

Agora Vem a Parte Difícil

À medida que os bancos centrais avançam globalmente para a parte final de seus ciclos de aperto, o consenso e a comunicação dos membros de seus conselhos começaram a mostrar mais claramente o conflito entre aqueles que acreditam que vale a pena arriscar “se fazer demais” para matar o dragão da inflação, em oposição aos que acreditam que eles já foram longe demais. Acreditamos que a cura para o “se fazer demais” é claramente mais fácil do que o “não fazer o suficiente”. Conte conosco no primeiro acampamento. A parte complicada será orientar os mercados para o final do ciclo sem induzir um afrouxamento injustificado das condições financeiras, algo que seria contraproducente. Os riscos de se encerrar os ciclos de aperto mais cedo continuam aumentando em nossa opinião. O consenso continua a crescer entre os bancos centrais das economias desenvolvidas para diminuir o ritmo dos aumentos das taxas. Os mercados nos EUA reagiram com entusiasmo ao anúncio de que o ritmo provavelmente diminuirá de 75 para 50 p.b. em dezembro, ignorando uma das principais mensagens de Jay Powell na decisão de novembro, quando ele indicou que o foco deveria mudar do ritmo para a taxa terminal, e como ela evoluiria quando chegarmos lá. Em outros lugares, o BOE se inclinou contra os preços de mercado que mostravam uma taxa terminal de 5,25%. A Noruega subiu menos do que o esperado e o Canadá já havia desacelerado. A Austrália também está soando dovish. O fim dos ciclos de aperto ainda deixará sem resposta a questão-chave, qual seja, se os esforços dos bancos centrais serão suficientes para controlar a inflação. A América Latina, na nossa visão, está mais bem posicionada para resolver o problema inflacionário e oferece oportunidades de investimento mais atrativas.

Em nossa análise recente da ata do FED, ficamos preocupados com a fragilidade do consenso quanto à possibilidade de aumentar a taxa terminal muito acima da taxa terminal de setembro de 4,675%. Em um discurso recente no Brookings Institute, Powell disse que a taxa terminal provavelmente seria revisada “um pouco”, talvez refletindo a oposição dentro do conselho a uma política muito mais rígida. Embora a mensagem da última decisão fosse que a política tinha que atingir um nível “substancialmente restritivo”, não houve discussão sobre o que isso significava para o conselho. Desde então, apenas Bullard apresentou uma taxa terminal nominal estimada entre 5 e 7% que, a seu ver, levaria o Fed Funds a um patamar “suficientemente restritivo”. Nossa leitura - usando as próprias projeções de setembro do FED - é que o FED está visando algo entre 1,5 e 1,75% de taxa de juros real. Os mercados já estão negociando nesses níveis, embora sua avaliação da inflação pareça um pouco errada. A nosso ver, é sempre preferível expor seus objetivos como banco central em termos reais para evitar o véu da inflação, como muitos parecem ter esquecido. Outro sinal preocupante vindo da comunicação do FED é que nenhum membro declarou sua disposição em errar por “se fazer demais” em oposição a não se fazer o suficiente. Powell foi bastante assertivo na coletiva de imprensa de novembro, mas notavelmente mais leniente em seu último discurso. Além disso, a ata observou que havia um grupo de membros do FED que se perguntava se o FED já havia ido longe demais: “Alguns participantes observaram que houve um aumento no risco de que a restrição cumulativa da política monetária excedesse o que era necessário para trazer inflação para 2%”. Acreditamos que “alguns” provavelmente crescerão em número na próxima reunião, à medida que a economia desacelerar e o aperto cumulativo aumentar. Houve outros membros que expressaram preocupação sobre os riscos crescentes para as condições financeiras resultantes do ciclo de aperto. As falas recentes dos membros do FOMC mostram desacordo com essa visão, pois alguns membros acreditam que essas questões devem ser melhor abordadas através de uma regulamentação adequada, e não devem interferir em sua política de taxas de juros. Mais uma vez, é provável que as opiniões sejam mais diferentes daqui para frente.

