Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

Nossos Temas de Investimento para 2024

Nesta carta, discutimos o que consideramos ser alguns dos temas de investimento mais importantes para a economia global em 2024, assim como seus impactos nos mercados emergentes. Identificamos cinco temas. O primeiro é a mudança dos principais bancos centrais de uma orientação de "mais alto por mais tempo" para uma "calibragem cuidadosa". O segundo é que, uma vez que se dê início aos cortes de juros nos mercados desenvolvidos, isso impulsionará os ciclos de flexibilização em algumas economias emergentes, e desencadeará a normalização das curvas de juros de forma abrangente. Também argumentamos que se o FED decidir iniciar seu ciclo de flexibilização no início do ano, os riscos de inflação aumentarão até o final de 2024-2025. O terceiro ponto é que o dólar se fortalecerá em relação a muitas moedas de mercados emergentes devido aos diferenciais de juros menores. Além disso, fatores idiossincráticos - econômicos e não econômicos - induzirão volatilidade adicional nas moedas de alguns países. A eleição presidencial nos EUA provavelmente trará volatilidade ao mercado de câmbio. O quarto ponto é que os problemas fiscais se agravarão nos mercados desenvolvidos, elevando os prêmios de prazo. Discutimos brevemente o tamanho do desafio para os EUA. E, quinto, teremos oportunidades divergentes nos mercados emergentes locais como resultado de muitos bancos centrais dando continuidade ou iniciando ciclos de corte de juros, enquanto outros precisarão pausar. Concluímos esta carta discutindo a perspectiva de curto prazo em alguns dos países que acompanhamos. Desejamos a todos os nossos leitores um ano de investimento bem-sucedido em 2024.

Um dos temas de investimento mais claros em 2024 será a mudança do mantra de "mais alto por mais tempo" de muitos bancos centrais para uma calibração "cuidadosa", o que significa que a taxa de juros será ajustada para pelo menos compensar a queda na inflação. Em alguns casos, os bancos centrais estarão em posição de se mover mais rapidamente em direção às taxas neutras, cortando as taxas mais rápido do que a queda da inflação permitiria, enquanto outros terão dificuldade em igualar os cortes de taxas à queda da inflação. Discutimos pela primeira vez esse tópico exatamente um ano atrás, quando argumentamos que o grau de restrição passiva aumentaria acentuadamente à medida que os aumentos de juros continuassem ou pausassem em um contexto de declínio da inflação. Em algum momento, essa dinâmica exigiria que os bancos centrais cortassem as taxas de juros para ajustar/calibrar seu grau de restrição à medida que a inflação se moderasse. Também observamos que a calibração da política monetária seria um tema-chave no final de 2023. Este tema persistirá e continuará a ser um tópico de investimento dominante ao longo de 2024.

Os ciclos de corte sempre vêm com o risco de se fazer muito ou fazer muito cedo. Para minimizar os riscos potenciais de uma reaceleração da inflação como resultado dos cortes de taxas de juros, acreditamos que duas condições precisam ser

