



CARTAMENSAL

JUNHO 2021



O Mundo Emergente: Reflexões sobre Câmbio e Juros

Em março de 2020, quando se declarou a pandemia de Covid-19, as moedas das economias emergentes sofreram forte depreciação. Assim, por exemplo, usando os índices calculados pelo BIS (*Bank of International Settlements*), as taxas de câmbio real efetivas do Brasil, do Chile e do México registraram, respectivamente, depreciações de 22,9%, 16,0% e 11,5% em relação aos seus valores de equilíbrio. Já em maio deste ano (última informação disponível), a taxa de câmbio real efetiva do Brasil estava a 34,5% do seu valor de equilíbrio, ao mesmo tempo em que as referidas taxas do Chile e do México registravam valores 2,4% e 0,8% acima dos seus valores de equilíbrio. Ou seja, ao mesmo tempo em que as taxas de câmbio real do México e do Chile já praticamente voltaram ao seu valor de equilíbrio, a do Brasil depreciou ainda mais. O que pode explicar esse fato?

A pergunta fica ainda mais interessante quando notamos o que aconteceu com os termos de troca (razão entre os preços de exportações e importações, medidos em dólares) desses três países. Segundo estatísticas elaboradas pelo Citi, desde o final de 2019, os termos de troca do Brasil registram ganho de 283%. No caso do Chile, os termos de troca aumentaram 71,8%, e no México registraram queda de 31,2%. Isto é, tudo o mais constante, o movimento dos termos de troca deveria ter gerado um forte movimento de apreciação da taxa de câmbio real brasileira. Entretanto, como mencionado acima, não foi isso que aconteceu, pelo menos por enquanto.

Por definição, o que acontece com a taxa de câmbio real depende do que acontece com a taxa de câmbio nominal e com o diferencial de inflação. Usando novamente os índices do BIS, com informação até junho, vemos que a taxa de câmbio nominal efetiva do Brasil está 21,4% acima (depreciada) do seu valor de dezembro de 2019. No mesmo período, a taxa de câmbio nominal efetiva do Chile se apreciou 3,7%, enquanto a taxa do México depreciou 7,0%. Assim, parece que a depreciação "excessiva" da taxa de câmbio real efetiva brasileira está relacionada basicamente ao que aconteceu com a taxa de câmbio nominal efetiva. E a teoria econômica nos ensina que o comportamento da taxa de câmbio nominal é fortemente influenciado, entre outras coisas, pelo que acontece com a política monetária.

Os três países afrouxaram sua política monetária visando amortecer os efeitos recessivos da pandemia. A rigor, os três já estavam cortando juros antes da pandemia. No Brasil a taxa básica de juros caiu de 6,5% para 2,0% entre agosto de 2019 e agosto de 2020. No Chile, a taxa básica caiu de 3,0% para 0,5% entre junho de 2019 e março de 2020. Por último, no México a taxa básica passou de 8,25% em agosto de 2019 para 4,0% em fevereiro em 2021. Nos três países, temos visto uma elevação da inflação desde o último trimestre do ano passado, sendo que o caso mais preocupante é o do Brasil, com a inflação acumulada em 12 meses tendo atingido 8,1% em maio passado. Foi em resposta à esta dinâmica inflacionária que o Banco Central do Brasil se tornou o primeiro dos Bancos Centrais a iniciar a normalização da política monetária em março deste ano, trazendo a taxa básica de juros ao patamar de 4,25%. O Banco Central do México subiu a taxa básica de 4% para 4,25% em junho, enquanto o Banco Central Chileno anunciou que considera iniciar a retirada do estímulo monetário nos próximos meses. Mas parece claro que o senso de urgência para retirar o estímulo monetário no México e no Chile é bem menor do que no Brasil, e isso já se reflete na precificação do mercado.

