



A Dor de Cabeça do FED

Junho promete ser um mês turbulento nos mercados financeiros. Esperamos que o FED interrompa seu ciclo de altas de juros na próxima reunião, em uma decisão dividida, mesmo que volte a subir posteriormente. Isso provavelmente resultará em condições financeiras ainda mais frouxas. Compensará parte do aperto nas condições de crédito e, assim, enfraquecerá os esforços para controlar a inflação. Os mercados acionários provavelmente irão subir, o dólar enfraquecerá e as commodities encontrarão suporte. É provável que as taxas de juros nos mercados desenvolvidos permaneçam altas, mas haverá um progresso limitado na redução da inflação e no alívio das pressões do mercado de trabalho, como os dados mais recentes claramente mostraram. Em nossa opinião, as taxas não estão altas o suficiente, e certamente a postura monetária não é suficientemente restritiva. O FED está prestes a tornar realidade um dos maiores riscos para as perspectivas de investimento: encerrar prematuramente sua campanha de aperto. Se a inflação permanecer acima da meta por muito mais tempo, o FED será forçado a pisar fundo nos freios, de modo a causar uma recessão maior do que o necessário. De acordo com a comunicação recente dos membros do FED, há uma clara divisão no conselho entre aqueles que, como nós, acreditam que há mais trabalho a ser feito nas taxas de juros, e outros que temem as consequências de promover um reequilíbrio oportuno da economia após 15 anos de excessos. O segundo grupo tem argumentado em favor de “pular” ou “pausar” a campanha de aperto por medo de que eles possam fazer um aperto monetário excessivo.

Acreditamos, como muitos banqueiros centrais em todo o mundo, que um aperto excessivo é um problema muito mais fácil de corrigir do que um aperto insuficiente. Um “pulo” do FED na próxima decisão beneficia os mercados emergentes à medida que o risco de fraqueza repentina da moeda diminui. Muitos bancos centrais de mercados emergentes já vêm mantendo posturas suficientemente restritivas, dando-lhes a oportunidade de considerar encurtar suas pausas ou começar a cortar as taxas de juros. Já no próximo mês esperamos que o Chile comece a cortar as taxas, após a Hungria, que já iniciou seu processo de normalização. Em outras partes do mundo desenvolvido, acompanharemos de perto os desdobramentos em torno das decisões de política monetária do BCE e do BOJ.

Em nossa última carta mensal, notamos o risco de que o FED pudesse sinalizar prematuramente o fim de sua campanha de aperto de juros. Em nosso comentário pós-reunião do FED, criticamos o comunicado porque ele implicava que a taxa básica de juros havia chegado a um “nível suficientemente restritivo” e, como corolário, mais aumentos nas taxas seriam altamente improváveis. As declarações pós-reunião dos membros do FOMC foram mais confusas, com membros como Bowman, Mester, Logan, Bullard e Waller indicando sua oposição à pausa. Estranho que eles não discordassem do comunicado. O restante do conselho estava mais inclinado a fazer uma pausa devido aos riscos e incertezas provenientes de condições de crédito mais apertadas. A ata fez pouco para esclarecer a posição do conselho em relação às futuras etapas da política monetária. As discussões revelam um forte viés para interromper os aumentos de juros porque o conselho precisa avaliar o impacto cumulativo de decisões anteriores e o efeito potencial de condições de crédito mais apertadas nas perspectivas da inflação. Parece que o conselho está dividido. Dados recentes sobre inflação e mercado de trabalho parecem favorecer aqueles que, como nós, acreditam que taxas mais altas são necessárias. Em nossa opinião, as preocupações com aperto excessivo são desproporcionais. A correção do excesso de aperto pode ser feita rapidamente e lidar com o estresse financeiro associado também é uma tarefa factível; foi isso que o FED fez nos últimos 15 anos. Acreditamos que o FOMC deveria (pelo menos) subir mais uma vez em junho e deixar a porta aberta para potencialmente mais 50 p.b. de aumentos.

