

Relatório de Gestão

Maio de 2024

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em maio, o Gap Absoluto apresentou um resultado de -0,53%, acumulando -3,47% no ano.

A principal contribuição positiva no mês veio da carteira de commodities, com destaque para a posição comprada em mineradoras de urânio. As perdas foram concentradas em posições compradas em Brasil, que foram acrescentadas ao longo do mês através de posições compradas na moeda e em renda variável.

Após algum tempo sem posição direcional relevante, voltamos a alocar risco em Brasil. Entendemos que os movimentos nos preços dos ativos são exagerados, apesar do ambiente político mais conturbado.

No mercado internacional, tivemos poucas mudanças de cenário e aproveitamos essa comunicação para debater nossa visão sobre o mercado de trabalho americano. Para nós, é um trigger importante para o consumo e consequentemente para a política monetária adotada pelo Fed.

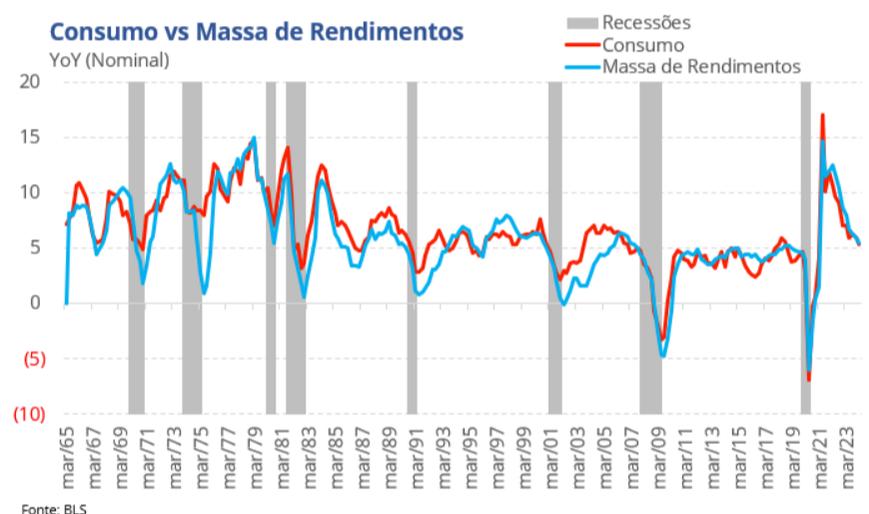
Mercado de trabalho americano

Há quem afirme que o motor da economia global reside no consumidor americano, e com razão. Afinal, o consumo representa aproximadamente 68% da maior economia do mundo. Compreender os fatores que impulsionam o consumo é uma tarefa contínua e uma das variáveis que estamos constantemente buscando antecipar para inferir tendências macroeconômicas futuras.

Nossos estudos indicam que o principal indicador do desempenho do consumo é a massa salarial. A massa é a soma dos rendimentos auferidos pelos trabalhadores¹. A correlação com o desempenho em si do consumo é bastante elevada. Embora a acumulação de riqueza da população, através por exemplo de imóveis e do mercado acionário, também seja uma variável importante, nossa pesquisa demonstra que a massa tem um peso maior nas decisões dos consumidores do que o patrimônio em si. Apesar da notável alta da bolsa americana nos últimos tempos é importante notar que as ações são predominantemente detidas pelas camadas mais ricas e menos pelas camadas mais desfavorecidas.

Além disso, a massa salarial está intrinsecamente ligada à condição do mercado de trabalho dos Estados Unidos, sendo esta uma variável essencial para prever o consumo futuro como demonstra o gráfico 1.

