



CARTAMENSAL
DEZEMBRO 2021

O Necessário Ajuste da Taxa de Juros Real nos Estados Unidos

No dia 30 de novembro de 2018, John Williams, presidente do *Federal Reserve Bank of New York* e vice-presidente do *Federal Open Market Committee* (FOMC), em discurso proferido na reunião plenário do Grupo dos Trinta, afirmava -- em tradução livre -- que "o problema que precisamos resolver nestes dias é o risco de inflação que é persistentemente baixa demais, mais do que alta demais". A inflação acumulada em 12 meses do PCE, medida de preço ao consumidor preferida pelo *Federal Reserve* (Fed), até novembro de 2018 era de 2,0%, e o núcleo por exclusão de alimentos e combustíveis, na mesma métrica, registrava variação de 2,06%. No dia da fala do Williams, a taxa de juros da *Treasury* de 10 anos era 3,01%, e a taxa de juros real do mesmo prazo era de 1,04%. Três anos depois, a inflação acumulada em 12 meses pelo *Personal Consumption Expenditures Price Index* (PCE) até novembro é de 5,7%, e a inflação do núcleo por exclusão é de 4,7%. Em 30 de novembro de 2021 a taxa de juros da *Treasury* de 10 anos era 1,43%, e a taxa de juros real do mesmo prazo era de -1,07%. Se tanto em 2018 quanto em 2021 a meta de inflação do Fed era de 2,0%, fica difícil compreender o que está acontecendo com as taxas de juros da principal economia do mundo. Nosso objetivo aqui é analisar essa situação e seus desdobramentos.

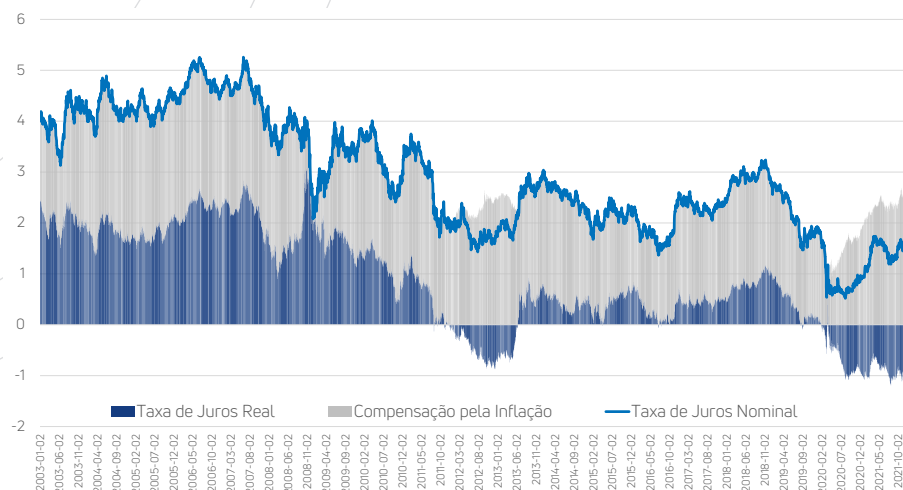
O problema ao qual Williams estava se referindo tinha dois aspectos: (i) uma inflação que, recorrentemente, registrava níveis abaixo da meta e, (ii) uma taxa de juros real neutra muito baixa. Essa combinação, dada a existência do chamado Limite Inferior Efetivo (*Effective Lower Bound*) da taxa de juros nominal, colocava restrições na capacidade da autoridade monetária conseguir manter as expectativas de inflação ancoradas na meta pois, dado que a inflação quase sempre se encontrava abaixo do objetivo da autoridade monetária, sempre havia o risco dos agentes começarem a esperar uma inflação abaixo da meta, condição que dificultaria ainda mais a condução da política monetária. Foi se atentando para esse risco que o *Federal Reserve* (Fed) deu início, em 2019, a um processo de revisão da sua estratégia de política monetária, que culminou em agosto de 2020 com o anúncio de que o banco central americano passaria a operar com um arcabouço de Meta de Inflação Média (*Average Inflation Targeting*), que foi desenhado justamente para dar maior flexibilidade para a política monetária num ambiente de inflação baixa. Em linhas gerais, esse novo arcabouço

permitiria que períodos de inflação abaixo da meta fossem “compensados” por períodos de inflação acima da meta, significando que o *Federal Reserve* (Fed) seria mais tolerante em episódios de elevação da inflação, postergando, assim, eventuais altas de juros e fornecendo, dessa forma, incentivos para que os agentes mantivessem suas expectativas de inflação ancoradas na meta, mesmo com inflação corrente baixa e taxas de juros nominais perto do Limite Inferior Efetivo (*Effective Lower Bound*).

