer numa situação dessa? Além de preços ainda mais altos, poderíamos observar efetivamente falta de energia, provocando a paralização da atividade econômica. Evidentemente, os setores que provavelmente sentiriam mais seriam aqueles mais intensivos em energia. A China tem sido, nos últimos dois meses, a maior vítima deste fenômeno, particularmente em função da falta de carvão, problema que já vem sendo endereçado pelas autoridades.

Agravando esse cenário, tem-se a intensificação das discussões da agenda ESG. Sem fazer juízo de valor sobre o tema, deve-se salientar que ele impõe custos. O objetivo de longo prazo é louvável, mas, no curto prazo, em uma situação de forte demanda por energia, acaba colocando ainda mais restrições de oferta em um mercado já apertado, com reflexos no tamanho e na duração dos deslocamentos dos preços.

Resumindo, a conjuntura energética se apresenta bastante desafiadora. Isso já está impactando significativamente o cenário inflacionário global, minando o consenso que até pouco tempo existia de que as pressões inflacionárias advindas da pandemia seriam temporárias e se diluiriam assim que a crise sanitária fosse controlada, e obrigando aos bancos centrais, principalmente dos países desenvolvidos, a normalizar suas políticas monetárias, com potencial impacto na atividade econômica. Nossa visão é que o movimento de recuperação dos preços da energia, pelos motivos expostos, parece ter natureza mais estrutural do que temporária. O mundo se beneficiou entre 2014 e 2020 de preços de *commodities* energéticas deprimidos, o que ajudou a manter a inflação baixa, e agora estaríamos começando um ciclo no qual acontecerá o oposto. Se o movimento for, de fato estrutural, poderá, no limite, levar a uma redistribuição geográfica da produção mundial, com os setores intensivos em energia se deslocando para as regiões aonde a energia for mais barata. Nada que o mundo não tenha vivenciado antes, mas, como sempre, representará um desafio e nos obrigará a fazer escolhas.

RENDA FIXA

Ao longo do mês de setembro, montamos posições em NTN-Bs 2024 e 2028 como uma maneira de otimizar a nossa alocação de caixa. As surpresas inflacionárias em outubro beneficiaram muito o “carrego” destes títulos mas estas posições foram negativamente impactadas com o anúncio do governo de abandonar o “teto de gastos”. O redesenho anunciado no perfil das contas públicas foi suficiente para causar uma reprecificação na curva de juros brasileira em mais de 200 pontos base e elevar as taxas de inflação implícita para o patamar de stress de 6,5% vs. 4.2% de IPCA projetado pelo Relatório Focus para 2022. Em função da dificuldade de projetar um cenário fiscal/inflacionário para o Brasil, zeramos estas posições e buscamos nos posicionar de maneira tática na renda fixa brasileira.

No mercado internacional, zeramos nossa posição tomada em juros americano e esperamos uma oportunidade melhor para voltar a ficar tomados.

COMMODITIES

As variáveis que podem apresentar riscos a nossa tese positiva é um repique ainda maior inflacionário nos Estados Unidos da América – EUA e fatores climáticos (inverno mais frio) que pode pressionar ainda mais o preço das commodities energéticas. Por outro lado, apesar de estarmos otimistas com o petróleo, acreditamos que, no curto prazo, existem riscos para um aumento temporário na oferta de óleo, condição que ajudaria a conter a pressão daqui ao final do ano.

MOEDAS

Começamos o mês de outubro explorando o tema da escassez energética global e nos posicionamos comprados em moedas de países produtores de petróleo e gás e vendidos em *proxy* de emergentes. Ficamos comprados em Rublo, Krona e Dólar canadense e ficamos vendidos no peso mexicano.

A superioridade da economia americana deve manter o Dólar relativamente forte principalmente contra as chamadas *funding currencies*, isto é, o Euro e o Iene. Sazonalmente, as moedas emergentes tendem a performar positivamente também no final de ano, e buscamos nos posicionar vendidos no Euro contra o Rand sul-africano como melhor expressão desta tese.

RENDA VARIÁVEL

Começamos a nos posicionar na bolsa americana, principalmente no S&P 500 esperando que os dados econômicos americanos fossem começar a melhorar e antevendo um fechamento de ano forte para a economia americana. Nosso cenário prospectivo macro para os próximos dois meses é positivo. Esperamos que a economia americana siga se recuperando e mesmo com o início do *tapering* pelo *Federal Reserve* – *FED*, estamos otimistas com a bolsa americana.

ESTRATÉGIA SISTEMÁTICA

Com a deterioração adicional do mercado local devido às incertezas com relação à conduta fiscal e a trajetória de juros, as posições defensivas continuaram na carteira. Os modelos mantiveram a posição comprada em Dólar durante todo o mês. Ainda em setembro, começaram a surgir compras em empresas exportadoras na carteira e esse movimento se intensificou em outubro. Pela primeira vez, desde meados de agosto, a estratégia ficou com exposição líquida comprada em bolsa por conta da exposição nas empresas exportadoras. Mesmo com um perfil bastante defensivo, a composição da carteira gerou retorno negativo ao longo do mês devido a exposição líquida comprada em bolsa.

CRÉDITO LOCAL

Os ativos de crédito local, após sucessivos meses de queda dos *spreads*, apresentaram abertura marginal de suas taxas. Apesar do fluxo de capital para fundos de crédito e renda fixa, a elevada oferta de papéis no mercado primário não permitiu a continuidade da valorização dos ativos de crédito. Pesou contra, também, a elevação da curva de juros, que impõe maior desafio às companhias e desincentiva o investimento em crédito privado.





















CRÉDITO INTERNACIONAL

Devido às incertezas no cenário de inflação americano e com um baixo prêmio de prazo, mantivemos nosso viés para créditos *High Yield* de *duration* curta e seguimos priorizando investimentos no mercado local.

CRÉDITO ESTRUTURADO

Com relação ao crédito estruturado interno, nossas alocações estão distribuídas nos setores de real state, cadeia de fornecedores, precatórios, *venture debt*, educação e agronegócio.

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco	Iguana
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 FIM CP	-0,13%	-	1,19%	40%	9,56%	216%	07/05/2020	68.344.874	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-2,49%	-	-3,80%	-	-0,59%	-	24/08/2020	48.933.091	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-2,29%	-	-5,24%	-	-1,82%	-	20/08/2020	13.057.788	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,49%	103%	4,94%	165%	6,41%	184%	24/08/2020	41.815.863	1,2% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-1,43%	-	12,46%	110%	33,27%	144%	19/08/2019	82.570.841	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 29/10/2021

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/>