



CARTAMENSAL
JANEIRO 2022



O Aperto das Condições Financeiras

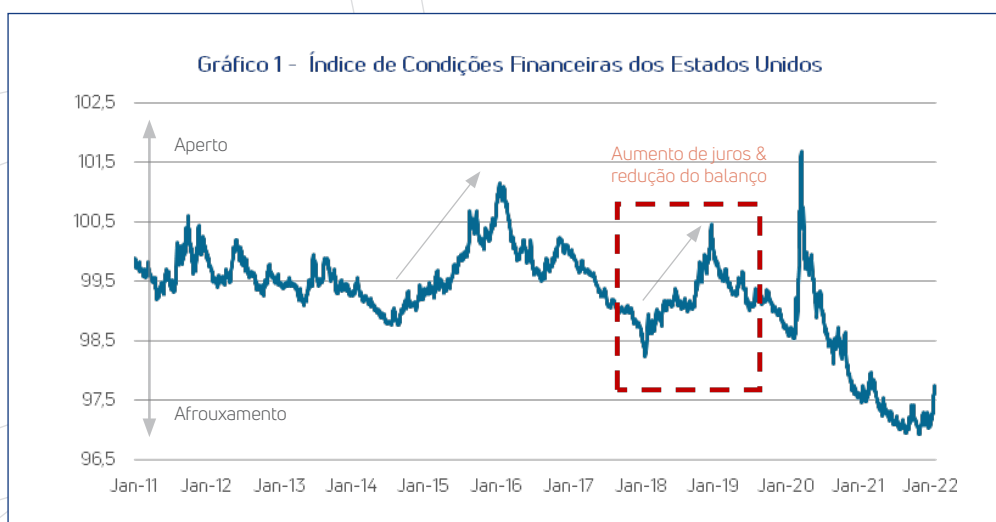
Dada a deterioração do quadro inflacionário americano e global, acreditamos que, este ano, o cenário macroeconômico será pautado pelo aperto das condições financeiras no Estados Unidos, promovido pelas iniciativas do Federal Reserve (*Fed*).

Inicialmente, vale esclarecer o significado deste termo. Condições financeiras são os diversos mecanismos através dos quais a política monetária é transmitida para a economia real, por meio do efeito que esta tem sobre alguns ativos-chave, os principais deles sendo os juros da parte mais longa da curva (i.e., de 10 anos), os *spreads* de crédito, a taxa de câmbio e o preço das ações negociadas em bolsa. Conforme a economia Americana foi se tornando mais endividada e a proporção dos ativos das famílias (imóveis e ações sendo os principais) em relação à sua renda foi aumentando (essa razão passou de 477,5% em 1980 para 795,8% hoje, de acordo com o *Fed*), a importância deste mecanismo para a implementação de política monetária vem se tornando cada vez maior, ou seja, o impacto na demanda/economia decorrente de uma variação nas condições financeiras é, hoje, muito maior do que em décadas anteriores. Dois exemplos podem servir bem para ilustrar como o aperto das condições financeiras afeta a economia: i) um aumento dos *spreads* de crédito dificulta o acesso das empresas ao crédito, e as empresas, por sua vez, reduzem seus investimentos; e ii) uma queda no preço das ações tem um efeito-riqueza reverso, no qual as famílias se sentem mais pobres, e, por conseguinte, reduzem seu nível de consumo.

Por que o *Fed* deve apertá-las agora? Em virtude das pressões inflacionárias relevantes que surgiram na economia Americana no ano passado, em função do estímulo fiscal sem precedentes e dos problemas nas cadeias produtivas engendrados pela pandemia. Conforme as pressões inflacionárias vem se tornando mais disseminadas entre as diferentes categorias de bens e serviços, e já está impactando alguns itens cuja variação do nível de preço costuma ser mais persistente (i.e., aluguéis), o *Fed* precisa evitar que estas pressões se traduzam em um aumento permanente das expectativas de inflação dos agentes da economia, e que os salários passem a aumentar consistentemente acima de produtividade da economia. Isso serve para evitar que a inflação se torne “enraizada” na economia. E como o *Fed* pode fazer isso? Aumentando a taxa básica de juros, sinalizando ao mercado altas subsequentes e, eventualmente, reduzindo a enorme quantidade de ativos acumulada em seu balanço (o chamado *Quantitative Tightening*). E é nessa direção que ele tem guiado o mercado.

