



C A R T A M E N S A L

A B R I L 2 0 2 1



Um novo ciclo de *commodities* e o exemplo do cobre

A pandemia de Covid-19 afetou dramaticamente o funcionamento da economia mundial, nas mais diversas áreas. Uma delas, que trataremos nesta carta, diz respeito à evolução dos preços das *commodities*. Apenas como ilustração, em 2020, até atingir seu nível mais baixo em 18 de março, o Índice de *Commodities* da *Bloomberg* registrou uma queda de 26,4%. Desde então, esse mesmo índice teve alta de 51,5% (até o final de abril), mais do que recuperando as perdas do início de 2020. Nosso objetivo será apontar os fatores que podem explicar essa recuperação, bem como analisar as perspectivas para esta classe de ativos.

Embora o complexo *commodities* inclua ativos de diversas categorias (agrícolas, metais industriais, metais preciosos e combustíveis), o que poderia sugerir que fatores específicos a cada categoria pudessem afetar a evolução de seus respectivos preços, é possível afirmar que um fator comum a todas é seu comportamento pró-cíclico, com seus preços aumentando nos períodos de expansão da atividade econômica global e diminuindo nos períodos de menor crescimento ou recessão. Por essa ótica, uma primeira hipótese para essa recuperação dos preços mencionada acima seria a própria retomada da atividade econômica global, consequência de estímulos monetários e fiscais, após o forte impacto negativo da pandemia. Nessa linha de raciocínio, a forte alta dos preços das *commodities* estaria associada apenas à “normalização” da atividade econômica mundial e, portanto, seria de natureza temporária.

Porém, a teoria econômica nos sugere que movimentos de preços de grande magnitude em geral são explicados por fatores tanto de oferta como de demanda, que podem ser de natureza temporária, mas também podem ser de caráter mais estrutural. Assim, pelo lado da demanda, além do fator temporário citado no parágrafo anterior, existem, a nosso ver, outros fatores que podem ser considerados de natureza mais duradoura ou estrutural. Podemos citar, por exemplo, que as disrupções no fornecimento de diversas matérias primas essenciais observadas durante a pandemia devem ter estimulado empresas e até governos a acumular maiores níveis de estoques desses produtos, elevando com isso a demanda. Existe, ainda, um fator monetário que influencia a cotação global das *commodities*, em virtude desta classe de ativos ser inteiramente precificada em dólar americano. Não por acaso, a recuperação das *commodities* se deu paralelamente à desvalorização do dólar, a partir do auge da pandemia até o presente momento. Caso esta tendência se prove mais permanente, conforme tem sido nossa expectativa, teríamos mais um impulso importante para esta classe de ativo.

Para algumas *commodities*, além dos fatores mencionados, enxergamos dinâmicas próprias importantes do lado da demanda, que existem hoje no mundo e são de natureza mais estrutural. Uma destas dinâmicas, que tem o potencial para mudar radicalmente a demanda por certas *commodities*, é a resposta dos governos à preocupação crescente com as mudanças climáticas. Esse seria o caso do cobre. Diversas análises apontam que a demanda dessa *commodity* deverá aumentar significativamente como consequência do fato de ser material essencial para a transmissão da chamada energia “limpa” ou “sustentável”, seja ela eletromagnética (solar), cinética (eólica) ou geotérmica (calor do interior da Terra), que deverão substituir cada vez mais os hidrocarbonetos (petróleo e gás). Ou seja, o cobre deve contribuir substancialmente para as metas agressivas de descarbonização que estão sendo promovidas ao redor do mundo. Dessa forma, é possível identificar motivos para o crescimento robusto e estrutural da demanda por *commodities* metálicas industriais em detrimento da demanda, também de caráter estrutural, por, por exemplo, petróleo e carvão.

Do lado da oferta, também é possível identificar fatores que contribuem para esse movimento de preços. De natureza em tese temporária, embora persistente, a oferta de algumas *commodities* se viu afetada pela interrupção total ou parcial da produção em decorrência das necessárias medidas de isolamento social. É correto pensar que pressões de preços advindas dessa circunstância deverão diminuir ou mesmo desaparecer quando as atividades forem normalizadas. No entanto, enxergamos fatores de natureza mais estrutural que conspiram para a continuação das pressões nas cotações das *commodities*. Novamente exploremos o caso do cobre. Após registrar cotações máximas em 2011, o preço do cobre entrou em tendência de queda, e em dezembro de 2020 registrava um nível 46,5% inferior ao valor máximo registrado em 2011. Devido ao longo período com o preço deprimido, aliado ao evidente conservadorismo das mineradoras em suas decisões de alocação de capital, nos últimos anos houve poucos investimentos na prospecção e exploração de novas jazidas e reservas. Adicionalmente, os analistas apontam como remotas as possibilidades de expansão significativa da oferta de cobre nos próximos anos, em virtude do longo tempo necessário para se tirar um projeto do papel. Essa estagnação na oferta, quando coincide com uma forte expansão da demanda, como a mencionada no parágrafo anterior, resulta nesse descompasso cujo reflexo é, e deve continuar sendo ao longo dos próximos anos, uma elevação substancial das cotações.