Fica claro, então, que a mudança do arcabouço do *Federal Reserve* (Fed) era a resposta correta para um cenário de inflação baixa. No entanto, a pandemia de Covid-19, combinada com as robustas respostas de política monetária e fiscal e os problemas do lado da oferta levaram ao atual cenário de inflação persistentemente elevada. Num primeiro momento, o *Federal Reserve* (Fed) reagiu a esse cenário definindo a alta de inflação como um fenômeno temporário para, mais recentemente, revisitar esse diagnóstico e, inclusive, acelerar o fim do seu programa de compra de ativos, bem como sinalizar a iminência de um ciclo de alta dos juros. O desafio, na nossa visão, era e continua sendo administrar um cenário de inflação alta com um arcabouço desenhado para lidar com o problema exatamente oposto.

Esse desafio se manifesta justamente no comportamento das taxas de juros. É por esse motivo que nos tempos atuais, mesmo com a inflação bem mais alta, as taxas de juros nominais e reais da *Treasury* estão em níveis inferiores aos registrados há três anos. O gráfico a seguir apresenta a decomposição da taxa de juros nominal da *Treasury* de 10 anos em duas componentes: a taxa de juros real (a taxa de juros dos títulos do tesouro protegidos da inflação, *TIPS*) e seu complemento, a chamada “Compensação pela Inflação” (*breakevens*).

Taxas de Juros das Treasuries de 10 anos



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

No gráfico, observa-se que a taxa de juros real só registrou valores negativos no período pré-pandemia, num subperíodo entre o final de 2011 e meados de 2013. Esse subperíodo se caracterizou pelo estresse nos mercados mundiais produzido pela crise na Grécia. Em termos da evolução da taxa de juros real, esse episódio culmina com o início do chamado "*Taper Tantrum*", quando o *Federal Reserve (Fed)* começou a verbalizar suas intenções de encerrar seu programa de compra de ativos. No episódio mais recente, observamos que a taxa de juros real começa a cair, embora continue positiva ao final de 2018, mas só passa a registrar valores negativos com o início da pandemia. Como apontado anteriormente, acreditamos que essa redução da taxa de juros real foi motivada, pelo menos em parte, pela sinalização do *Federal Reserve (Fed)* de que precisaria ser mais tolerante com a inflação, para assim evitar que as expectativas de inflação desancorassem "para baixo". Esse processo, obviamente, foi aprofundado pela pandemia, mas, na nossa opinião, não é sustentável. Cedo ou tarde, as taxas de juros nominais e reais deverão subir para se ajustar à nova situação.

É muito difícil identificar com alto grau de segurança quando ocorrerá o supramencionado ajuste, mas pode-se identificar algumas condições na economia estadunidense que sugerem que esse momento está próximo:

- 1) A inflação não está dando sinais de frescor;
- 2) A atividade econômica registra (e deverá seguir registrando) crescimento robusto;
- 3) A crise sanitária, embora ainda preocupante, parece ter cada vez menos impacto na atividade econômica, em função do avanço na vacinação; e
- 4) O mercado de trabalho emite sinais consistentes de robustez.

Esses elementos deverão permear as sinalizações e decisões do *Federal Reserve (Fed)* nos próximos meses e, por isso, a expectativa é que acabem se refletindo na elevação nas taxas de juros nominais e reais nos Estados Unidos – condição que representará uma oportunidade que certamente buscaremos aproveitar.

Posicionamento

O mês de dezembro foi caracterizado pela descoberta da variante Omicron e as incertezas que ela trazia para a evolução dos mercados. Inicialmente, a escalada dos novos casos na África do Sul gerou uma realização grande nos mercados pois não se sabiam detalhes de quão severa seria a nova cepa, apesar de já saberem, naquele momento, que ela era altamente transmissível. Passado o susto, e ao observar que a escalada de contágio não foi acompanhada por hospitalizações e mortes, os mercados voltaram a encontrar alguma estabilidade e as bolsas americanas conseguiram fechar o ano muito próximas das máximas históricas.

No âmbito econômico, os dados de inflação continuaram apresentando pressões. Especificamente nos EUA, a inflação assumiu lugar prioritário nos discursos dos dirigentes do *Federal Reserve (Fed)*. Chamou a atenção o discurso do Jay Powell no início do mês, em meio à volatilidade originada pelo surgimento do Omicron, sinalizando que o banco central americano iria acelerar o passo de tapering já na reunião de dezembro. Além de acelerar o passo do tapering, o *Federal Reserve (Fed)* se mostrou disposto a subir a taxa de juros 3 vezes ao longo de 2022.

No Brasil, o Banco Central do Brasil subiu a taxa de juros em mais 150 pontos base e sinalizou pelo aumento de outros 150 pontos na próxima reunião de fevereiro de 2022, endurecendo o tom contra a inflação e, principalmente, contra a deterioração das expectativas. O referido endurecimento permitiu que a inflação implícita recuasse de patamares historicamente altos (por volta de 6.20%) para aproximadamente 5.20%, ainda acima da meta de inflação.