Gráfico 1:



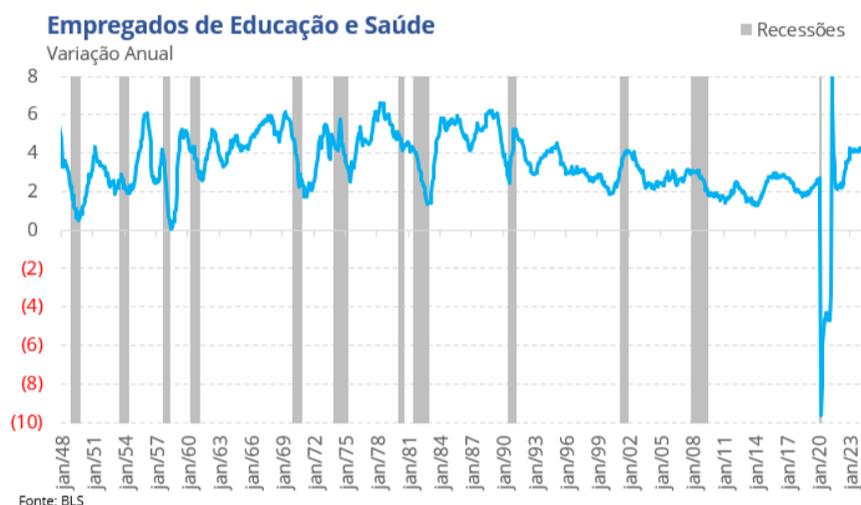
Nos últimos meses, temos nos dedicado a compreender a verdadeira dinâmica do mercado de trabalho americano. Frequentemente, descobrimos que mergulhar nos mínimos detalhes dos dados nem sempre é benéfico. O cerne do nosso trabalho muitas vezes envolve distinguir entre o que é apenas ruído e o que é uma tendência real. Com esse objetivo, nosso estudo do mercado de trabalho visa discernir os elementos essenciais das distrações periféricas para antecipar tendências futuras.

Diversos setores foram severamente impactados pela Covid-19 e apenas recentemente conseguiram retomar os patamares anteriores à pandemia. O setor de lazer e hospitalidade, predominantemente composto por empregados de restaurantes, garçons, hotéis e recreação, só agora alcançou os níveis de emprego de fevereiro de 2020, com aproximadamente 17 milhões de trabalhadores (ou 12,5% do total de empregos privados). A recuperação da tendência pré-pandemia neste setor parece improvável para nós. As mudanças sociais desencadeadas pela pandemia, como o aumento do trabalho remoto nos Estados Unidos, tiveram um impacto negativo nos restaurantes, sugerindo uma

¹ Tecnicamente o resultado da multiplicação do salário médio por hora trabalhada x horas trabalhadas x número de trabalhadores.

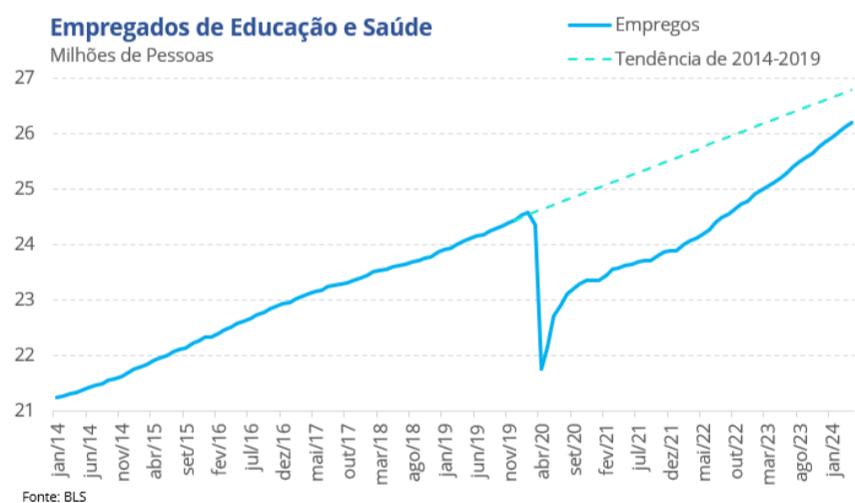
transformação estrutural no setor. Em contraste, outros setores estão se alinhando rapidamente com as tendências pré-Covid. Um exemplo notável é o dos setores de educação e saúde, que atualmente empregam mais de 26 milhões de trabalhadores (ou 19,4% dos empregos privados). Estes setores geralmente resistem melhor às recessões históricas nos Estados Unidos como podemos ver no gráfico 2.

