



**CARTAMENSAL**  
NOVEMBRO 2021

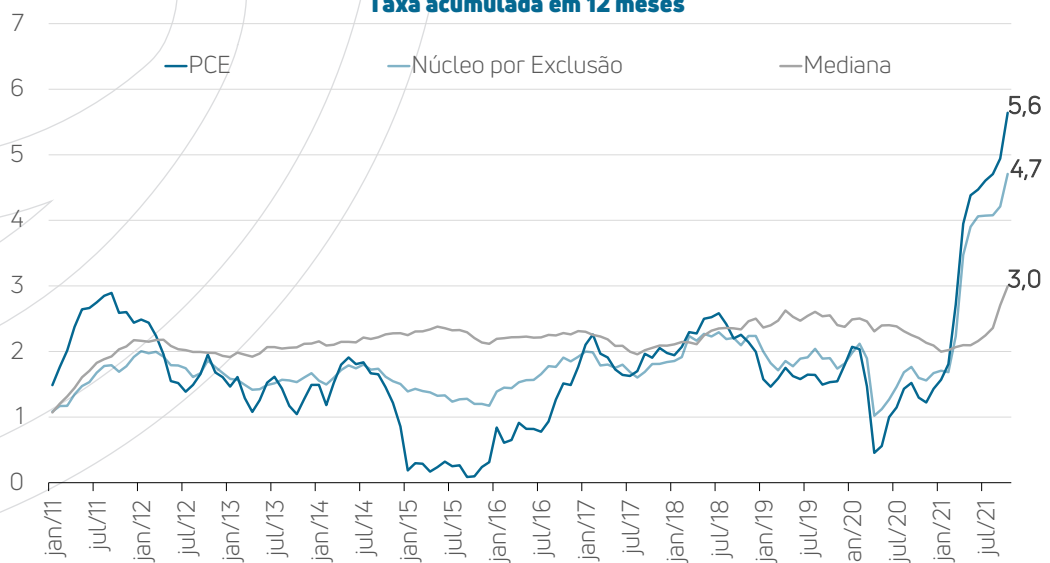


## Mudanças na política monetária americana e implicações para a economia global

Em novembro, a política monetária americana voltou ao centro das atenções. Devido à continuação das surpresas inflacionárias, o *Federal Reserve* – *FED* sentiu necessidade de sinalizar mudanças, tanto no seu diagnóstico do problema inflacionário, quanto na sua estratégia de condução da política monetária.

A medida de inflação ao consumidor preferida pelo *Federal Reserve* – *FED*, o *Personal Consumption Expenditures* – *PCE* acumula, nos últimos dozes meses, até outubro, alta de 5,6%, o maior valor já registrado nessa métrica e tudo indica que ainda registrará valores maiores antes de recuar. O gráfico a seguir mostra a evolução do *Personal Consumption Expenditures* – *PCE* junto com duas medidas de tendência muito utilizadas: a primeira é o Núcleo por Exclusão, que expurga as contribuições de alimentos e energia; e a segunda é a Mediana, que considera apenas o ponto médio da distribuição das variações de preço dos itens que fazem parte da cesta do *Personal Consumption Expenditures* – *PCE*. Percebe-se que, por ambas as medidas apresentadas, a inflação ao consumidor nos Estados Unidos se afasta cada vez mais da meta de inflação, de dois por cento ao ano.

**Inflação ao Consumidor nos Estados Unidos 2011-2021**  
**Taxa acumulada em 12 meses**



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis e Federal Reserve Bank of Cleveland.