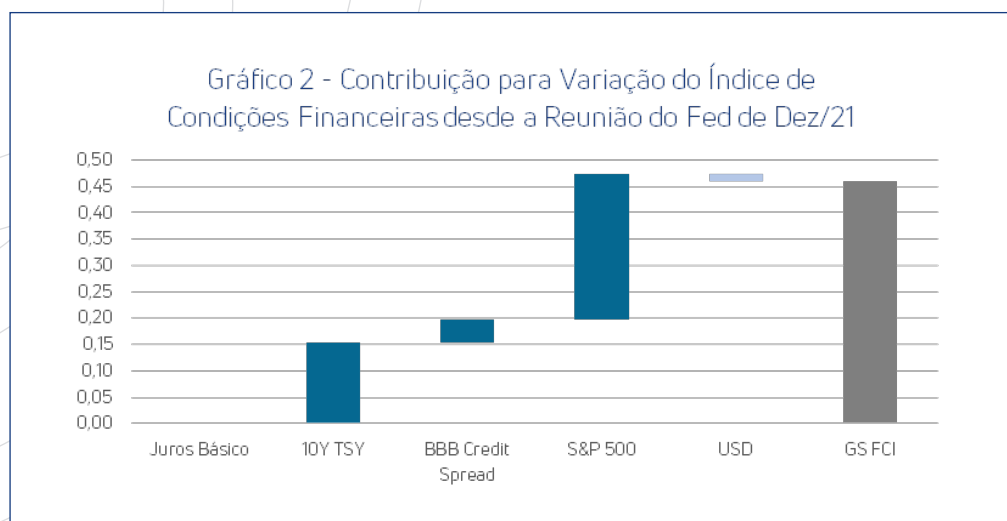
Para tentar entender a progressão deste processo de aperto de condições financeiras, assim como seu impacto sobre a economia e o mercado, é natural que olhemos para trás em busca de exemplos. Como podemos ver no Gráfico 1 (abaixo), após a crise de 2008 e excluindo o evento da pandemia, tivemos 2 grandes episódios de aperto: o primeiro em 2015, com a desvalorização do Yuan e a queda vertiginosa do preço do petróleo; e a segunda em 2018, que foi o último ciclo de aperto monetário pelo *Fed* através de altas de juros e redução de balanço. Como o segundo episódio possui paralelo maior com a situação atual, vamos usar ele como estudo de caso.

Olhando para o Gráfico 1 (abaixo), podemos tirar algumas conclusões. A primeira é que mesmo após o anúncio do *Fed* de que começaria a reduzir o balanço, e, concomitante, ao ciclo de alta de juros, demorou algum tempo para que as condições financeiras apertassem materialmente. E, a segunda – e isto não podemos observar no gráfico –, é que todos os componentes do índice tendem a se mover juntos (bolsa, *spreads*, juros longo e câmbio). Observamos isso, também, no episódio de 2015, assim como no taper tantrum de 2013, este último em menor grau.



Hoje, entretanto, existe uma diferença importante em relação ao último ciclo de aperto monetário: a inflação. Em 2017/18, a atividade estava firme em função do impulso fiscal do Trump (corte de impostos), mas isso não se traduziu em inflação, que registrou média anual de 2,3% no período. Hoje, como sabemos, a situação é diferente. A alta da inflação mais persistente e de natureza mais difusa que o *Fed* esperava, sem falar no fato do mercado de trabalho estar em um dos patamares mais apertados de sua história, pode resultar na necessidade do *Fed* ser mais incisivo. Como consequência, podemos ver as condições financeiras apertando mais rapidamente *vis-à-vis* a última experiência de aperto monetário. O que vai determinar a velocidade do aperto é, de um lado, a trajetória da inflação de volta para a meta: quanto mais devagar, mais as condições financeiras precisarão ser apertadas; e, do outro, como a atividade vai se comportar ao longo do ciclo. Caso a atividade fraqueje e o *Fed*, concomitantemente, continue sua trajetória de aperto monetário, também podemos observar um aperto mais veloz das condições financeiras.

