



Galapagos Carta Mensal

MAIO 2024



Cenário

Disinflation 2.0?

Maio foi caracterizado pela volta da esperança aos mercados de que o processo de desinflação da economia americana, observado no segundo semestre de 2023, poderia estar recomeçando. Os dados de abril, divulgados ao longo do mês de maio, foram contundentes nesta direção. O mercado de trabalho mostrou claros sinais de desaceleração, com o Índice do Mercado de Trabalho do Federal Reserve Bank of Kansas City, que acreditamos ser o índice de mercado de trabalho mais aderente, apontando para o patamar mais fraco desde maio de 2021. A inflação deu sinais incipientes de arrefecimento, tanto em sua magnitude como qualidade. As pesquisas de manufatura e serviços decepcionaram, enquanto o consumo das famílias mostrou desaceleração importante. Pelo lado do setor imobiliário não foi diferente, com os dados surpreendendo para o lado negativo. O Federal Reserve, por sua vez, apenas repetiu sua mensagem de que seriam necessários mais meses de inflação benigna para se sentirem confortáveis em iniciar o ciclo de cortes. É importante notar que a autoridade monetária passou a equilibrar mais claramente a importância de seus dois mandatos, i.e., emprego e inflação, de modo que os acontecimentos no mercado de trabalho passam a ganhar mais importância para se aferir os próximos passos da política monetária. Neste contexto, e apesar de questionamentos crescentes por parte do mercado e dos *policymakers*, acerca do juro neutro real de equilíbrio da economia americana, tivemos um mês de volatilidade reduzida, com boas performances dos principais mercados globais, com destaque para a classe de *equities*.

Sem um enfraquecimento mais substancial do mercado de trabalho, trabalhamos com setembro como início do ciclo de cortes nos EUA, em função da matemática do núcleo do PCE e dos discursos recentes dos principais membros do Federal Open Market Committee. A grande questão, olhando para a frente, é se este primeiro sinal de arrefecimento de atividade e inflação terá continuidade nos meses subsequentes. Apesar de um *timing* ainda muito incerto, nosso viés segue sendo afirmativo, tendo em vista uma política monetária restritiva, um impulso fiscal reduzido em relação a 2023, o fim do excesso de poupança das famílias e o enfraquecimento paulatino do mercado de trabalho. Sobre a questão do nível exato de aperto monetário, nós acreditamos que o patamar de juros atual está restritivo o suficiente para trazer a inflação para a meta. Podemos sugerir isto ao observar que os juros básicos estão acima do crescimento nominal da economia ou pelo fato de que o juro real ex-ante está acima de medidas conservadoras de juro neutro.

Na Europa, os sinais de melhora no crescimento do continente aumentaram, tanto pela ótica das pesquisas qualitativas como dos dados concretos. As projeções de crescimento começaram a subir. A inflação de abril, por sua vez, também se mostrou mais pressionada, particularmente na parte de serviços, enquanto o dado de crescimento salarial, tão citado pelo Banco Central (Bacen) como chave para a política monetária, também veio acima do esperado. Entretanto, por ter se amarrado em seu próprio *forward guidance*, acreditamos que o BCE (Banco Central Europeu) irá cortar sua taxa básica de juros em junho. A grande pergunta é se haverá cortes sequenciais; hoje, nos parece improvável.

Na China, podemos dizer que os dados de abril evidenciaram ainda mais um dos principais desafios estruturais da economia chinesa, qual seja, uma oferta muito maior que a demanda interna da economia. Os dados foram claros: o lado da oferta da economia continuou a avançar, com a produção industrial e o investimento em ativos fixos superando novamente as estimativas, enquanto o consumo segue fraco, sem sinais de recuperação. Os dados de crédito foram os mais fracos desde o início da série em 2002, devido à fraca demanda por parte das famílias e empresas. A maior parte dos esforços do governo segue se concentrando no lado da oferta, exceto no setor imobiliário, o qual observou medidas de estímulo mais robustas ao longo do mês. A política monetária ainda é muito restritiva e o governo mostra contenção no lado fiscal, de modo que fica difícil prever qualquer mudança na dinâmica de crescimento da China num futuro próximo. As duas principais consequências permanecerão as mesmas: por um lado, persistirá a dificuldade de desalavancagem e mudança do modelo de crescimento do país e, por outro, o excesso de oferta terá de ser exportado em grau crescente, gerando uma reação protecionista crescente dos seus principais parceiros comerciais, algo que seguiu se manifestando em abril.

No Brasil, o mês foi marcado pela redução do ritmo de corte de juros de 50bps para 25bps, trazendo a Selic para 10,5% ao ano, em decisão dividida entre os membros mais antigos do comitê e aqueles indicados pelo governo atual. Apesar do dissenso, a comunicação do Bacen foi dura. No comunicado, foram destacados o aumento da incerteza com relação a condução de política monetária nos EUA, a preocupação com o aquecimento econômico local e pressão na inflação de serviços mais ligadas ao mercado de trabalho e, principalmente, o incômodo com a tendência de alta das expectativas de inflação de longo prazo. Do lado real da economia, a atividade interrompeu a tendência de desaceleração no primeiro trimestre. O PIB registou alta de 0,8% no primeiro trimestre contra o quarto trimestre de 2023, com uma abertura positiva, mas que deve contribuir para confirmar a preocupação do Banco Central quanto a possíveis pressões inflacionárias futuras.