Qual a relevância de tudo isso? Acreditamos que construir um forte consenso daqui para frente será muito mais difícil e a comunicação do FED será mais dissonante. A decisão de dezembro no meio do mês será importante por vários motivos, além do aumento de 50 p.b. já anunciado. Primeiro, veremos o que significa “um pouco mais alto” em suas projeções - se é 25, 50 p.b. ou o que for - e como Powell transmite esse cenário. Em segundo lugar, quais serão os critérios para decidir por quanto tempo esse nível deve ser mantido; alguns membros já indicaram sua preferência em manter as taxas terminais - quaisquer que sejam - pelo menos durante 2023 e possivelmente em parte de 2024. Terceiro, se a taxa terminal é de 4,875%, ou 25 pontos-base a mais que o DOTS de setembro, a questão é se eles seguirão a decisão de dezembro com dois aumentos consecutivos de 25 p.b. ou farão um final de 50 p.b. em fevereiro. Se for o primeiro caso, então o FED já deve sinalizar uma nova desaceleração do ritmo na próxima semana, algo que achamos bastante improvável. Por outro lado, se eles terminarem o ciclo com 50 pb em fevereiro, seria um final estranho, uma vez que faria sentido reduzir para 25 p.b. por reunião e continuar caminhando em quantidades incrementais até atingirem a taxa terminal, seja lá a que for, em algum momento. Se a taxa terminal for aumentada em 50 p.b. para 5,125%, eles provavelmente farão dois 50 em dezembro e fevereiro e encerrarão o ciclo em março com um aumento final de 25 p.b. Isso exigiria que uma nova redução no ritmo fosse anunciada no máximo em fevereiro. E só para lembrar nossos leitores, esperamos dois aumentos de 50 p.b. em dezembro e fevereiro e dois de 25 p.b. em março e maio, para terminar em 5,375%. Essas nuances no tempo e no tamanho dos aumentos dos juros terão implicações importantes para a dinâmica do mercado, incluindo o formato da curva de juros, o valuation das ações e o valor do dólar e das moedas globais. Mas não há dúvida de que os mercados já estão negociando como se o FED já tivesse terminado sua tarefa. É provável que a economia se expanda acima do potencial em 2022 e mantenha um forte carregamento para 2023, ligeiramente abaixo de 1%. Portanto, o chamado efeito cumulativo do aperto monetário terá que ser brutal para realmente colocar a economia em um caminho de crescimento lento no curtíssimo prazo. Pode colocar, mas é mais provável que seja no final do ano e seguido por uma postura monetária muito mais rígida.

Nossas estimativas mostram que uma taxa de desemprego de pelo menos 5% será necessária para trazer o núcleo do PCE para a meta. As pressões salariais são preocupantes e a força do setor de serviços parece subestimada em nossa opinião. Não sei se os EUA já estão passando por uma espiral de preços & salários, mas está claro para nós que a inflação de serviços básicos está mostrando uma forte correlação com quase todas as medidas de aumentos salariais, seja o salário médio por hora ou o índice de custo do emprego. A economia também está passando por um processo de indexação em algumas áreas e a velocidade das revisões de preços está aumentando. Parte da indexação está se espalhando para as contas fiscais, já que o ajuste do custo de vida aumentará os gastos com as pensões em 8,7% em 2023, adicionando pressões de demanda agregada.

O que isso significa para os mercados emergentes e latino-americanos em particular? Os bancos centrais dos mercados emergentes estão ansiosos para começar a cortar os juros, mesmo em países com inflação muito alta. A Coreia é um forte candidato a começar a cortar juros no início de 2023, assim como o Chile, que ainda enfrenta uma inflação alta, mas uma economia que está se contraindo rapidamente. O Brasil também provavelmente cortará, mas não antes que as questões acerca do cenário fiscal sejam respondidas, o que inclui um eventual novo arcabouço fiscal. O Banxico está discutindo se deve se desvincular do FED, mesmo que o núcleo da inflação continue muito alto. O Banrep também está chegando ao fim do ciclo de aperto, segundo seu presidente, mas a inflação continua surpreendendo para cima. Na Europa Oriental, a Hungria e a República Tcheca querem cortar mais cedo e a SOAF se aproximará de sua taxa terminal no início de 2023. A perspectiva de cortes é bastante ampla nos mercados emergentes, mas a América Latina está muito à frente do jogo porque reagiu cedo e decisivamente, e suas taxas de juros estão em níveis adequadamente restritivos em termos reais, ao contrário de outros países emergentes e desenvolvidos.