Desde a mudança de postura do *Fed*, ao final do ano passado, em direção a um tom mais hawkish, já observamos algum grau de aperto, como fica evidente no Gráfico 1 (acima). Também fica claro que ainda estamos em patamares historicamente bastante frouxos. Neste ano, praticamente todos os componentes de índice de condições financeiras contribuíram para sua alta (com pequena exceção da taxa de câmbio), como podemos observar no Gráfico 2 (abaixo), o principal deles sendo a bolsa Americana. Daqui para frente, essa dinâmica deve ter continuidade, em maior ou menor grau, a depender do *mix* de inflação e crescimento.



Fonte: Goldman Sachs

Para nós, o mais importante é aferir o impacto que o aperto de condições financeiras terá no preço dos ativos. Apesar da sequência exata de eventos ser mais difícil de prever, o efeito no preço dos ativos ao longo do tempo não deveria diferir muito daquilo que observamos no passado. Tal impacto é praticamente consequência da definição que demos de condições financeiras, de modo que podemos esperar a valorização do Dólar global, uma abertura dos *spreads* de crédito, uma eventual queda da bolsa, mesmo que gradual, e a abertura das taxas de juros longas. Paralelamente, é inevitável que observemos um aumento estrutural da volatilidade dos ativos, algo diferente do que estamos acostumados a ver quando o *Fed* está injetando liquidez na economia e os juros estão permanentemente baixos. A magnitude destes movimentos, como vimos, vai depender da trajetória da inflação e quanto o *Fed* se verá forçado a restringir a política monetária. Sem dúvida, o impacto do aperto das condições financeiras no preço dos ativos e todas suas ramificações serão temas centrais para nós ao longo deste ano.

Gestão e Posicionamento

Os americanos, assim como a maioria das sociedades dos países desenvolvidos, não estão acostumados a lidar com a escalada de preços e os seus impactos no custo de vida. Por outro lado, nas economias emergentes os ciclos inflacionários tradicionalmente são acompanhados por instabilidade política e algum nível de revolta social. Este período inflacionário nos EUA e na Europa vem acompanhado de fortes pressões políticas típicas do mundo emergente. Nos EUA, a escalada dos preços e do custo de vida perdura muito além da transferência de recursos do governo direto a população. Este choque em ambas as direções, custo de vida mais alto e o final da distribuição dos recursos traz um grande desafio para o governo democrata. Não por menos, o presidente Biden goza da menor aprovação política desde o início do seu mandato (apesar do mercado de trabalho e os salários já se encontrarem nos níveis pré-pandêmicos). Desde o redesigno de Jay Powell à presidência do *Fed* ficou claro que o mandato principal do seu próximo termo será o combate a inflação. Por motivos político-econômicos, acreditamos que o *Fed* não terá a mesma postura do passado de resgatar o mercado acionário tão cedo. Por um lado, a economia americana segue com crescimento robusto e o mercado de trabalho segue muito forte, e por outro, simplesmente não existe espaço para “*exercer a put do Fed*” com a inflação corrente rodando nos níveis atuais. Sendo assim, – e considerando tudo o que foi dito acima –, acreditamos que a tese mais interessante e clara de investimento é nos posicionar aproveitando o aperto nas condições financeiras americanas.