Gráfico 2:



De fato, o aumento dos gastos com educação e saúde é uma tendência global de longo prazo que tem demandado um número crescente de trabalhadores. No entanto, com o setor de educação e saúde se aproximando das tendências pré-pandêmicas (gráfico 3), acreditamos que o ritmo acelerado de criação de empregos observado nos últimos trimestres deve diminuir.

Gráfico 3:



Os empregos providos pelo setor público — incluindo esferas Estadual, Local e Federal — que somam aproximadamente 23 milhões de trabalhadores (15% do total de empregos) têm mostrado uma performance robusta

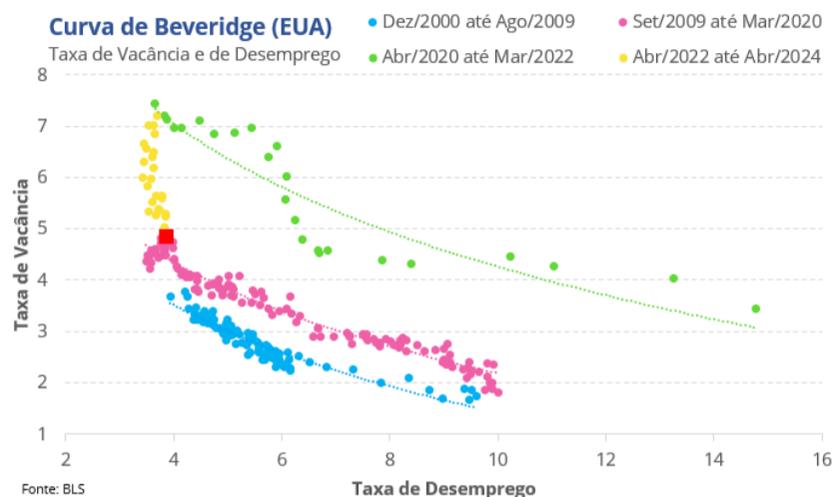
nos últimos meses, contribuindo significativamente para a criação de empregos na economia americana. No entanto, acreditamos que tal desempenho não se sustentará à frente, tendo em vista a redução dos gastos governamentais após os substanciais estímulos fiscais implementados em resposta à Covid-19. **Em resumo, nossa análise sugere que diversos setores que lideraram o aumento do emprego nos Estados Unidos nos últimos meses ou trimestres estão propensos a uma desaceleração iminente.**

A curva de Beveridge é reconhecida por ilustrar a dinâmica entre a oferta de empregos e a taxa de desemprego em uma economia². Historicamente, essa relação tem sido consistente, sugerindo que um aumento nas vagas disponíveis leva a uma redução no desemprego, e vice-versa. No contexto pós-pandêmico, os Estados Unidos experimentaram um número anormalmente alto de vagas de emprego, desafiando os padrões históricos. Muitos analistas³ previram que seria possível diminuir essas vagas sem impactar significativamente a taxa de desemprego, o que se confirmou. Atualmente, a taxa de vacância ajustou-se a níveis mais alinhados com a média histórica. Como podemos ver no gráfico 4, o último ponto disponível (quadrado vermelho), de abril, indica uma taxa de vacância de 4,8%, uma queda considerável em comparação com os 7,4% de março de 2022. Naquele momento, havia aproximadamente 12 milhões de vagas em aberto, contra 6 milhões de desempregados, criando pressões inflacionárias. Desde então, o número de vagas reduziu para cerca de 8 milhões, enquanto o número de desempregados aumentou ligeiramente para 6,5 milhões. Com a taxa de vacância atual, qualquer enfraquecimento adicional no mercado de trabalho pode começar a elevar a taxa de desemprego de maneira mais acentuada. Se isso ocorrer, é provável que o consumo e a economia desacelerem, o que poderia levar o Federal Reserve (FED) e outros bancos centrais globais a considerarem uma política monetária mais frouxa.