Ainda acreditamos que o obstáculo para continuar subindo as taxas de juros é incrivelmente alto, considerando onde acreditamos que a liderança está -Powell e Jefferson-, e esperamos uma pausa disfarçada de salto na decisão de junho. Esperamos discordância nessa decisão porque pelo menos cinco membros contestaram a ideia de interromper o ciclo de alta. A tentativa de Waller de adicionar opções à próxima decisão do FED propondo “pular” a alta para construir um consenso não faz sentido. Não se pula a decisão para fazer uma pausa depois; se pula caso se pretenda continuar o ciclo de alta. Caso contrário, apenas se faz uma pausa. Se pular, o que acreditamos que implicaria uma forte intenção de continuar o ciclo depois, atrasa-se o inevitável. O Fed deve simplesmente subir os juros em junho. Pular é pior do que pausar porque adiciona incerteza à trajetória futura da política monetária e atrasa a convergência da inflação para a meta. As experiências com “parada e partida” não têm um bom histórico. Uma pausa afrouxaria as condições financeiras dos EUA, o que, por sua vez, tornará o trabalho do FED mais difícil, não mais fácil.

Continuamos acreditando que pausar significa assumir riscos significativos, pois a inflação pode ficar acima da meta por um período mais longo do que o desejado, com consequências adversas para a economia. Se isso acontecesse, reiniciar um ciclo de alta seria complicado por dois motivos. Primeiro, porque a inércia entre os membros dovish do FOMC será muito difícil de quebrar. Sempre haverá um motivo para “esperar mais um pouco” para ver a inflação cair mais claramente, mas não vai. E segundo, porque reiniciar um novo ciclo de alta provavelmente exigirá mais altas do que o FOMC teria feito se não tivesse pausado o ciclo; isso ocorre porque, com o tempo, a inflação se torna mais enraizada no sistema. Ao nosso ver, a pausa constituiria o terceiro erro de política monetária nesta campanha antinflacionária. O primeiro foi acreditar que a inflação era temporária, o segundo foi diminuir o ritmo das altas de 50 para 25pb quando a inflação claramente não estava respondendo. Uma pausa em junho seria o terceiro erro em um contexto no qual a inflação ainda está muito alta e o mercado de trabalho muito apertado, com quase nenhuma evidência de uma desaceleração mais pronunciada do crédito decorrente dos problemas bancários.

No resto do mundo desenvolvido, os recentes desdobramentos da inflação na Zona Euro podem permitir ao BCE terminar o seu ciclo de alta mais cedo do que o esperado, isto é, se a desinflação de maio se revelar duradoura. A presidente Lagarde ainda mantém a opinião de que os juros serão levados a um nível “suficientemente restritivo”. Acompanharemos de perto as deliberações do BCE para avaliar o caminho futuro da política monetária, o que por sua vez terá implicações para sua moeda. Da mesma forma, estamos observando os desenvolvimentos em torno das perspectivas para o BOJ. Suas preocupações em relação aos riscos no sistema bancário dos EUA devem diminuir. Mesmo que sua última declaração tenha eliminado a comunicação mais dovish, o conselho introduziu os salários como um fator que permitirá ao BOJ atingir a meta de inflação de forma sustentável. Não está claro se essa associação incomum significa que existe uma ligação direta entre política monetária e salários. Isso precisa de alguma elaboração do BOJ em nossa opinião. A possibilidade de eleições parlamentares também pode alterar o momento ideal para uma mudança mais definitiva na direção da política monetária. Dito isso, ainda esperamos mudanças na política de controle de curva de juros em julho, mas dependerá da comunicação do BOJ após a reunião de junho.