Dentre as classes de ativos, acreditamos que a que apresenta uma assimetria maior para nós posicionar é o crédito americano. Para atingir o objetivo e desinflacionar a economia americana, o *Fed* precisa que as taxas de juros subam, que as bolsas caiam (impactando negativamente efeito riqueza), que o Dólar suba (e desinflacione os itens comercializáveis do comércio americano) ou que o *spread* de crédito fique mais caro, restringindo e encarecendo a capacidade da economia americana se endividar mais. De certa forma, acreditamos que o Dólar já subiu, e este movimento aconteceu mais relacionado à performance da economia americana superior aos seus pares. Em relação as bolsas, acreditamos que vão apresentar retornos muito piores do que seu histórico, principalmente as bolsas americanas, mas que resultados ainda muito positivos devem dificultar quedas maiores nesta fase deste ciclo. A curva de juros americana deve abrir mais, porém já precifica uma quantidade razoável de altas para este ano e uma re-precificação maior da taxa terminal deve ocorrer mais adiante quando estivermos mais avançados no ciclo de altas, e por último, o *spread* de crédito que abriu o ano praticamente nos níveis mais baixos da história, deve abrir de maneira mais moderada e eventualmente acelerar a medida que o aperto das condições comece a fazer com que o mercado revise para baixo o crescimento futuro da economia americana. Assim sendo, enxergamos esse processo na economia americana da seguinte forma:



Fonte: GLPG

Neste momento, entendemos estar na fase 3 do diagrama acima. É importante apontar que este processo está em curso de maneira mais clara nos EUA mas que a pressão inflacionária é uma realidade global (com exceção à China sobre a qual será comentado mais adiante), porém com países em diferentes momentos deste ciclo. Na realidade, acreditamos que o fato de haver países em diferentes momentos deste ciclo, nos traz excelentes oportunidades macro para gerar alfa em nossos fundos.

Voltando à fase 3 do diagrama acima, optamos por seguir estruturalmente posicionados para a abertura dos *spreads* de crédito corporativo americano. Esta foi a principal posição dos fundos em alocação de risco e começou a performar como esperado ao longo das últimas duas semanas.

Em janeiro também obtivemos bons retornos nos mercados de juros brasileiro e americano. No Brasil aproveitamos a curva extremamente “achatada” e ficamos tomados em *steepener* aplicando o vértice de 3 anos e tomando o vértice de 10 anos. Em função da postura mais dura do Banco Central brasileiro se comprometendo com o combate a deterioração das expectativas de inflação, as taxas de longo prazo nominais chegaram a ser negociadas abaixo do nível nominal do chamado “miolo” da curva. Historicamente, curvas de juros são positivamente inclinadas e diferenciais negativos refletem expectativas firmes de recessão econômica. Nesta direção, o mercado veio revisando expectativa de crescimento para o Brasil para níveis próximos de 0 e até negativo para 2022. No nosso caso, não estamos tão pessimistas com crescimento e acreditamos em algo entre 0 e 0.5% este ano. De qualquer forma, a taxa de juro real *ex-ante* precificada no Brasil alcançou algo próximo a 7% o que está muito próximo das máximas que observamos ao longo dos últimos 20 anos. Portanto, nos parece interessante tanto ficar “aplicados” nestes níveis no miolo da curva quanto ficar tomados na parte longa com diferencial negativo. Importante notar que esse diferencial que estava em -10 pontos base já corrigiu para algo como +35 pontos base. No tempo, acreditamos que esses diferenciais possam buscar algo como +100 pontos base (taxa longa nominal estar 1% acima da taxa intermediária) e este processo deve ocorrer ao longo deste ano quando passarmos pelo pico inflacionário e acelerar quando a política monetária começar a ser normalizada novamente para patamares mais neutros (redução de juros). No final do mês de janeiro realizamos lucros, mas seguimos com alto grau

de convicção nesta posição e vamos aproveitar quedas nos diferenciais para voltar a aumentá-la. Adicionalmente, acreditamos que ao longo do 1º trimestre devemos ter o pico do ciclo de alta de juros precificado e vamos buscar oportunidades para aplicar juros direcional no Brasil.