²Tecnicamente a taxa de desemprego é o número de desempregados/força de trabalho, onde a força de trabalho é a soma de empregados com desempregados. A taxa de vacância é medida pela quantidade de vagas em aberto de uma economia pela divisão da soma de empregados com a quantidade de vagas em aberto.

³Em especial o diretor do FED Christopher Waller: Figura and Waller (2022). "What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 29, 2022. Waller (2024). "Almost as Good as It Gets...But Will It Last?".

Gráfico 4:



Brasil

No Brasil, observamos ao longo do mês de maio uma continuidade da underperformance em praticamente todos os ativos de risco. De janeiro até maio, o real acumulou uma depreciação de cerca de 8%, contrastando com uma média de 1,5% entre seus pares latino-americanos (México, Chile e Colômbia). Os juros de 5 anos acumularam uma alta de +155 bps, em comparação com uma média de +70 bps nos peers latino-americanos e uma alta de +65 bps nos juros dos EUA. Além disso, o EWZ apresentou uma queda de -15%, contrastando com uma alta de 4% no índice MSCI de mercados emergentes.

Gráfico 5:

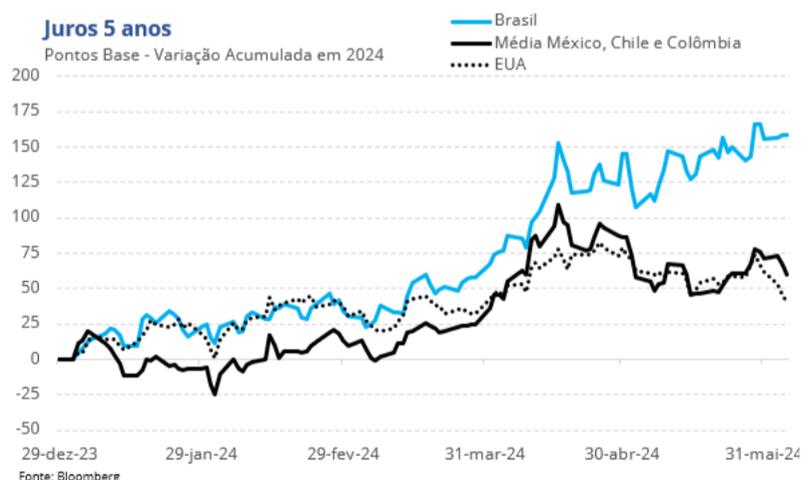


Gráfico 6:

