



CARTAMENSAL
FEVEREIRO 2021

Fevereiro, A gangorra entre a “reflação” e a inflação

O mês de fevereiro foi caracterizado por alta volatilidade. Porém, os fatores que explicaram essa volatilidade foram de natureza diferente daqueles que foram determinantes nos meses anteriores. Para começar, as perspectivas sobre a evolução da crise sanitária no mundo melhoraram, pois o avanço da vacinação em diversas regiões do mundo, embora desigual, mostrou seus efeitos benéficos em termos de redução do número de contágios, internações e óbitos. Em segundo lugar, e obviamente correlacionado com a questão da vacinação, a atividade econômica, que andou meio de lado na virada do ano, passou a dar sinais de recuperação. E assim, a origem da volatilidade passou a ser, talvez pela primeira vez no último ano, a possibilidade de o mundo finalmente emergir da crise provocada pela pandemia.

Essa mudança de percepção aparece mais claramente quando se observa a evolução e as perspectivas da economia dos Estados Unidos. A administração Biden assumiu uma agenda de prioridades que parece clara e correta: o combate à crise sanitária via um esforço significativo de vacinação, acompanhado de um pacote robusto de gasto público. Em relação ao primeiro ponto, os Estados Unidos mostraram novamente sua força, colocando de pé em tempo recorde uma estrutura que hoje permite vacinar mais de dois milhões de pessoas por dia. Já com relação ao segundo ponto, o pacote de US\$ 1,9 trilhão foi aprovado na Câmara e passará agora pelo Senado. Em torno dele existem, entretanto, dúvidas sobre o seu tamanho, que vários comentaristas consideraram sobredimensionado. A conjunção dos avanços na vacinação, pacote fiscal considerado excessivo por alguns, e tendo como pano de fundo uma economia que se mostra resiliente, levou a uma situação em que passou a ser considerada a possibilidade de superaquecimento, que viria juntamente com seu sintoma mais visível: a inflação. Não é por outro motivo que as taxas de juros de diversos vencimentos começaram a se elevar de forma significativa, com destaque para a taxa de juros de dez anos, que fechou janeiro em 1,07% e chegou a atingir a máxima de 1,52% em 25 de fevereiro. Adicionalmente, embora estejamos falando de taxas muito próximas das mínimas históricas, esse movimento de abertura das taxas teve efeitos disruptivos, principalmente pela velocidade com que aconteceu, e foi, assim, a principal fonte da volatilidade registrada nos mais variados mercados durante o mês.

O risco de *overheating*, acompanhado de inflação, foi o que explicou, no fim do dia, a abertura das taxas. Contribuiu para isso também a elevação da inflação corrente, consequência, a nosso ver, dos desequilíbrios, de natureza temporária, entre oferta e demanda provocados pela pandemia. E a própria postura acomodatória do *Federal Reserve* (Fed), banco central americano, também teve a sua contribuição, uma vez que vem se tornando claro que, caso pressões inflacionárias venham a se materializar, a autoridade monetária será de certa forma leniente. O curioso dessa história é que há muito pouco tempo atrás, a preocupação dos mercados era com relação ao risco de a inflação ficar muito baixa e, nesse sentido, a promessa de manter os juros baixos por muito tempo foi um dos fatores que acabou dando suporte à economia.

O diferencial dos Estados Unidos relativamente à Europa, por sua vez, continuou se acentuando. Primeiro, vemos o velho continente com dificuldades na implementação de seu programa de vacinação, e, como consequência, as restrições de mobilidade continuam em curso. Isso se traduz, naturalmente, em uma diferença expressiva nos dados de atividade relativamente àqueles dos Estados Unidos. E, em segundo lugar, vale destacar as diferentes reações que observamos entre o Banco Central Europeu (BCE) e o Fed em relação à abertura das taxas de seus respectivos títulos públicos. Enquanto o Fed se mostrou confortável com tal movimento e enfatizou que isso seria reflexo das boas perspectivas da economia americana, o BCE expressou certo incômodo com o impacto que taxas mais elevadas teriam sobre a recuperação da economia europeia. Não menos importante, os bancos centrais da Austrália e do Japão, além de se mostrarem preocupados com este movimento, intervieram no mercado para evitar uma alta de suas taxas. Esses dois fatores serviram para sustentar o dólar no mês de fevereiro contra as principais moedas do mundo. Na Ásia, por sua vez, a China mostrou desaceleração *vis-à-vis* o mês anterior, muito em função do feriado lunar que ocorreu no país.

Em linhas gerais, fevereiro foi bastante positivo para o cenário de redefinição que nos tem norteado, sendo apenas desafiado nos últimos dias do mês, nos quais a taxa de juros de dez anos americana acelerou a sua alta de forma expressiva, pressionando quase todas as outras classes de ativos. Continuamos nos guiando por este cenário de redefinição, suportado pelos estímulos monetário e fiscal substanciais vindos dos Estados Unidos, uma coordenação fiscal sem precedentes na Europa e um crescimento robusto do continente asiático. Entendemos que a força do dólar seja temporária, uma vez que a Europa deve voltar a reduzir as

medidas de contenção da crise sanitária em breve, além de acreditamos que o Fed será firme na atuação contra qualquer tipo de aperto de condições financeiras que coloque em xeque a recuperação do emprego no país. Continuamos bastante otimistas com as *commodities*, nos amparando em um cenário potencialmente inflacionário e de recuperação econômica global, além de enxergarmos questões importantes do lado da oferta. Como consequência, seguimos com uma visão positiva em relação às moedas de alguns países exportadores de *commodities*. Por fim, a maior probabilidade de vermos certa pressão inflacionária no médio prazo nos Estados Unidos, aliada ao gigantesco déficit fiscal americano, que pode chegar próximo a US\$ 4,0 trilhões no presente ano, nos deixa confortáveis em continuar apostando na abertura da curva longa americana.