Da nossa análise podemos concluir que há motivos, temporários e permanentes, que justificam a forte elevação das cotações de diversas *commodities*. Sendo assim, não estamos perante uma “bolha”. E mais, enxergamos em algumas *commodities* específicas, como o caso do cobre, bons motivos para pensar que o processo de valorização ainda esteja longe do seu fim. Esse, no fundo, é o racional das nossas posições compradas no metal.

Em relação aos mercados, vale destacar, em primeiro lugar, a excelente performance das *commodities* no mês de abril. As agrícolas se sobressaíram, com o milho subindo 31,1%, o trigo 20,1% e a soja 9,3%. As metálicas não ficaram muito para trás, com o cobre subindo 12,1% e o minério 5,2%. A soja e o minério sem dúvida ajudaram o real a se valorizar 3,5% no mês, impulsionando ainda mais os termos de troca do país. O dólar voltou a se desvalorizar contra a maior parte das moedas, com o Fed ainda muito acomodaticio e com a aceleração da vacinação na Europa dando sustentação para o euro. As bolsas globais também tiveram desempenho positivo, lideradas pelo S&P 500 com ganho de 5,2% no mês, enquanto a Ibovespa subiu 1,9% no mesmo período. Por último, em relação à renda fixa, observamos um processo de consolidação da *Treasury* de 10 anos americana.

Juros

Mantivemos a posição tomada na *Treasury* de 10 anos americana acreditando em um cenário parcialmente inflacionário nos Estados Unidos ao longo dos próximos meses e aplicamos juros no Brasil, taticamente, para aproveitar o nível excessivo de prêmio de risco.

Commodities

Aumentamos nossas posições estruturais em cobre, soja, milho e adicionamos boi gordo na nossa carteira.

Moedas

Aproveitamos o início do 2º trimestre para vender dólar principalmente contra o Euro e adicionamos exposição ao peso chileno, ao real e ao krone norueguês. Em função do mês de abril ter sido muito positivos para os mercados e respeitando a sazonalidade negativa histórica deles em maio, ao final do mês, reduzimos 2/3 da exposição vendida em dólar contra todas as moedas.

Renda Variável

No início de abril, aumentamos nossa exposição comprada em bolsa via bolsa brasileira e americana. Pelo mesmo motivo descrito no parágrafo anterior, ao final do mês, realizamos lucro em metade da nossa posição comprada.

Estratégia Sistemática

O book sistemático obteve um retorno bastante expressivo, tendo alocado todos os modelos nos níveis máximos, pois as tendências identificadas foram intensificadas. Os setores de maior resultado foram os de bancos digitais e o de *commodities*, com destaque para os setores de siderurgia e mineração.

Crédito Local

Com sucessivas altas da taxa selic precificadas para as próximas reuniões do Copom e consequente expectativa de aumento do *carry* dos ativos de crédito, aumentou a demanda por papeis de curto prazo, principalmente, o que fez com que o spread de crédito encolhesse, em média, 25bps no período. Nesse contexto, houve incremento do volume de emissões primárias, cancelando níveis de taxa mais baixos do que o observado nos meses anteriores.

Crédito Internacional

Com o ambiente internacional ainda muito desafiador para mercados emergentes mantivemos nossas alocações nesta classe abaixo de 5%, focando em ativos americanos de *High Yield* e aproveitando o recuo nas taxas das USTs e o fechamento marginal dos spreads para reduzir as posições com duration mais longo. Com isso, reduzindo a duration dos portfolios para baixo de 2,2.

Quanto ao *hedge*, a alta nas taxas de juros dos títulos do governo americano parece ter se arrefecido e optamos por zerar esta posição no início do mês. Seguimos monitorando os dados da economia americana e se necessário podemos restabelecer esta proteção.





















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 abril foi marginalmente positivo com o IFIX subindo 0,39%, recuperando parte das perdas do mês anterior, porém não o suficiente para tornar a performance do índice positiva no ano. A alocação do Galapagos Evolution continua em, aproximadamente, 10% do PL no setor e continua apresentando performance positiva no ano, superando o IFIX. A carteira continua focada 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.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIM CP	2,17%	1045%	3,17%	459%	11,70%	560%	07/05/20	63.879.950	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	3,16%	1521%	2,90%	419%	6,33%	464%	24/08/20	31.672.163	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	3,25%	1566%	0,73%	105%	4,36%	316%	20/08/20	13.508.708	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,54%	260%	1,30%	188%	2,72%	234%	01/10/20	24.270.921	1,2% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	10,98%	1417%	18,82%	463%	40,81%	271%	19/08/20	56.475.770	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 30/04/2021

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/>