Nos mercados emergentes, a política monetária está começando a mudar de forma mais decisiva. A Hungria iniciou um ciclo de flexibilização cortando sua taxa overnight em 100 p.b. para 17% com o objetivo de convergir para sua meta de taxa de juros, atualmente em 13%, em algum momento no final do ano. Uma inflação melhor do que a esperada na Polônia pode suavizar a postura do Banco Central e pressioná-lo a declarar oficialmente encerrado o ciclo de alta. A África do Sul está perto de terminar seu ciclo de aperto, mas ainda enfrenta sérios problemas com uma moeda fraca e racionamento de energia. Em nossa opinião, o último aumento de 50 p.b. pode não ser o último. Acreditamos que há pelo menos mais 25 p.b. guardados. O Banco Central deve deixar a porta aberta após sua reunião de julho.

Na América Latina, os bancos centrais estão cada vez mais perto de reverter parte do rápido aperto implementado no último ano e meio. No Chile, o BCCH continua preocupado com o núcleo rígido da inflação e com as expectativas, que seguem acima da meta. Dito isso, a inflação está se comportando como eles esperavam. Ainda acreditamos que, salvo alguma surpresa inflacionária, o BCCH começará a cortar sua taxa básica de juros em 25 b.p. em julho. As eleições da Assembleia Constituinte favoreceram o partido conservador Republicanos. Os mercados reagiram favoravelmente, pois isso presumivelmente elimina o risco de cauda das políticas populistas. O Banco Central do México interrompeu seu ciclo de alta e anunciou que manteria sua atual taxa de juros constante por um “período prolongado”. A ata de sua última reunião indica que eles acreditam que é prematuro considerar o corte de taxas. O governador Rodriguez disse na apresentação de seu último relatório de política monetária que seriam necessárias mais de duas reuniões para considerar os cortes nas taxas. É importante ressaltar que o conselho está discutindo questões como “aperto passivo” e “calibragem”, mantendo uma postura restritiva. Acreditamos que essas são deliberações importantes que indicam que o Banxico está pronto para considerar cortes de juros, mantendo um nível de restrição monetária decrescente à medida em que a inflação e as expectativas de inflação se comportem conforme o esperado. Estamos colocando o primeiro corte de taxa de 25 b.p. em setembro. No Brasil, o clima melhorou significativamente e as taxas de juros caíram de forma decisiva com algumas surpresas inflacionárias favoráveis e avanços na aprovação do novo arcabouço fiscal. Embora a mensagem do Bacen tenha sido claramente agressiva, o governador pareceu suavizar sua postura à luz do progresso na frente da inflação. Acompanharemos de perto as discussões sobre possíveis mudanças na meta de inflação. Acreditamos que essas serão apenas mudanças cosméticas, incluindo uma meta contínua de 3%, em oposição a uma meta de final de ano. Caso esse cenário se concretize, esperamos que as expectativas de inflação caiam em direção à meta, reforçando o processo de desinflação e o potencial de corte de juros. Ainda esperamos o primeiro corte de juros no terceiro trimestre. Na Colômbia, acreditamos que o Banco Central tenha terminado de subir as taxas de juros. A inflação de alimentos, que era um ponto importante de atenção para muitos no conselho, começou a recuar. No entanto, levará mais tempo para conter as pressões dos núcleos inflacionários, em nossa visão.

Acreditamos que será difícil ver cortes de juros antes do quarto trimestre deste ano. Também estamos acompanhando os desenvolvimentos em torno das reformas do mercado de trabalho, saúde e pensões. Estamos preocupados que, se aprovado, o impacto fiscal possa ser severo e pressionar para baixo a classificação de crédito do país. Enquanto isso, o governo concordou com um aumento salarial retroativo de 14,6% para os funcionários públicos e se comprometeu com novos aumentos no próximo ano, equivalentes a 1,6% acima da inflação deste ano.