Renda Fixa

Aproveitamos a volatilidade da curva de juros e a forte alta no início do mês de dezembro para, taticamente, aplicar juros nominal de 2 anos. Tal posição contribuiu positivamente para os fundos ao longo do mês. Acreditamos que a curva de juros está muito achatada na parte intermediária, em relação à parte longa. Abrimos

uma posição tomada em *steepener* nominal de 3 anos vs. 10 anos em diferencial negativo (aplicamos 3anos acima do nível que ficamos tomados no 10 anos). Esta posição, além de ter carregamento positivo, traz uma taxa de juro terminal implícita de 12.75% (precificada na curva curta), o que achamos excessivo para um cenário em que a inflação continua convergindo de volta para patamares mais próximos à meta de inflação mesmo que isso seja dado em um prazo mais longo (2023). Neste momento, trabalhamos com SELIC terminal de 11.75% que tende a se manter estável ao longo de 2022 voltando a cair no início de 2023. Nosso cenário de inflação comporta IPCA em torno de 5% no final de 2022 e crescimento de PIB entre 0 e 0.5%.

Na renda fixa internacional, depois de um movimento forte de correção da taxa de 10 anos americana para abaixo de 1.50%, voltamos a ficar tomados com alta convicção neste pedaço da curva.

Commodities

Voltamos a comprar *commodities* na virada do ano. Continuamos acreditando no desequilíbrio entre oferta e demanda, principalmente no mercado de energia. Também compramos *commodities* agrícolas em função de possível quebra de safra ocasionada por efeitos climáticos e, apoiado na visão macro, pela crescente demanda chinesa.

Moedas

Obtivemos ganhos comprados em dólar vs. euro, vendido em dólar vs. peso mexicano e vendido em dólar vs. real. No Real, montamos uma estrutura vendida em dólar via opções 5.60-5.50 com custo zero (*zero cost*), que venceu na PTAX, a qual foi surpreendentemente pressionada para baixo no final do ano.

Renda Variável

Zeramos nossa posição comprada em bolsa americana e aproveitamos a volatilidade do início do mês para vender volatilidade de Ibovespa curta, o que trouxe bons ganhos para o fundo.

Estratégia Sistemática

Desde maio os modelos indicam baixo risco e reduziram a exposição. Há poucas compras de papéis para os padrões históricos e os modelos estão vendidos em índice, refletindo a ausência de tendência na bolsa. Já a tendência de desvalorização do Real tem tido seus sinais capturados pela modelagem que, embora com resultados mistos nos últimos meses, mantém a compra de Dólar ativa.

Crédito Local

Por mais um mês, o mercado de crédito local teve abertura marginal dos spreads. O volume recorde de emissões que inundou o mercado pesou negativamente na dinâmica do mercado secundário. A perspectiva é que o fluxo para renda fixa continue positivo e que a inflação apresente maior estabilidade. Nesse contexto, a classe de ativos de crédito deve apresentar desempenho, no geral, favorável em 2022, sem prejuízo da ocorrência de correções marginais de *spread* em períodos que concentrem alto volume de emissões primárias, como os observados no último trimestre de 2021. Ademais, obtivemos resultado positivo na exposição em crédito *high grade* brasileiro.

Crédito Internacional

Dezembro foi um mês positivo para as classes de crédito *US HY (high yield)* e de Latam. O CDS (Credit Default Swap) Brasil apresentou um fechamento expressivo e a maioria dos pares latinos tiveram performance similar. O Crédito *HY US* voltou aos níveis de outubro. Nossa expectativa é que o mercado de juros americano continue volátil em 2022 e o retorno ajustado a risco para crédito local segue mais atrativo que o dos mercados internacionais. Mantivemos nossas posições do mês de novembro, sem alterações.

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.

Perspectivas

Olhando para frente, vemos um cenário mais desafiador para ativos de risco. Acreditamos que a curva de juro americano ainda apresenta assimetria para cima e que o *Federal Reserve (Fed)* deve incrementar o seu viés *hawkish* e iniciar o ciclo de alta de juros entre o final do 1º trimestre e o início do 2º. A discussão sobre a redução do balanço do banco central americano também deve impactar as curvas de juros e o mercado.