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com

Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

atendidas. Primeiro, as expectativas de inflação de curto prazo (um a dois anos à frente) devem convergir convincentemente em direção à meta dentro do horizonte relevante. E segundo, tanto a inflação geral quanto a inflação subjacente devem estar diminuindo decisivamente. Argumentamos *ad nauseum* que a estabilidade das expectativas de inflação de longo prazo é em grande parte irrelevante, pois o impacto das decisões de política monetária ocorre dentro de um a dois anos e não a longo prazo. Neste momento, vemos uma clara divergência nas abordagens entre os bancos centrais em relação às condições necessárias para iniciar cortes de taxas ou recalibrar a política monetária. O FED surpreendeu o mercado em sua decisão de dezembro, quando apresentou uma trajetória de juros que eliminou um aumento de 25 pontos-base em 2023 e inseriu três cortes de 25 pontos-base em 2024, o que levaria sua taxa de juros para entre 4,5% e 4,75%. A tinta do comunicado mal havia secado quando Powell reconheceu que os cortes de taxas já estavam em discussão. O presidente sempre nos pareceu ser um líder que reflete a visão consensual por trás das decisões e raramente impõe suas próprias opiniões, ao contrário, por exemplo, de líderes anteriores como Yellen. Somos de certa forma céticos em relação as objeções à orientação *dovish* de alguns membros do conselho, porque não acreditamos que representem a visão consensual. Concordamos amplamente com as opiniões de Barkin, Williams e outros que acreditam que é muito cedo para falar sobre cortes de taxas. A realidade é que o consenso do conselho é *dovish* e pode nos surpreender com cortes de taxas mais cedo do que consideramos apropriado. Um ciclo prematuro de cortes de taxas nos EUA nos preocupa pelos seguintes motivos: as expectativas de inflação de curto prazo permanecem elevadas e a inflação núcleo de serviços ainda é bastante persistente, exacerbada pelo desequilíbrio persistente no mercado de trabalho e uma economia operando acima do potencial. As pesquisas da Universidade de Michigan e do Fed de Nova York para as expectativas de inflação de um ano à frente estão acima dos níveis pré-pandêmicos de 2-2,5%. A inflação anual de serviços (núcleo) medida pelo CPI estava em 5,5% em novembro, enquanto a medida PCE estava em 4,6% em outubro. Sem dúvida, a resolução da desorganização das cadeias de suprimentos contribuiu muito para a desaceleração da inflação. Mas a inflação de serviços, que tende a responder mais às condições da demanda doméstica, não está em níveis que permitiriam uma séria consideração de cortes de juros a curto prazo. O FED deveria começar sua campanha de calibragem e reduzir o grau de restrição mais tarde no ano, em nossa opinião. As próprias projeções do FED têm uma trajetória de cortes da taxa de juros real que vai de 2,6% no final de 2023 para 2,2% em 2024 e para 1,5% em 2025. Se a previsão do FED estiver correta e a inflação realmente cair para 2,4% em 2024, acreditamos que o grau de restrição poderia ser menor do que 2,2% este ano. Em nossa visão, poderia ser tão baixo quanto 1,8%. Portanto, estamos projetando 5 cortes de taxas em 2024, começando em junho, sob a premissa de que a inflação continuará a declinar de maneira mais sustentável, e que as expectativas convergirão para níveis mais próximos daqueles observados antes da pandemia e mais próximos à meta. Mas os riscos de reaceleração da inflação nos EUA não são pequenos, e acompanharemos isso de perto.

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com

Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

Isso nos leva ao segundo tema de investimento em 2024, qual seja, um ritmo potencialmente mais rápido de flexibilização nos mercados emergentes. Os bancos centrais da América Latina têm sido muito mais respeitosos com os princípios mencionados: tanto as expectativas em queda quanto a inflação em queda são condições necessárias para iniciar um ciclo de cortes de taxas. O Bacen, Banxico, BCCH e Banrep têm observado de perto as expectativas de inflação. Eles têm sido pacientes, permitindo que o efeito do aperto da política monetária reduza as expectativas de inflação. Agora, estão sendo recompensados com expectativas convergindo para a meta. No México, as expectativas de inflação de 12 meses estão em torno de 4%, abaixo do pico de 5,3% em outubro do ano passado. No Chile, as expectativas de inflação de 12 meses já estão na meta de 3%. Após atingir 6,1% em janeiro de 2023, na Colômbia, a média das expectativas de inflação entre 12 e 24 meses está agora em 4,7%. No Brasil, as expectativas de inflação de 1 ano à frente estão agora em 3,85%, se aproximando da meta. Em contraste, os bancos centrais da Polônia e da Hungria começaram a cortar as taxas de juros de forma agressiva antes que as expectativas se consolidassem em sua trajetória descendente. O banco central polonês enfrenta riscos crescentes de um ressurgimento da inflação, pois várias medidas para aliviar o impacto da crise sanitária, incluindo aquelas que reprimiram a inflação, estão sendo retiradas. Na Hungria, as expectativas de 12 meses continuam consistentemente em queda à medida que a inflação real continua a desacelerar acentuadamente. As expectativas estão agora em torno de 4%, resultando em uma robusta taxa real *ex-ante* acima de 6%. Em nossa opinião, as oportunidades no mercado de juros serão abundantes devido às diferentes velocidades nos ciclos de cortes e às mudanças nos diferenciais de juros em relação ao *benchmark* de várias taxas de juros nos mercados desenvolvidos. À medida que os ciclos de flexibilização amadureçam, a normalização das curvas de juros também surge como um subtema de investimento adicional.