Com relação ao Brasil, em fevereiro se registrou um agravamento significativo da crise sanitária, com aumento expressivo no número de casos e óbitos, e com diversos polos de expansão da pandemia. No final de janeiro deu-se início à vacinação, mas até agora o ritmo tem ficado aquém do necessário, basicamente pela pouca disponibilidade de vacinas. Como não poderia ser diferente, a piora do quadro sanitário começou a se refletir nos indicadores de atividades, com revisões para baixo das projeções de crescimento para o primeiro, e até mesmo para o segundo trimestre deste ano. Contribuem, também, para a piora do quadro de atividade: primeiro, a demora na aprovação da extensão do auxílio emergencial; segundo, as incertezas com relação aos próximos passos na implementação da agenda econômica e de reformas; e, terceiro, a elevação da inflação, produto em boa medida da depreciação da moeda, e que deve levar o Banco Central a iniciar a remoção parcial do estímulo monetário ainda este mês.

Ainda sobre Brasil, um fator que ajudou a deterioração do cenário foi a decisão do Presidente da República, anunciada em rede social, de demitir o presidente da Petrobras, como reação às sucessivas elevações dos preços dos combustíveis. Os agentes econômicos enxergaram essa decisão como uma reversão dos avanços na governança da empresa após a profunda crise pela qual passou há pouco tempo, e como um sinal de menor comprometimento do governo com relação à agenda liberal por ele anunciada. A decisão presidencial abalou os mercados de forma significativa, e, mesmo após sinalizações de manutenção do esforço de reformas, restaram dúvidas sobre a real agenda do governo, e acreditamos que essa fonte adicional de incerteza deverá permanecer por algum tempo. Os preços dos diversos ativos financeiros se deterioraram, com queda na bolsa, depreciação do Real e abertura das taxas de juros.

Posicionamento dos fundos

Em virtude do pano de fundo descrito acima, acreditamos que vamos observar um desequilíbrio estável entre o cenário positivo de “reflação” (aceleração econômica com inflação crescente e moderada) e o cenário não tão positivo que traz preocupações com a volta mais rápida da inflação.

Juros

Para expressar este cenário traçado, acreditamos que a captura de oportunidades se dê de forma mais efetiva via posições tomadas na *Treasury* de 10 anos americana, que acreditamos que deve testar novas máximas ao longo do ano, minimamente voltando aos níveis pré-pandêmicos.

Commodities

Nas *commodities*, estamos comprados numa cesta delas, com um peso maior no Cobre, na Soja e no Petróleo. Para balancear a cesta de *commodities*, abrimos uma posição vendida no ouro, que tende a perder valor à medida em que as taxas americanas sobem (principalmente o juro real), e também tende a cair em momentos de realizações das bolsas.

Moedas

Nas moedas, acreditamos que a queda do dólar deve ser interrompida em função da escalada das taxas americanas. Mantemos posições neutras em dólar mas comprados em moedas com uma característica exportadora de *commodities* (rublo, dólar australiano, peso chileno, krona norueguesa) e vendidos principalmente no Euro para neutralizar a exposição do dólar. Adicionalmente, temos uma posição relativa comprada no real e vendida no peso mexicano. Nesta tese, acreditamos que o início do ciclo de alta de juros no Brasil, somado à aprovação de reformas estruturais e uma pauta exportadora muito vantajosa para o Brasil devem fazer o real recuperar a performance em relação à moeda mexicana no médio prazo.

Bolsas

Nas bolsas mantemos exposições mínimas direcionais e nos expomos mais em valor relativo comprados no índice de emergentes e na bolsa da Inglaterra e vendidos no S&P futuro.

Estratégia Sistemática

Após a grande rotação de ativos em janeiro, o livro sistemático teve uma alocação mais estável nos papéis com maior peso (BIDI11, CSNA3, VALE3 e SLCE3) embora tenha ampliado bastante o número de ativos com menor alocação ao longo do mês. Em média, temos entre 15 e 20 papéis comprados e, em fevereiro, passamos boa parte do mês com 24 ativos. A alocação geral continua em níveis bem defensivos com cerca de 28% do PL *net* comprado em ações e vendido no índice e agora 25% do PL comprado em USDBRL.

Crédito Local

O mercado de crédito local apresentou compressão de *spreads*, principalmente para vencimentos mais longos e riscos de crédito maiores, que ainda estavam defasados em relação aos créditos mais curtos e de melhor qualidade. As emissões primárias, ainda dependentes de alta participação bancária, concentraram-se principalmente em emissores mais óbvios.

Crédito Internacional

Considerando o movimento rápido e brusco dos títulos de 10 anos do governo americano que subiram aproximadamente 0,30% em fevereiro, encerramos nosso *hedge* com uma contribuição expressiva para o resultado de fevereiro. Com a decisão do Presidente Jair Bolsonaro de trocar o CEO da Petrobras, os títulos de dívida da empresa no mercado internacional sofreram perdas expressivas. Diante disso, optamos por reduzir nossa exposição aos títulos da empresa e avaliar as mudanças anunciadas.

Crédito Estruturado Galapagos

Em 28 de fevereiro de 2021, a exposição do Galapagos Evolution aos ativos na categoria Crédito Estruturado interno correspondia a 21,86% do PL do Fundo, com uma rentabilidade média de 2,40% no mês.

Mercados de Atuação

Estratégia	Evolution	Darwin	Dragon
Juros			
Commodities			
Moedas			
Renda Variável			
Sistemático			
Crédito Local			
Crédito Internacional			
Crédito Estruturado			
Imobiliário			

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 Passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador, Gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir.



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/>