Renda Fixa

Na renda fixa americana ficamos novamente tomados na curva de juro. Em função do movimento expressivo em janeiro e de ainda estarmos no começo do processo de aperto, realizamos uma parte relevante da posição nos EUA mas aproveitamos realizações na curva para aplicar o “*buy the dip*” nas taxas por acreditar que as fases 3 e 4 (conforme Gráfico 3 acima) deste processo devem perdurar pelo menos até o final de 2022. É importante frisar que as re-precificações na curva de juros americana devem passar por ciclos e fases. Vale recordar que há seis meses importantes bancos americanos tinham dúvidas em relação a qualquer alta de juro este ano pelo *Fed*. Neste momento, já existem bancos americanos importantes também esperando que o *Fed* suba o juro em todas as reuniões a partir de março. Além disso, faz-se necessário entender que a transição da fase 3 para a fase 4 (conforme Gráfico 3 acima) tem como característica revisões baixistas de crescimento. Ainda precisamos entender quanto a economia americana vai aguentar em termos de aperto das condições financeiras antes de observar desacelerações. De qualquer forma, a prioridade agora é desinflationar e este processo passa principalmente por queda no valor dos ativos de maneira geral, o oposto do que vimos ao longo dos últimos dez a doze anos.

Commodities

Os ativos que historicamente melhor performam em fases inflacionárias são as *commodities*. Ao longo de janeiro nossa principal posição em *commodities* foi em petróleo que reduzimos com o barril na faixa de USD90. Ainda seguimos bem otimistas com óleo e buscamos uma oportunidade para voltar a aumentar essa posição. Adicionalmente estamos comprados em uma cesta de *commodities* agrícolas, voltamos a comprar cobre e abrimos uma posição pequena vendida em ouro. Também aproveitamos uma realização relevante no urânio para voltar a nos posicionar neste *play* de energia limpa.

Moedas

Em moedas, ficamos, principalmente, vendidos em moedas de G3 (Euro, Iene, Franco-suíço) e comprados em moedas emergentes (Real, Rand, Peso chileno). Preferimos ficar neutros em Dólar, mas optamos por comprar moedas com alto carregamento e exposição em *commodities* e vendidos em moedas mais sensíveis ao diferencial de juro com os EUA. Adicionalmente ficamos vendidos no Dólar australiano e comprados no Dólar canadense para explorar a tese positiva em petróleo e negativa em metais industriais. Olhando para frente, começamos a ficar *net* vendidos em Dólar americano, principalmente, contra o Euro. Pela primeira vez em muitos trimestres o crescimento do resto do mundo começa a superar o crescimento americano. Adicionalmente, a inflação europeia segue surpreendendo para cima e o Banco Central europeu parece estar mais aberto a discutir eventuais altas de juros. Nos emergentes seguimos comprados no Real, apesar de menores e viramos vendidos no peso chileno em função do desenrolar de acontecimentos idiossincráticos locais.

Renda Variável

Nas bolsas, em janeiro aproveitamos para explorar o *relative-value* ficando vendidos na bolsa americana e comprados em países emergentes, Europa e Brasil. Aqui vale fazer um parêntese e falar sobre uma das teses macroeconômicas do início do ano que era que a China seguiria a sua estratégia de ser anticíclica à economia americana e aproveitaria a necessidade de aperto nas condições financeiras nos EUA para adicionar estímulos em casa. Lembrando que ao longo de 2021 enquanto a maioria das economias mundiais adicionava estímulo fiscal e monetário, a China optou por ir no caminho oposto, o que acabou forçando um *hard landing* do seu setor imobiliário. Para nós, esta postura contrária apresentaria uma oportunidade para os ativos emergentes obterem uma sustentação apesar do momento econômico americano. Adicionalmente a performance relativa da bolsa americana *vis-à-vis* o resto do mundo apresenta uma oportunidade de eventual *catch-up* principalmente enquanto a liquidez global segue muito grande. Especificamente em relação ao Brasil, acreditamos que a economia brasileira já se encontra na fase 4 adiantada (conforme Gráfico 3 acima). Isto quer dizer que os ativos já precificam um cenário de recessão e o próximo movimento, no tempo, vai ser de remover restrições/adicionar liquidez. Aproveitamos a queda relevante

das bolsas americanas e a alta das bolsas emergentes para realizar lucros nesta posição de valor relativo. Olhando para frente, acreditamos que os resultados positivos das empresas americanas e a economia ainda muito firme deve ajudar a estabilizar as ações, mesmo que temporariamente. Não podemos descartar uma melhora nos bolsas ainda sustentadas por liquidez global ainda abundante. Vale notar, porém, que quanto mais demorar para os preços dos ativos americanos se reajustarem para baixo, mais difícil vai ser o trabalho do *Fed* para levar a inflação de volta à sua meta.