Também tivemos eventos importantes na China, com implicações relevantes para os mercados, que tem se preocupado não apenas com o “pivot do Powell”, mas também com o “pivot do Xi” em relação à rigidez das políticas sanitárias em voga na China. Novembro começou com uma mudança de tom importante, com o anúncio de 20 medidas de relaxamento da política de “zero-COVID” e 16 medidas de suporte ao setor imobiliário.

As notícias mais recentes vão desde o reconhecimento do governo sobre a menor letalidade da variante atual e do anúncio de campanhas de vacinação aos idosos, até a remoção da obrigatoriedade de se mostrar testes para entrada em lugares públicos e do relaxamento nas regras de quarentena. Acreditamos que o processo de reabertura tenha começado de forma concreta, mas que será gradual e repleto de desafios. Também acreditamos que as últimas medidas de suporte ao setor imobiliário mostram vontade clara do governo em estabilizar o setor. O mercado reagiu com exuberância aos anúncios, com destaque para as *commodities* e para as moedas dos países que as exportam. Em dezembro, vamos prestar atenção à reunião do Politburo no início do mês e ao Central Economic Work Conference no final do mês, onde a linguagem acerca dos futuros passos das políticas sanitárias e de suporte ao setor imobiliário serão muito importantes para os cenários chinês e global.

Um rápido comentário sobre o Brasil, que é uma das principais escolhas dos investidores globais para 2023. A transição política em curso está sendo muito insuficiente no que diz respeito ao esclarecimento de seus planos e à estrutura fiscal do novo governo. A intenção inicial da nova equipe de Lula de remover R\$ 198 bilhões (1,9% do PIB) do teto de gastos em 4 anos pode facilmente resultar em uma relação dívida/PIB superior a 100% até 2026. A última proposta para remover R\$ 175 bilhões (1,6% do PIB) do teto em dois anos ainda resulta em uma trajetória ascendente da dívida pública. O cronograma de aprovação é apertado: a emenda constitucional tem até 17 de dezembro para ser aprovada e requer 3/5 dos votos no Congresso. Ainda acreditamos que a emenda constitucional será aprovada e abrirá um espaço significativo de gastos em 2023. Como resultado do enfraquecimento dos planos fiscais daqui para frente, acreditamos que o banco central será extremamente cauteloso em flexibilizar a política monetária antes que haja mais visibilidade em relação aos potenciais rumos da política fiscal. Em nossa opinião, existe algum risco de que o Bacen reinicie o ciclo de aperto, o que, a nosso ver, se torna mais provável caso a taxa de câmbio venha a quebrar um patamar de 5,80 por dólar. Mantemos nossa ideia de que a taxa básica de juros será reduzida a partir do 3T2023.

Posicionamento:

Nossa visão para os mercados ao longo dos próximos meses é de que as teses que exploram desaceleração econômica devem seguir performando bem. Essa desaceleração econômica deve ajudar, principalmente, o Banco Central americano a encerrar o ciclo de alta de juros. Apesar de acharmos que o patamar de juros americano ainda esteja abaixo do necessário para resolver o problema inflacionário americano, acreditamos que o FED deve manter a taxa de juro elevada por um período mais prolongado do que os mercados precificam.

Esperamos que a reabertura da economia Chinesa comece a refletir nos dados econômicos a partir do final do primeiro trimestre de 2023. Mas, esperamos que os mercados continuem explorando temas de investimento relacionados a reabertura chinesa desde já. A combinação da expectativa do final do aperto monetário americano juntamente com a reabertura da China deve beneficiar as moedas dos países emergentes em detrimento do dólar.

Juros

Estamos otimistas com a perspectiva de posições aplicadas em juros. Destacamos preferência pela parte mais longa da curva de juro americano, assim como mercados de juros emergentes (América Latina) por terem antecipado muito o aperto monetário. Por outro lado, acreditamos que a Europa e o Leste Europeu ainda seguem muito atrasadas na necessidade de seguir apertando as condições financeiras.