Como apontado por diversos analistas e inclusive pelo próprio Banco Central do Brasil no seu último Relatório de Inflação, as pressões inflacionárias no país são de origem predominantemente externa, produto do aumento significativo dos preços das *commodities* (muitas das quais o país exporta) em dólares, que não foram compensadas, como se esperava, pela apreciação da taxa de câmbio nominal. Em outras palavras, o comportamento do câmbio nominal não permitiu, pelo menos até agora, que o choque favorável nos termos de troca se transformasse num fortalecimento do Real. O que fazer, então?

Tudo sugere que a solução passa por um reequilíbrio entre a taxa de juros e a taxa de câmbio. A depreciação "excessiva" (o famoso "*overshooting*") da taxa de câmbio real brasileira deverá ser corrigida nos próximos meses através da apreciação da taxa de câmbio nominal, ou pelo aumento da inflação doméstica vis-à-vis a inflação externa, ou por uma combinação de ambas as alternativas. A teoria econômica nos ensina que o banco central não tem controle sobre a taxa de câmbio real, mas pode influenciar a trajetória da correção do *overshooting*. Uma política monetária bem calibrada pode fazer com que a apreciação da taxa de câmbio real aconteça por uma apreciação da taxa de câmbio nominal e não por um aumento da inflação doméstica. É este o processo que estamos vivendo no Brasil. O aumento da taxa de juros doméstica ajuda a tornar os ativos brasileiros mais atraentes, o que deverá se manifestar numa taxa de câmbio nominal mais apreciada. Essa apreciação da taxa de câmbio nominal ajudará a amortecer o impacto inflacionário do aumento dos preços internacionais das *commodities*. Com isso, a taxa de câmbio real deverá se apreciar em direção ao seu valor de equilíbrio, concomitantemente ao realinhamento da taxa de juros real brasileira em relação aos seus pares.

Será necessário que a política monetária passe de acomodatória à restritiva para que este ajuste aconteça? Não necessariamente. Afinal, estamos tratando de um processo inflacionário que não tem origem num excesso de demanda doméstica e, além disso, o mercado de trabalho sinaliza um grau elevado de ociosidade. O reequilíbrio da dupla câmbio e juros é mais um processo de ajuste fino.

Por último, o que podemos concluir da discussão sobre o comportamento das taxas de câmbio real de Brasil, Chile e México? Dado que o grau de desalinhamento cambial no Brasil se mostra bastante superior ao dos outros dois países, parece razoável supor que o Real deverá se fortalecer em relação aos seus pares. Esse é um tipo de alocação que gostamos de fazer.

No primeiro semestre deste ano exploramos a tese de *reflation* através da alocação em diversas classes de ativos. Normalmente, o ciclo de *reflation* é caracterizado por queda do dólar, alta dos preços das *commodities*, alta das bolsas e *steepening* nas curvas de juros e essa expectativa foi refletida nas escolhas das posições dos fundos da Galapagos ao longo dos últimos meses.

No entanto, o posicionamento macro dos fundos foi repensado a partir da última reunião do *Federal Reserve*. Nesta reunião, o Banco Central Americano sinalizou que o seu grau de conforto com a aceleração da inflação americana é menor do que o mercado imaginava. A sinalização foi na direção de projetar altas de juros muito antes do que era previsto. Em função deste evento, o dólar fortaleceu-se, as empresas de setores cíclicos das bolsas caíram, os preços de *commodities* caíram e a curva de juros "*flatou*".

Juros

Na renda fixa internacional, zeramos a nossa posição tomada na curva longa de juros americana esperando uma oportunidade melhor e um nível mais interessante para voltar a ficar tomados.

Na renda fixa brasileira, aproveitamos a abertura substancial da curva de juros para fazer apostas via opções para a próxima reunião do Comitê de Política Monetária, o Copom, com uma relação de 5:1 para alta de 75bps.

Commodities

Reduzimos a nossa exposição nas *commodities*, escolhendo manter exposição naquelas que temos maior nível de convicção, de restrição de oferta estrutural como o cobre e de aceleração de demanda como o petróleo. A exposição em *commodities* fechou o mês de junho entre 4-7% do Patrimônio Líquido dos fundos geridos pela Galapagos.