No final da sua reunião ordinária de novembro, o *Federal Reserve – FED* anunciou a antecipação do início da redução do seu programa de compra de ativos, o chamado *tapering*. Segundo o comunicado que seguiu à decisão do dia 3, o *Federal Reserve – FED* decidiu reduzir o seu ritmo de compras mensais em 15 bilhões de dólares a partir de meados de novembro, sinalizando também que, a princípio, esse seria o ritmo de redução a ser seguido, condição que levaria ao fim das compras de ativos em junho de 2022. No entanto, as surpresas inflacionárias desde então levaram vários membros do *Federal Open Market Committee – FOMC*, o COPOM do *Federal Reserve – FED*, a julgar ser necessário discutir uma eventual aceleração da redução das compras de ativos já na reunião de dezembro (14 e 15). No dia 19 de novembro, Christopher Waller, membro do *Board* do *Federal Reserve – FED*, afirmou em discurso proferido em New York que se a economia continuasse na direção do máximo emprego ou se a inflação continuasse sem dar sinais de recuo, o *Federal Open Market Committee – FOMC* poderia acelerar o *tapering*, o que o levaria a defender um aperto da política monetária, se necessário. No mesmo dia, Richard Clarida, vice-presidente do *Federal Reserve – FED*, fez comentários muito semelhantes na sessão de perguntas e respostas de uma conferência organizada pelo *Federal Reserve Bank of San Francisco*. Na semana seguinte, no dia 24, a divulgação das minutas da reunião de novembro deixou claro que já naquela reunião o Comitê tinha debatido a possibilidade de acelerar o ritmo do *tapering* para assim poder elevar a taxa básica de juros (*Fed Funds Rate*) antes do que se previa até então, caso a inflação continuasse em níveis incompatíveis com os objetivos do Comitê.

A liturgia do *Federal Reserve – FED* ensina que dificilmente as manifestações dos membros do *Board* estão em conflito com a visão do Presidente da instituição. Até o momento, supunha-se que o Jerome Powell pensava de maneira igual aos membros do *Board*; mas faltava a sua declaração formal, a qual aconteceu no dia 30 de novembro, em um testemunho perante uma comissão do Senado americano: em uma das suas intervenções, Powell afirmou que considerava apropriado discutir a antecipação do fim do *tapering* já na próxima reunião do *Federal Open Market Committee – FOMC*; em outra, disse que tinha chegado a hora de retirar o termo “transitório” da discussão sobre inflação, sinalizando, com isso, o fim do diagnóstico que ancorou a visão do *Federal Reserve – FED* sobre o tema nos últimos meses.

Quais devem ser os próximos passos do *Federal Reserve – FED* na reunião dos dias 14 e 15 de dezembro o *Federal Open Market Committee – FOMC* deve decidir pela aceleração da redução do ritmo de compra de ativos. A expectativa é que o ritmo mensal de redução das compras passe de quinze bilhões para trinta bilhões de dólares, condição que implicaria na conclusão do *tapering* em março de 2022, ao invés de junho. Com isso, obviamente, o *Federal Reserve – FED* estaria em condições de começar a elevar a taxa de juros já no segundo trimestre de 2022. Cabe ressaltar, ainda, uma mudança igualmente significativa da nova estratégia do banco central americano, o qual retirou a menção de que o fim do programa de compra de ativos seria independente da decisão de elevar a taxa de juros. Realmente acreditamos que a intenção era manter essas decisões independentes; mas a persistência da inflação acabou “atropelando” esse desejo do *Federal Reserve – FED*.

Atualmente o mercado antecipa duas ou três altas de 0,25 pontos percentuais da taxa básica de juros americana em 2022. As novas projeções dos membros do *Federal Open Market Committee – FOMC*, o famoso “*dot-plot*”, serão divulgadas no dia 15, junto com sua próxima reunião. Neste dia saberemos o senso de urgência do referido comitê para apertar a política monetária com o objetivo de colocar a inflação de volta na trajetória da meta.

O que esperar se o *Federal Reserve – FED* efetivamente começar a subir os juros em 2022? O fato de, eventualmente, os movimentos do *Federal Reserve – FED* coincidirem com as expectativas de mercado deveria ser entendido como garantia de ausência de solavancos?

Em nossa opinião, não é possível fazer essa afirmação. Está amplamente documentado que movimentos na política monetária americana têm significativos efeitos na economia mundial. Peguemos, por exemplo, a literatura associada aos Ciclos Financeiros Globais (*Global Financial Cycles*). Essa literatura estuda a existência de fortes movimentos entre variáveis financeiras globais. Trabalhos como Miranda-Agrippino & Rey (2020)<sup>1</sup> conseguem identificar um único fator global, uma tendência comum, que explica 20% (vinte por cento) da variância dos preços de um grande conjunto de ativos de risco. E mais, as autoras conseguem mostrar que o fator global é fortemente influenciado por variações na política monetária americana.