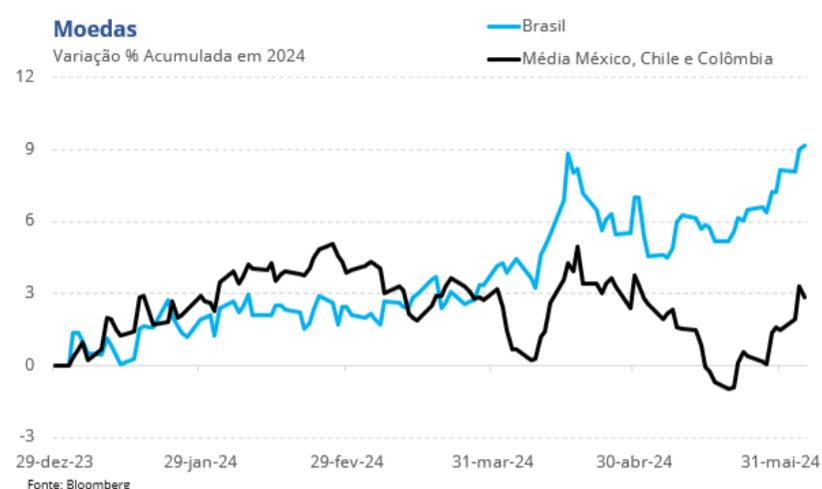
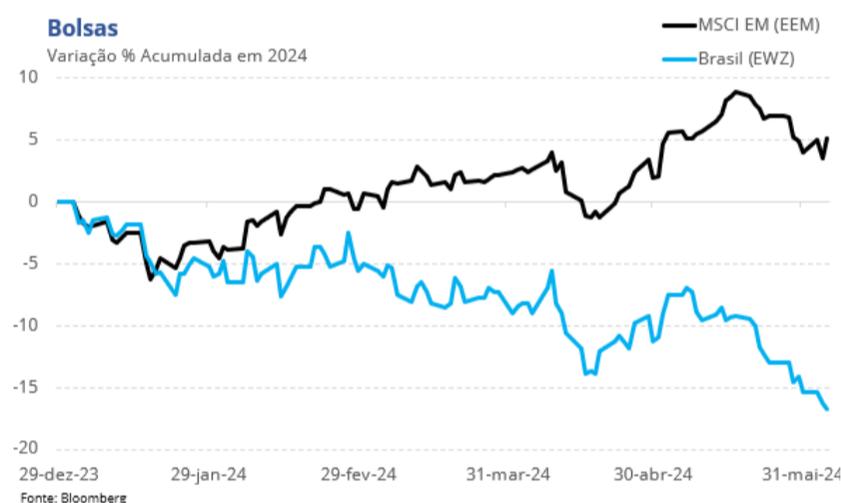


Gráfico 7:



Essa deterioração relativa nos ativos brasileiros, a nosso ver, teve início com as incertezas em torno da política econômica e fiscal. Intervenções na Petrobrás, culminando na substituição do presidente da empresa, alterações nas metas fiscais e, mais recentemente, o dissenso na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), foram os principais eventos que contribuíram para a desconfiança dos investidores.

Reconhecemos que o ambiente político sofreu alguma degradação nos últimos meses. Contudo, temos nos dedicado a avaliar se, olhando para frente, essas incertezas tenderão a arrefecer ou se intensificar. Além disso, é crucial determinar se houve uma mudança de paradigma que justifique o significativo aumento dos prêmios de risco dos ativos brasileiros de modo geral.

Nossa perspectiva em relação às principais variáveis macroeconômicas permaneceu relativamente inalterada. Continuamos a vislumbrar um crescimento econômico

robusto, impulsionado a curto prazo por estímulos pontuais (como os precatórios), mas sustentado por uma tendência subjacente sólida. Embora o mercado de trabalho continue a surpreender positivamente, os salários ainda não indicam, pelo menos por enquanto, uma transmissão clara para a inflação de serviços. A inflação atual permanece relativamente benigna, com os núcleos em torno da meta, e observamos, na margem, algum alívio das pressões sobre os serviços. Embora possamos esperar algum impacto das enchentes no Rio Grande do Sul sobre os preços dos alimentos, outros grupos, como energia e combustíveis, permanecem sem pressões significativas.

Em contraste, observamos atualmente o mercado e os analistas projetando uma taxa Selic terminal significativamente acima do que era esperado no início do ano. A mediana das projeções do mercado para a Selic de 2024 subiu de 9,0% no início do ano para 10,25%, e já há muitas instituições trabalhando com 10,50%. O mercado atualmente precifica um aumento de aproximadamente +100 pontos-base até o final de 2025. Como explicar essa discrepância entre um cenário macroeconômico relativamente estável e uma mudança tão substancial na percepção da política monetária? A resposta reside na reunião do Copom de maio, que evidenciou uma divisão bastante explícita entre os membros indicados pelo governo anterior e o atual. Embora os membros dissidentes tenham atribuído o desacordo a questões técnicas e reiterado o compromisso com a meta de inflação em declarações subsequentes, não conseguiram dissipar a percepção de um comitê polarizado e, consequentemente, de um processo sucessório bastante tumultuado. Com as expectativas subindo após o evento, o Copom ficou com as mãos atadas e terá pouca escolha além de manter a taxa de juros em dois dígitos. Como isso afetará o cenário político e a sucessão na presidência do Banco Central é algo que ainda não está claro, mas certamente contribuiu para manter os prêmios de risco elevados.