Moedas

Reduzimos substancialmente e neutralizamos a exposição vendida em dólar, transformando as posições de moedas em *trades* relativos. Dentro de uma cesta de moedas, restamos vendidos no dólar australiano e no peso mexicano e comprados no real. Ficamos vendidos no euro e comprados na libra esterlina e no rublo. A exposição *net* vendida em dólar ficou em 5% do Patrimônio Líquido dos fundos geridos pela Galapagos e a exposição total na cesta de moedas ficou em torno de 40% do Patrimônio Líquido dos referidos fundos.

Renda Variável

Diminuímos a exposição líquida na bolsa brasileira e reduzimos nossa exposição em setores cíclicos, migrando uma parte relevante das ações para setores de maior crescimento. Na bolsa americana, compramos ações de tecnologia. Fechamos o mês com uma exposição aproximada de 10% comprada em bolsa e de 30% de *long-short* setorial.

Estratégia Sistemática

O mês de junho foi ligeiramente positivo para a estratégia sistemática. A modelagem continua bastante defensiva, com uma exposição direcional bem pequena (cerca de 8%). Essa redução de risco ocorre pela realização de lucros nos principais papeis que compunham a carteira dos fundos recentemente e pela falta clara de nova tendência no mercado. A carteira segue pulverizada com o setor de bancos digitais com participação relevante e os setores de siderurgia e mineração cederam espaço para ativos mais correlacionados ao índice.

Crédito Local

O crédito local manteve trajetória positiva puxado pela alta na taxa Selic, fluxo positivo para fundos de renda fixa e bons fundamentos de crédito dos principais emissores. Nesse contexto, o mercado alongou suas posições fazendo com que a curva de crédito mantivesse trajetória de fechamento a partir de 1,5 ano e estabilidade nos vencimentos mais curtos. A oferta de ativos no primário segue firme, agora menos dependente dos bancos para colocação das emissões.

Crédito Internacional

Historicamente junho e julho são meses mais calmos para o mercado de crédito internacional, e esse ano não foi diferente. Com a reabertura da economia e o relaxamento nas restrições do Covid, o efeito “férias” se manteve e os *spreads* de crédito se mantiveram estáveis. Reduzimos nossas posições em ETFs de curta duração e alta liquidez, e voltamos a focar em ativos com melhor risco vs. retorno, uma vez que estamos mais otimistas quanto à estabilidade dos *spreads* de crédito.

Crédito estruturado

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

Nos Fundos Imobiliários, o IFIX fechou o mês de junho com queda de 2,19%, acumulando desvalorização de 4,0% em 2021. A queda foi intensificada após a divulgação, pelo Ministério da Economia, do Projeto de Lei que trata da segunda fase da Reforma Tributária, com a proposta de tributação de rendimentos dos FII's pagos aos investidores pessoas físicas. O Projeto de Lei, que já vem enfrentando resistência de parlamentares, deverá passar por diversas etapas de tramitação no Congresso, durante as quais poderão ocorrer alterações no texto original.

Para os próximos meses, espera-se que os mercados reflitam um alto grau de ansiedade em relação às divulgações dos dados do mercado de trabalho americano. Esta variável deve ser a principal a ser observada pelo Banco Central Americano para começar o processo de remoção de estímulos. Em função disto, a Galapagos estará atenta em relação a estes dados juntamente com os dados de inflação americano para considerar novas revisões importantes nas posições macroeconômicas dos fundos geridos pela Galapagos.

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	% 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	-1,09%	-	3,84%	303%	12,43%	465%	07/05/20	67.405.258	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-0,78%	-	3,89%	313%	7,35%	383%	24/08/20	54.728.367	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-0,83%	-	1,81%	142%	5,48%	280%	20/08/20	15.781.921	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,53%	173%	2,35%	185%	3,78%	217%	01/10/20	37.937.306	1,2% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	0,12%	11%	14,23%	236%	35,37%	205%	19/08/20	64.871.478	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 30/06/2021

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/>