A China continua sendo uma incógnita no curto prazo. Os dados da atividade econômica em maio (referentes a abril) ficaram abaixo das expectativas, levantando preocupações sobre a sustentabilidade da recuperação pós-reabertura. Os dados decepcionaram com uma margem ampla, de crédito a importações, de investimento a vendas no varejo, incluindo tanto os dados concretos como de pesquisas. Acreditamos que há dois problemas por trás desta fraqueza recente. Primeiro, a interferência pesada do governo durante a pandemia abalou a confiança do público. A confiança dos consumidores e das empresas levará tempo para se recuperar. Em segundo lugar, grande parte do estímulo do governo foi direcionado para o lado da oferta da economia, enquanto o principal impedimento ao crescimento tem sido do lado da demanda. Notícias recentes sobre um pacote de estímulo para o setor imobiliário podem potencialmente reverter parte do sentimento negativo local. Continuamos acreditando que a China apresentará um crescimento econômico próximo a 6% este ano. Acompanharemos de perto os dados em tempo real para avaliar a gravidade e persistência das recentes surpresas negativas e seu impacto nos mercados.

Posicionamento:

Maio acabou sendo um contraponto veemente com relação à evolução do cenário global. A questão da saúde financeira dos bancos pequenos e médios americanos se dissipou, o limite de teto de gastos americano se encaminhou para uma solução harmoniosa e sem impacto relevante para atividade. Com os dados de emprego e atividade na economia americana mantendo certa robustez, aumenta-se a probabilidade da continuação do ciclo de altas. Em contraponto, à resiliência da economia americana, observamos sinais mais fracos vindos da Europa e China. A reabertura Chinesa tem mostrado um efeito muito mais limitado que o originalmente esperado. Paralelamente, os dados de atividade sensivelmente mais fracos na Europa trazem à tona um cenário de fortalecimento global do dólar, com alguns emergentes periféricos podendo se beneficiar pontualmente por questões idiossincráticas. No Brasil, a aprovação do marco fiscal traz conforto para a trajetória de dívida local e tira do horizonte riscos de ruptura.

Juros

Novamente observamos fechamentos expressivos nas taxas nominais ao longo de toda curva, com grande destaque para a ponta longa, que desconta muito do prêmio por conta da aprovação do arcabouço fiscal. Esse movimento nos juros nominais ainda não foi referendado nas inflações implícitas. Há termos, de meados de 2026 em diante, que ainda precificam inflações anuais acima de 6,00% a.a. Acreditamos que os juros nominais terão mais espaço para ceder somente quando as inflações implícitas comecem a convergir para patamares mais próximos das metas de inflação; como consequência, migramos parte do risco que recebíamos em juros nominais por vendas dessas inflações implícitas nos termos de 2026 a 2027. O eventual debate sobre a meta de inflação, suas bandas e o período de convergência ainda mantêm esses termos premiados. Caso observemos a manutenção do centro da meta na próxima reunião do CMN, esses prêmios tendem a ceder em consonância com as inflações correntes sendo divulgadas abaixo das expectativas de mercado. Zeramos a exposição em TSY10 devido às incertezas com relação ao final do ciclo monetário americano.

Commodities

Não estamos com exposição a essa classe de ativo nesse momento.

Moedas

O cenário de relativa força da economia americana frente a Europa e China proporcionam um ambiente favorável para a moeda americana relativo a seus pares, em adição à necessidade de refinanciamento do tesouro americano após a resolução da questão do teto da dívida, o que deve impor pressão sobre os juros e ser mais uma força favorável ao dólar perante as demais moedas. Carregamos uma posição vendida em Euro para nos beneficiarmos dessa visão mais construtiva de Estados Unidos.

Bolsa

Mesmo com a economia americana dando fortes sinais de resiliência, a perspectiva de continuidade nas altas pelo FOMC, a forte concentração de performance positiva de papéis vinculados à tecnologia e a baixa volatilidade histórica que as ações americanas têm negociado (VIX) nos indicam que a venda do S&P parece um bom hedge para posições mais construtivas que temos no livro. Optamos por comprar opções de venda do S&P, aproveitando a volatilidade bastante baixa que observamos hoje.