O terceiro tema de investimento é o dólar americano. A medida ampla do dólar, o DXY, enfraqueceu cerca de 2% em 2023, concomitante ao aumento de juros de 100 pontos-base pelo Fed. Em 2024, o FED cortará, em nossa projeção, um total de 125 pontos-base. Com isso, acreditamos que o Brasil pode cortar 375 pontos-base, o Chile 375 pontos-base, a Colômbia 350 pontos-base, o México 200 pontos-base, a Hungria 400 pontos-base, e a Europa cortará em ritmo semelhante ao Fed. Os diferenciais de taxa, portanto, se comprimirão significativamente em 2024 e reverterão alguns dos ventos favoráveis por trás da força das moedas dos mercados emergentes do ano passado. E, em alguns casos, esses ventos favoráveis se transformarão em ventos contrários. Acreditamos que haverá uma tendência semelhante no euro em relação ao HUF e CZK, mas o PLN deve permanecer bem suportado porque vemos pouco espaço para o NBP cortar as taxas este ano. Também haverá fatores idiossincráticos impactando algumas moedas. Por exemplo, o México passará por eleições presidenciais em junho, e o novo governo herdará uma perspectiva desafiadora e a necessidade de corrigir os sérios problemas fiscais acumulados nos últimos seis anos. Acontecimentos na China terão um amplo impacto nas moedas emergentes, mas mais significativamente no Chile, já que suas exportações estão intimamente ligadas ao setor

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com

Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

imobiliário chinês. O Brasil será afetado pela demanda por commodities alimentares na China. As eleições de janeiro em Taiwan podem ter alguns efeitos colaterais nas relações entre os EUA e a China, o que pode afetar os mercados financeiros. Importante notar que os EUA terão uma eleição presidencial em novembro, provavelmente com efeitos importantes nos mercados de câmbio, especialmente se Trump for eleito. Se Trump for eleito, esperamos medidas retaliatórias generalizadas contra seus inimigos percebidos. Ele já anunciou que imporia tarifas de importação em larga escala e provavelmente tentaria retirar os EUA de acordos comerciais. Importante notar que, se ele se tornar presidente, Trump indicará o próximo presidente do FED até meados de 2026, quando termina o mandato de Powell. Os mercados de câmbio permanecerão sujeitos à elevada volatilidade, especialmente à medida que os diferenciais de juros diminuam ao longo do ano.