Ao avaliar os sinais emitidos pelo governo como um todo, percebemos alguns recuos que, até o momento, têm sido subestimados pelo mercado. O possível futuro presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo, tem sinalizado maior disposição em buscar o consenso no Copom. Apesar de todo o ruído, a Petrobrás deverá pagar a totalidade dos dividendos extraordinários. Surpreendido pela má repercussão da mudança das metas fiscais, o Ministério da Fazenda demonstra um renovado entusiasmo por sua agenda de consolidação fiscal, com a apresentação de novas medidas de receitas e o início da construção de uma narrativa para alterar os pisos

constitucionais. Embora permaneçamos céticos quanto à possibilidade de avanço de medidas relevantes em termos de despesas, o fato de o Ministério da Fazenda parecer minimamente disposto a enfrentar tabus históricos é um bom sinal. As liberações de verbas para a reconstrução do Rio Grande do Sul têm se mantido, até o momento, contidas. Além disso, há indicações de que o decreto da meta de inflação pode ser publicado em breve, o que ajudaria a dissipar alguns dos temores mais extremos sobre uma mudança na política econômica.

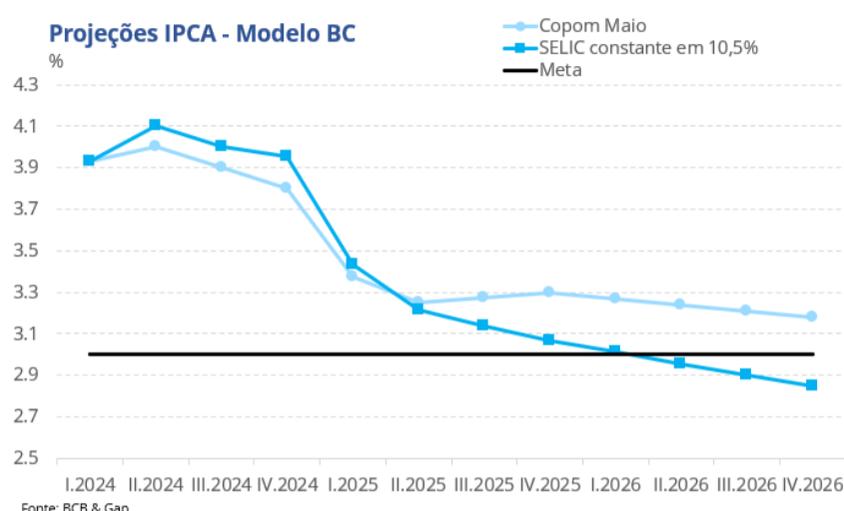
Destacamos ainda que a arrecadação federal tem surpreendido positivamente este ano, e possivelmente por fatores recorrentes e que tendem a se perpetuar no futuro. O cumprimento da meta de déficit zero era algo praticamente impossível há alguns meses e hoje é uma possibilidade concreta. A nossa projeção para o primário de 2024 está em -R\$ 50 bilhões e pode ficar bem próxima da banda inferior da meta (R\$ 28 bilhões) com novas medidas anunciadas ou algum controle de gastos na boca do caixa. Obviamente, excluimos da conta os gastos com o Rio Grande do Sul. A nosso ver, tais gastos têm se mantido numa proporção adequada ao tamanho da tragédia econômica e humanitária, e não deveriam afetar relevantemente a percepção de risco fiscal do país.