Estratégia Sistemática

Os modelos continuaram capturando valor nos juros nominais aplicados nos vértices jan/25 e jan/26, se aproveitando da tendência contínua de quedas nas taxas. Houve uma contribuição substancial por parte da estratégia de *single names*, embarcando em posições que tiveram valorizações expressivas no mês.

Crédito Local

Após um período de 4 meses de desvalorização, o mercado de crédito privado voltou a apresentar um fechamento dos *spreads* de crédito. Do lado técnico, o movimento foi catalisado pela redução do fluxo de resgate na indústria de fundos de crédito e renda fixa, enquanto os fundamentos de crédito se beneficiaram com a expectativa de queda da Selic no segundo semestre. A curva dos emissores AAA apresentou queda em toda sua extensão, com destaque para os vencimentos mais longos, onde o mercado encontrou maior prêmio para essa faixa de risco. Os índices de crédito refletiram a baixa dos *spreads* e apresentaram retornos acima do DI, o IDEX-DI e o IDA-DI renderam 1,78% (158,7% do DI) e 1,53% (136,4% do DI), respectivamente.

O mercado primário esboçou tímida retomada no mês. Houve a distribuição de ativos de infraestrutura e de emissores *high grade*, porém a demanda segue contida, o que mantém o nível dos *spreads* praticados em patamares ainda elevados em relação às emissões de 2022.














Crédito Estruturado

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

Abaixo, aproveitamos para incluir um quadro no qual descrevemos qual é a nossa visão, discutida no âmbito do comitê de investimentos, para cada uma das classes de ativos.

Matriz de Alocação - Março					
Ações					
	--	-	Neutro	+	++
Brasil			■		
EUA		■			
Europa		■			
China			■		
EMs			■		
Juros					
	--	-	Neutro	+	++
RF Pós				■	
RF Pré				■	
RF IPCA				■	
RF Global				■	
Crédito					
	--	-	Neutro	+	++
Brasil HY	■				
Brasil HG		■			
Global IG		■			
Global HY	■				
EMs	■				
Imobiliário Local			■		
Imobiliário Internacional	■				
Moedas					
	--	-	Neutro	+	++
DXY				■	
Euro		■			
JPY			■		
BRL			■		
EM			■		
CNH		■			
Commodities					
	--	-	Neutro	+	++
Energia	■				
Metais Básicos	■				
Metais Preciosos				■	
Transição Energética	■				
Agricultura	■				
Pecuária	■				

Mercados de Atuação

Estratégia	Iguana	Dragon	Albatroz	Evolution
Juros				
Commodities				
Moedas				
Renda Variável (on e off)				
Crédito (on)				
Crédito (off)				
Crédito Estruturado				

Desempenho dos Fundos

Fundos	% no Mês	% do Beanchmark no Mês	% no Ano	% do Beanchmark no Ano	% Desde o Início	% do Beanchmark Desde o Início	Data de Início	Patrimônio Atual (R\$)	Taxa de Adm.	Taxa de Perf.
CRÉDITO										
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,15%	103%	2,98%	56%	21,44%	101%	24/08/2021	219.618.025	0,30% a.a.	Sem Taxa
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,46%	130%	6,25%	116%	35,97%	149%	24/08/2020	196.211.131	0,90% a.a.	20% s/ CDI
RENDA FIXA										
Galapagos Albatroz	1,19%	106%	5,70%	106%	9,73%	102%	12/09/2022	188.251.592	1,00% a.a.	Sem Taxa
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIC FIM CP	1,80%	160%	7,77%	145%	41,04%	162%	07/05/2020	92.564.426	2,00% a.a.	20% s/ CDI

A rentabilidade já considera a remuneração do Gestor e do Administrador.

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, 2.055,
7° 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/>