Commodities

Estamos otimistas com *commodities* de uma maneira geral, mas destacamos o petróleo (energia), metais (em função da reabertura na China) e ouro.

Moedas

Enxergamos valor em ficar comprados em moedas relacionadas a *commodities* e vendidos em dólar.

Bolsa

Estamos pessimistas com as bolsas, principalmente, com a bolsa americana por vemos uma dificuldade muito maior de desinflação na economia americana. Gostamos de explorar posições relativas eventuais comprados em bolsa chinesa/emergente e vendida em bolsa americana e mantemos um viés direcional de estar net vendidos por apresentar a pior relação de risco x retorno no nosso cenário prospectivo.

Estratégia Sistemática

O desfecho do cenário eleitoral trouxe muita volatilidade ao mercado brasileiro que acabou prejudicando a parcela sistemática. Os modelos de bolsa vinham carregando um risco direcional reduzido com maior peso nos setores petrolífero e financeiro que tiveram correções significativas. Os Hedges acabaram não funcionando, pois, a queda da Bolsa foi mitigada pela performance dos setores de mineração e siderurgia que tiveram ganho com a reabertura de China. Os modelos de juros oscilaram entre posições tomadas e aplicadas ao longo do mês, sem resultados significativos, dado o baixo risco alocado.

A modelagem de moedas ficou zerado praticamente o mês inteiro.

Crédito Local

Em novembro, o mercado de crédito local apresentou performance regular. Sem pressão de passivo, os fundos mantiveram os volumes alocados em crédito privados; por outro lado, o mercado adotou uma postura mais cautelosa para novas compras, diante de um ambiente econômico mais desafiador pautado por um regime fiscal expansionista, inflação persistentemente elevada e juros altos.

Nesse contexto, a demanda concentrou-se, principalmente, em ativos de melhor qualidade e prazo mais curto. Com a demanda mais restrita, o volume de emissões primárias encolheu quando comparado aos últimos meses. Em geral, emissores de maior porte e/ou que acessam recorrentemente o mercado tiveram sucesso em suas colocações. Outras companhias, mais alavancadas, tiveram suas curvas de preço impactadas pelo excesso de oferta e perspectivas negativas para a economia brasileira.

Crédito Internacional

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



















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.

Classe de Ativos	Visão
Bolsas DM	Negativo
Bolsas Emergentes/Brasil	Neutro/Negativo
Renda Fixa Internacional	Neutro/Positivo
Renda Fixa Emergente	Neutro/Negativo
Dólar (DXY)	Neutro/Negativo
Moedas Emergentes/Brasil	Neutro
<i>Commodities</i>	Neutro
Crédito Internacional (High Grade)	Neutro
Crédito Internacional (High Yield)	Negativo
Crédito Local	Neutro/Negativo

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon	Bracco	Iguana
Juros					
Commodities					
Moedas					
Renda Variável (on e off)					
Sistemático					
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.
MULTIESTRATEGIA										
Galapagos Evolution FIC FIM CP	0,30%	29%	13,78%	124%	28,62%	162%	07/05/2020	66.495.829	2,00% a.a.	20% s/ CDI
ESTRATÉGIA GLOBAL										
Galapagos Darwin FIC FIM	-1,19%	-	2,10%	19%	0,60%	4%	24/08/2020	39.835.310	2,00% a.a.	20% s/ CDI
Galapagos Icatu Darwin Global FIC FIM	-0,46%	-	7,34%	66%	5,15%	31%	20/08/2020	3.816.764	1,93% a.a.	10% s/ CDI
CRÉDITO										
Galapagos Dragon FIC FIM CP	1,26%	124%	15,10%	136%	25,60%	155%	24/08/2020	164.954.177	0,90% a.a.	20% s/ CDI
Iguana FIRF Liquidez Top CP	1,14%	112%	13,09%	118%	16,38%	119%	24/08/2021	470.163.018	0,30% a.a.	Sem Taxa
SISTEMÁTICO										
Bracco LB FIM	-2,19%	-	-0,49%	-	29,99%	80%	19/08/2019	48.197.608	2,0% a.a.	25% s/ IPCA + 3,5%

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/>