O quarto tema de investimento para 2024 foca na continuidade do estresse fiscal em geral, mas principalmente nos mercados desenvolvidos. Esperamos ver os mercados financeiros exibirem uma maior sensibilidade às irregularidades fiscais, semelhante ao que ocorreu no Reino Unido em 2022. A título de exemplo, consideremos a situação nos Estados Unidos. O país enfrenta uma perspectiva fiscal particularmente desafiadora, com uma relação dívida/PIB em 120%, e crescendo. O governo deveria adotar medidas para estabilizar essa relação. Como muitos autores observaram (por exemplo, em "Crescimento em tempos de dívida", Reinhart e Rogoff, AER, maio de 2020), uma relação dívida/PIB acima de certo limite eventualmente aumenta os custos de financiamento da economia, limitando seu potencial de crescimento. Para colocar o problema dos EUA em perspectiva, considere que o saldo primário vem apresentando um déficit de 3,3% nos últimos anos. Supondo um crescimento potencial de 1,9% e uma taxa real de financiamento de 2,2%, o governo dos EUA deveria gerar um superávit primário de cerca de 0,4% do PIB para estabilizar sua relação dívida/PIB em 120%. O ajuste necessário seria de cerca de 1 trilhão de dólares. Se nenhum aumento de impostos ocorrer, os gastos primários teriam que ser reduzidos em cerca de 17%. No entanto, nem todos os gastos primários nos EUA são discricionários, então o corte real de gastos seria equivalente a 58% dos gastos discricionários. Impossível. Se nada for feito, - e já estamos jogando na prorrogação - os custos de financiamento permanecerão elevados, afetando o investimento privado e aumentando a taxa de desemprego estável da economia. Muitos analistas, especialmente aqueles que analisam economias desenvolvidas, se confortam ao observar a diferença entre as taxas reais e o crescimento potencial. Concluem que se as taxas reais e o crescimento potencial forem iguais, não há com o que se preocupar. Isso é falso. A razão pela qual a economia dos EUA está nessa situação é porque implementou políticas fiscais irresponsáveis. Ignorar isso não resolverá o problema, pois a política fiscal terá que participar ativamente para corrigir o desequilíbrio. Em mercados emergentes, somos especialistas nisso. Entendemos que o fato de os EUA terem uma moeda de reserva mitiga a urgência do ajuste, mas ele precisa ocorrer. Um alerta que acreditamos ser válido: crises fiscais surgem do nada e geralmente é tarde demais para uma solução rápida. Acreditamos que os riscos de uma sacudida nos mercados induzida pelo desequilíbrio fiscal estão

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com

Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

aumentando deveriam ser precificados adequadamente em termos de prêmios de risco.

O que o estresse fiscal nos mercados desenvolvidos significa para o conjunto de oportunidades nos mercados emergentes? Este é o nosso quinto tema de investimento para 2024. Acreditamos que os cortes de juros do FED abrirão a porta para discussões acerca de cortes mais rápidos no Brasil e fortalecerão o BCCH para tentar atingir sua taxa neutra real revisada de 1% mais cedo do que tarde. Ao mesmo tempo, isso pode ajudar o Banxico e o Banrep a adotarem ciclos de flexibilização mais previsíveis, dada a perspectiva internacional favorável. Na Europa Oriental, as oportunidades são mais mistas. Lagarde observou em sua última coletiva de imprensa que a trajetória das taxas de juros incorporada em suas projeções era o precificado pelo mercado antes de novembro de 2023. Na época, o primeiro corte estava precificado para junho de 2024, totalizando cerca de 100 pontos-base para o ano. A preocupação do conselho permanece sendo a compensação salarial, que consideram estar acima do que é consistente com a meta de inflação. Na visão do BCE, a taxa de política monetária precisa permanecer em 4% por um tempo mais longo; eles já estão neste patamar há cerca de quatro meses. Acreditamos que o BCE cortará as taxas ao mesmo tempo que o FED, mas poderá agir mais cedo se a economia enfraquecer mais do que o esperado. Com esse pano de fundo, acreditamos que Hungria e República Tcheca estão em melhor posição para estender seus ciclos de flexibilização, enquanto a Polônia enfrentará sérias limitações. A África do Sul deve começar a cortar mais tarde. Também estamos acompanhando de perto os desenvolvimentos na Turquia e na Índia, onde algumas oportunidades podem surgir mais tarde no ano. A perspectiva para as moedas parece complexa porque a diferença de taxas entre países emergentes e desenvolvidos diminuirá. Embora a atratividade do carrego provavelmente permaneça alta na maior parte do ano, será menor do que nos últimos anos. Se as moedas emergentes enfraquecerem significativamente, isso pode limitar o potencial de alguns cortes de juros, mas não impedirá os bancos centrais de afrouxarem a postura monetária, em nossa opinião. Mercados e investidores buscarão o equilíbrio adequado entre juros e câmbio para configurar suas carteiras. Acreditamos que as oportunidades em juros ainda serão dominantes, pelo menos no primeiro semestre do ano.