Pela primeira vez desde o início do ciclo de corte de juros, os membros do Bacen declararam explicitamente a intenção de buscar o centro da meta de inflação, que é de 3%, desconsiderando a banda de tolerância de +/- 1,5%. Essa sinalização é relevante, pois até então nem o Bacen nem o mercado projetavam inflação no centro da meta durante o período relevante para a política monetária. Na nossa opinião, o aumento dos desvios das expectativas de inflação em relação à meta, tanto no curto prazo quanto no longo prazo – o Relatório Focus projeta inflação em 3,6% e 3,5% em 2026 e 2027, respectivamente – diminui o espaço para corte de juros. Assim, com os incômodos citados no comunicado e reforçados nas falas da maior parte dos membros do COPOM após a última reunião, e apesar de mantermos inalterado o nosso cenário benigno para inflação local, acreditamos que o espaço para um ciclo de cortes de juros mais profundo tenha diminuído, uma desvalorização adicional da taxa de câmbio seria um risco adicional para a possível continuidade do ciclo de cortes de juros.

Posicionamento

JUROS

Nos juros locais aumentamos marginalmente a posição aplicada no ano de 2025 e a tomada na inclinação 26/31. Mantivemos a posição de NTN-C.

MOEDAS

Montamos uma posição vendida em dólar americano contra euro e iene, e carregamos uma posição comprada em dólar americano contra real.

COMMODITIES

Aproveitamos o forte movimento do Ouro ao longo do mês e reduzimos a posição comprada. Gostamos da posição, com o questionamento cada vez maiores dos níveis de dívidas soberanas dos países desenvolvidos e os Bancos Centrais voltando a acumular reservas no metal. Devemos voltar a aumentar a posição ao longo do tempo.

RENDA VARIÁVEL

Nossa carteira de ações teve performance negativa no mês. Nosso maior destaque positivo foi uma posição de alfa short iniciada e encerrada no mês com 15% de ganho. Além disso, destacamos a performance positiva de Positivo Tecnologia e Energisa. Do lado negativo, destacamos Localiza, Renner, Prio e Bradesco, com quedas entre 9 e 13% no período, em parte influenciada por aceleração de resgates na indústria de gestão ativa.

Na nossa carteira comprada, trocamos nosso veículo (e elevamos exposição) no setor imobiliário, readquirindo um ativo que sofreu de forma excessiva e parece muito atrativo mesmo diante de cenário macro mais adverso vislumbrado. Também iniciamos uma nova posição no setor industrial e uma em shoppings, e aumentamos a exposição em saneamento. Em paralelo reduzimos uma posição de mineração, uma de varejo e uma de banco.

CRÉDITO

A carteira de crédito teve uma contribuição positiva, com destaques para as cotas Juniores dos FIDCs de precatórios e ações judiciais. As cotas dos FIDCs Santa Cruz e Venture Debt contribuíram negativamente. Mantivemos as mesmas exposições.

MERCADO DE ATUAÇÃO

Fundos	Juros	Commodities	Moedas	Renda Variável	Crédito Líquido	Crédito Estruturado	Títulos Públicos
Pinzon							
Iguana							
Albatroz							
Dragon							
Galapagos Frontier LB							
Evolution							
Galapagos Frontier FIA							

TABELA DE RENTABILIDADE

Fundos 555 ²	% 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\$)
Galapagos Pinzon FIRF Referenciado DI	0,8%	100%	4,4%	101%	10,57%	100%	07/07/2023	R\$ 348.504.118
Iguana FIRF Liquidez Top CP	0,9%	111%	5,32%	121%	37,7%	105%	24/10/2021	R\$ 168.008.769
Galapagos Albatroz	0,7%	87%	3,58%	82%	21,89%	96%	12/09/2022	R\$ 123.324.389
Galapagos Dragon FIC FIM CP	0,8%	104%	5,5%	126%	56,2%	144%	01/10/2020	R\$ 216.794.767
Galapagos Evolution FIC FIM CP	0,7%	94%	2,5%	58%	57,6%	143%	07/05/2020	R\$ 156.363.000

Fundos 555 ²	% no Mês	% no Ano	% em 12 meses	% em 24 meses	% em 36 meses	% Desde o Início	Data de Início	Patrimônio Atual (R\$)
Frontier LB FIC FIA	-2,8%	-6,5%	5,9%	7,8%	-3,7%	0,87%	31/03/2021	R\$ 6.127.254
Frontier FIC FIA ¹	-3,7%	-9,5%	7,00%	9,9%	-4,4%	90,9%	30/06/2018	R\$ 46.734.714
Ibovespa	-3,0%	-9,0%	10,7%	9,1%	-11,9%	-	-	-
Small Caps	-3,4%	-14,5%	-4,7%	-12,4%	-34,0%	-	-	-
IPCA + IMA-B5+	0,8%	-9,0%	9,6%	20,9%	42,1%	-	-	-

¹Apresentamos como histórico os dados do fundo Frontier Ações FIC FIA desde 30 de junho de 2018, data em que o gestor Rodrigo Fonseca iniciou a gestão do fundo sem equipe de investimentos antes da formação da Frontier Capital. 31 de dezembro de 2020 marca a entrada da equipe de investimentos da Frontier Capital e fundação da Frontier Capital, adquirida pela Galapagos em 31 de outubro de 2023. O fundo foi constituído originalmente como Vertra FIC FIA em 4 de outubro de 2013 e teve seu nome alterado para Frontier Long Only FIC FIA em 12 de julho de 2021 e para Frontier Ações FIC FIA em 30 de novembro de 2021.

²Data base: 31/05/2024

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. Rebouças, 3507
CEP 05401-400 - São Paulo/SP
Tel.: +55 11 98889-2518 / +55 11 3777-1029

Miami: 201 S Biscayne Blvd - Suite 1220
Miami FL 33131
Office: +1 (305) 504-6134

LinkedIn: /galapagos-capital/
Site: <https://galapagoscapital.com/>