<sup>1</sup> Silvia Miranda-Agrippino e Hélène Rey (2020). U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle. *Review of Economic Studies*, vol. 87, páginas 2754-2776.

Assim, de acordo com essa linha de raciocínio, um aperto da política monetária do *Federal Reserve – FED* está associado, a nível global, a um aumento da aversão ao risco agregado nos mercados globais, redução da alavancagem de intermediários financeiros globais, menor oferta de crédito e redução dos fluxos de capital, condição que, de forma geral, leva à correção nos preços dos ativos de risco. Assim, podemos concluir que o que acontecerá com os preços dos ativos em 2022 será fortemente influenciado pelas próximas decisões do banco central americano.

## **Renda Fixa**

No Brasil seguimos com um viés tático buscando oportunidade de aplicar a parte mais curta da curva de juros. Acreditamos que o mercado superestima o ciclo de alta de juro e trabalhamos com uma SELIC terminal mais próxima de 11,25%. Na renda fixa internacional, voltamos a ficar tomados na curva de juros americana.

## **Commodities**

Passamos o mês de novembro sem posições expressivas em *commodities*.

## **Moedas**

Em moedas, mantivemos posições táticas com exposição comprada no Rublo e no Dólar canadense, e exposição vendida no euro.

## **Renda Variável**

Nas bolsas internacionais, apesar do que descrevemos acima com relação a expectativa de aumento da taxa de juros nos Estados Unidos, em novembro, dado o nível baixo do juro real, seguimos o mês construtivos com o crescimento americano e acreditamos na manutenção da bolsa americana e nos mantivemos taticamente comprados via *S&P* futuro, posição que contribui negativamente para a carteira do fundo.

## Estratégia Sistemática

Desde maio os modelos reduziram a exposição e vêm trabalhando com baixo nível de risco alocado. No final de outubro, algumas compras de papéis começaram a surgir novamente na carteira, mas foram reduzidas ao longo de novembro e acabaram gerando um retorno negativo dentro do mês. Os modelos se mantiveram vendidos em índice e comprados em Dólar, expressando uma carteira bastante defensiva.

## Crédito Local

O mercado de crédito local apresentou por mais um mês abertura discreta dos *spreads* de crédito, o recuo na *performance* decorre principalmente do volume recorde de emissões que inundou o mercado e interferiu negativamente na dinâmica do mercado secundário. A perspectiva é de que o fluxo para renda fixa continue positivo nos próximos meses, nesse contexto a classe de ativos de crédito deve apresentar desempenho, no geral, favorável, sem prejuízo da ocorrência de correções marginais de *spread* em períodos que concentrem alto volume de emissões primárias, como os observados nos últimos dois meses.






















## Crédito Internacional

Com base no cenário atual e expectativas de excesso de retorno para 2022 optamos em reduzir a alocação em crédito e mantivemos apenas alguns créditos específicos com idiosincrasias favoráveis. Focando em papéis com cupons altos, *duration* curta e tendência de melhora no *spread* de crédito. No entanto o mercado segue volátil e a expectativa é que a alocação nestes créditos seja pequena.

## 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.

## Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco	Iguana
Juros					
Commodities					
Moedas					
Renda Variável (on e off)					
Sistemático					
Crédito (on)					
Crédito (off)					
Crédito Estruturado					
Imobiliário					

## 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.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIM CP	1,33%	227%	2,54%	71%	11,02%	219%	07/05/2020	67.169.819	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-2,06%	-	-5,78%	-	-2,64%	-	24/08/2020	46.821.306	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-1,02%	-	-6,21%	-	-2,83%	-	20/08/2020	12.149.263	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,17%	199%	6,16%	171%	7,65%	187%	24/08/2020	42.026.641	0,90% a.a.	20% s/ CDI
SISTEMÁTICO										
Bracco FIM	-1,86%	-	10,36%	80%	30,79%	123%	19/08/2019	83.617.115	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

Data Base 30/11/2021

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/>