Agora, uma breve palavra sobre as perspectivas de curto prazo nos mercados emergentes globais: o que estamos observando para o início de 2024? No México, esperamos que o Banxico inicie seu ciclo de flexibilização durante o primeiro trimestre para ajustar seu grau de restrição. A leitura mais recente da taxa real *ex-ante* está em 7,1%, seu nível histórico máximo. A recente mudança de postura do FED provavelmente dará espaço para o Banxico ter discussão mais substancial sobre cortes de taxa. No Brasil, continuamos a ver duas potenciais restrições ao afrouxamento monetário em 2024. Uma é o aumento da instabilidade global; a outra é a preocupação persistente com a trajetória fiscal do país. Considerando que a estimativa do Bacen para a taxa de juros real neutra é de 4,5%, o nível atual da taxa real *ex-ante* está bastante apertado. Em nossa visão, os níveis atuais de taxas nominais e reais permitem que o Bacen mantenha o ritmo de cortes de taxa (50 pontos-base) para as próximas decisões. Um cenário internacional mais

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com

Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

benigno - em linha com as últimas projeções do FOMC - e boas notícias na frente fiscal do Brasil poderiam ajudar o Bacen a acelerar o ritmo de cortes para 75 pontos-base e se aproximar da taxa terminal de 8%, de acordo com nossa previsão. Na Colômbia, o Banrep iniciou o ciclo de flexibilização, reduzindo a taxa de juros em 25 pontos-base, para 13,0%; no entanto, o governador Villar observou que a decisão não implicava o início de um ciclo de flexibilização. Revisamos para baixo nossa projeção para a taxa de juros ao final de 2024, para 9,5%, e mantemos a expectativa para a taxa terminal em 5,5% em 2025. No Chile, o BCCH reduziu os juros em 75 pontos-base em sua última decisão, encerrando o ano em 8,25%. A principal razão para a aceleração no ritmo de flexibilização parece ter sido a reversão do aperto global nas condições financeiras e a apreciação da moeda. O conselho espera atingir a meta de inflação no segundo semestre de 2024. Com um crescimento abaixo do potencial e expectativas de inflação ancoradas, vemos espaço amplo para o BCCH prosseguir com seu ciclo de flexibilização. Na Hungria, esperamos que o NBH continue a flexibilizar a política a um ritmo de 75 pontos-base por reunião. Com a inflação anual de um dígito e em declínio, o banco central tem espaço amplo para afrouxar, especialmente se o BCE iniciar seu ciclo de flexibilização mais cedo. A moeda provavelmente continuará bem suportada devido ao carrego atrativo e ao progresso no financiamento da UE. Na Polônia, vemos o NBP parado durante pelo menos o primeiro trimestre. A taxa de juros *ex-post* se tornou negativa, e a taxa *ex-ante* ainda é acomodatícia. A eliminação gradual das medidas de "proteção contra a inflação" terá um efeito adverso na inflação durante o segundo trimestre e pode abrir o debate para elevações de taxa, na nossa visão. Tentativas parlamentares de acusar o governador Glapinski de contravenções criarão mais tensões com o conselho do banco central e tornarão a implementação da política monetária menos transparente.

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com

Nota Mensal – Galapagos Capital

Janeiro 2024

Disclaimer

A presente Nota Macroeconômica ("Nota") foi elaborada pelo economista-chefe da Galapagos Capital Investimentos e Participações ("Galapagos") e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Galapagos destaca que a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

A Galapagos também destaca que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, a Galapagos não apresenta nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A Galapagos não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a Galapagos e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A Galapagos informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas.

Jaime Valdivia
Economista Chefe
jaime.valdivia@galapagoscapital.com

Tatiana Pinheiro
Economista Brasil
tatiana.pinheiro@galapagoscapital.com

Rodrigo Jafet
Economista
rodrigo.jafet@galapagoscapital.com