Acreditamos que o primeiro semestre do ano ainda deve trazer dados desafiadores de inflação. Isto deve pressionar os bancos centrais a continuarem sendo reativos. Alguns países emergentes com ciclos de aperto mais avançados como o Brasil e a Rússia podem apresentar oportunidades interessantes na renda fixa e nas suas moedas. Por outro lado, acreditamos que o mandato do *Federal Reserve (Fed)* de desinflacionar a economia americana foi reforçado pela recondução do Jay Powell à presidência do banco central americano. As taxas de juro real ainda em patamar historicamente muito baixas devem, gradativamente, subir para níveis mais neutros, o que pode prejudicar a performance das bolsas. Acreditamos que existem “oportunidades de preço” em ativos emergentes como nas bolsas chinesa e brasileira. Por outro lado, uma postura mais dura do *Federal Reserve (Fed)* contra a inflação pode trazer muita volatilidade aos mercados. Sendo assim, acreditamos que existe uma janela de oportunidade para as bolsas emergentes performarem melhor do que a americana (*value > growth*) e que existe oportunidade vendendo moedas de *commodity* de g10 (AUD e NZD) e comprando moedas emergentes *high yield* (ZAR, RUB, MXN). Nas moedas, também gostamos de ficar vendidos no AUD e comprados no Yen (AUDJPY) como uma maneira de monetizar em cenário de *risk-off*.

Com Relação às *commodities*, acreditamos ser uma classe que oferece oportunidades de investimentos. O governo chinês vem adotando política de fortalecimento relativo do Yuan. Um Yuan mais forte ajuda a preservar o poder de compra do chinês contribuindo para a demanda por “comida”.

Comentários finais

Este deve ser um ano excepcional para investir em temas Macro. O primeiro trimestre vai ser muito importante para identificar quanto de pressão altista de juros a economia americana poderá aguentar. A maneira que vamos poder monitorar isso vai ser via performance das bolsas. Na atual conjuntura, o *Federal Reserve (Fed)* se encontra "atrás da curva". Esta será a primeira vez, em décadas, que o banco central americano inicia um ciclo de alta de juros com a inflação corrente excessivamente acima da sua meta de 2%. Os desafios disto são vários. Por um lado, o impulso fiscal americano deve ser próximo de zero ou até negativo em 2022; por outro lado, o mercado de trabalho segue firme e as dificuldades de contratar nos EUA devem seguir pressionando aumentos de salários.

A política nos EUA deve ter uma influência importante nos mercados e na condução de política monetária este ano. A promessa política de *Build Back Better* do presidente Biden e dos democratas encontrou firme resistência em função da alta dos preços (inflação). No segundo semestre, os americanos voltam às urnas para definir o controle do congresso americano até as eleições de 2024. Com a sua aprovação já em queda, Biden vai depender da moderação dos preços e um desfecho "rápido" da nova escalada do contágio do Omicron para ter uma chance de manter o congresso democrata. Estes fatores podem forçar a política monetária a ficar surpreendentemente mais *hawkish* mais rápido, para dar tempo de conter preços até as eleições em novembro. Por outro lado, se os democratas de fato perderem o congresso (como acreditamos), isso pode reforçar a necessidade de controlar a inflação para defender a eleição presidencial de 2024. Portanto, acreditamos que podemos ter um momento de forte pressão nos mercados como tivemos em 2018 causado por um *Federal Reserve (Fed)* mais incisivo na luta contra a escalada dos preços. Certamente um ano desafiador para os EUA do ponto de visto político-econômico.



























Ciclos eleitorais historicamente premiam ativos de risco até o evento e depois. Na maior parte dos casos, os prêmios são retirados após o evento e, em muitos casos, independente do resultado. Trazendo essa realidade ao Brasil, acreditamos que existe um cenário provável no qual os ativos brasileiros terminem o ano em tom muito melhor do que estamos começando.

Concluindo, 2022 deve trazer oportunidades excepcionais de gerar alfa dentro de um cenário desafiador, mas repleto de oportunidades.

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.

Asset Class	View
Bolsas	Neutro
RF Internacional	Negativo
RF Emergente	Neutro
Dolar (DXY)	Positivo
Moedas Emergentes	Positivo
Commodities	Positivo
Crédito (High Grade)	Negativo
Crédito (High Yield)	Neutro

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco	Iguana	Multigestores
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	1,82%	238%	4,41%	100%	13,04%	223%	07/05/2020	66.175.074	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	1,20%	157%	-4,65%	-	-1,48%	-	24/08/2020	45.186.696	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	0,81%	106%	-5,45%	-	-2,04%	-	20/08/2020	10.985.413	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,38%	180%	7,62%	173%	9,13%	187%	24/08/2020	41.792.391	0,90% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-0,12%	-	10,23%	72%	30,64%	116%	19/08/2019	83.487.327	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	1,03%	596%	-3,29%	-	-3,46%	-	23/12/2020	11.151.082	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-0,68%	-	2,04%	21%	2,22%	23%	23/12/2020	23.531.429	1,10 % a.a.	0% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a. em reais

Data Base 31/12/2021

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/>