Estratégia Sistemática

Os modelos permanecem com baixa alocação de risco. Essa estratégia defensiva vem preservando capital desde o ano passado e diminuindo a volatilidade corrente da carteira. Não houve destaques de papéis ao longo do mês, a exposição em bolsa ficou ligeiramente vendida e inicia fevereiro praticamente zerada. Com a reversão da desvalorização do Real, os modelos de câmbio permaneceram zerados ao longo do mês.

Crédito Local

Em janeiro de 2022 os ativos de crédito local apresentaram performance, no geral, estável. Apesar do contínuo fluxo de capital para a renda fixa, o recente volume de ofertas pressionou pontualmente o preço dos papéis fazendo com que os *spreads* de crédito abrissem em média 10 *bps* no mês.

Embora a alta na taxa de juros pese negativamente no lucro das companhias, os fortes resultados operacionais e alavancagens financeiras equilibradas proporcionam bons fundamentos de crédito a grande parte dos emissores locais. Em um contexto de elevada demanda por ativos de renda fixa e *spreads* de crédito ainda relevantes, a perspectiva para os papéis de crédito segue positiva para a primeira metade do ano.

Crédito Internacional

Acreditamos que no mercado de crédito internacional está a melhor assimetria para explorar este movimento a vir por diante de redução de liquidez e aperto das condições financeiras. Janeiro foi um mês de abertura significativa nas taxas de rendimento dos títulos americanos e não diferente do que vimos no passado, os *spreads* de crédito acompanharam esta abertura. Os índices de CDX de 5 anos IG e HY abriram o ano ao redor de 50 *bps* e 300 *bps* e fecharam janeiro ao redor de 60 *bps* e 340 *bps*, respectivamente.

Estamos vendidos no mercado de crédito buscando capturar esse aumento no *spread* de crédito (diferença entre a curva de juro nominal americana e a taxa de captação das empresas). Este encarecimento deve acontecer gradativamente ao longo deste processo com a possibilidade de acelerar a medida que o aperto das condições financeiras comece a impactar a perspectiva de crescimento da economia americana e paralelamente impacte negativamente a expectativa de melhora dos resultados corporativos.



























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.

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/Negativo
Bolsas Emergentes	Positivo
RF Internacional	Negativo
RF Emergente	Positivo
Dólar (DXY)	Neutro/Negativo
Moedas Emergentes	Positivo
<i>Commodities</i>	Positivo
Crédito (High Grade)	Negativo
Crédito (High Yield)	Negativo
Crédito Local	Positivo

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	0,89%	121%	0,89%	121%	14,04%	212%	07/05/2020	57400.858	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	2,18%	298%	2,18%	298%	0,67%	12%	24/08/2020	45.243.311	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	2,26%	309%	2,26%	309%	0,18%	3%	20/08/2020	10.971.623	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,98%	133%	0,98%	133%	10,20%	181%	24/08/2020	43.197.665	0,90% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-0,03%	-	-0,03%	-	30,60%	111%	19/08/2019	82.941.502	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%
ALTERNATIVOS										
Alternativos BRL	-1,27%	-	-1,27%	-	-4,69%	-	23/12/2020	11.009.262	1,10 % a.a.	10% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a.
Alternativos USD	-6,61%	-	-6,61%	-	-4,54%	-	23/12/2020	21.966.496	1,10 % a.a.	0% sobre o que exceder o ICE US Treasury Short Bond Index TR +2% a. a. em reais

Data Base 31/01/2022

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/>