Em suma, entendemos que as mudanças no cenário não justificam a piora relativa dos ativos brasileiros, ao menos não na magnitude observada. E, olhando para frente, enxergamos uma redução potencial dos ruídos em torno da política econômica.

Considerações finais

Dado o exposto acima, no mercado brasileiro visualizamos uma perspectiva favorável para uma compressão dos prêmios nos ativos brasileiros nos próximos meses. Essa visão tem sido refletida em nossas posições em juros nominais e reais, bem como no aumento da exposição em bolsa. No mercado de juros nominais, vislumbramos potencial para uma redução da taxa Selic para cerca de 9,0%-9,50%, embora possa não ocorrer no curto prazo devido à deterioração das expectativas. No entanto, é provável que essa queda se concretize no segundo semestre desse ano e/ou ao longo de 2025, à medida que o horizonte da política monetária se estenda para 2026. Como pode ser observado no gráfico 8, a manutenção da Selic em 10,5% levará as projeções do modelo do Banco Central para baixo da meta de 3%.

Gráfico 8:



Quanto aos juros reais, o atual patamar de 6,2% das NTN-Bs nos parece atrativo, considerando o histórico brasileiro de juros reais realizados, a percepção de menor risco fiscal na margem e a expectativa de uma composição mais dovish do Copom a partir de 2025.

No mercado de ações, incrementamos nossa posição direcional em uma carteira composta por bancos, distribuidoras de energia elétrica e empresas voltadas ao mercado interno, como as dos setores de saúde, shoppings e ferrovias. Acreditamos que atualmente existem boas oportunidades de investimento em empresas de qualidade no mercado local, especialmente considerando a intensa venda por parte de investidores estrangeiros, o que gerou oportunidades assimétricas. Seleccionamos empresas que apresentam um bom momento operacional, evidenciado pela melhoria de volume e/ou expansão de margem, além de um alto retorno sobre o patrimônio (ROE), boa governança e um histórico sólido, aliado a um valuation atrativo, com um P/E 25 significativamente abaixo do considerado justo. Destacamos algumas dessas empresas, como EQTL3, ITUB4 e RENT3, que julgamos estar negociando em condições favoráveis.

No mercado externo, continuamos a preferir posições aplicadas na Europa em detrimento dos Estados Unidos. Conforme abordamos na carta do mês anterior, o BCE deve iniciar seu ciclo de corte de juros com uma redução de 25bps para 3,75% na taxa de juros no início de junho. Nos últimos meses, esse movimento antecipado levantou dúvidas sobre a segurança dessa ação sem um corte correspondente por parte do Federal Reserve (FED) dos EUA. No entanto, a visão predominante, com a qual concordamos, é que a política monetária deve ser adaptada às condições macroeconômicas locais de cada país ou região. A Europa, em

particular, tem mostrado um crescimento econômico mais lento em comparação com os Estados Unidos como já mencionamos em nossa carta de abril. Além disso, o euro não sofreu depreciação, o que poderia levar a um aumento da inflação devido ao repasse cambial. Curiosamente, nas semanas que antecederam o esperado corte do BCE, o euro valorizou-se. Dessa forma, decidimos por encerrar nossas posições táticas compradas no dólar. Essas posições serviram como proteção para nossas posições aplicadas em juros, mas mantemos a perspectiva de que o dólar está em uma trajetória de longo prazo de desvalorização, considerando seus níveis atuais elevados.

Toda a equipe Gap permanece à disposição.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	maio/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses*
Juros Internacional	0,08%	-4,70%	-3,33%	-5,55%	5,11%	6,95%	8,70%
Juros Nacional	0,14%	-0,96%	0,43%	-0,43%	4,93%	5,97%	19,46%
Bolsa Internacional	0,03%	0,75%	-0,40%	1,91%	10,98%	13,15%	17,64%
Bolsa Brasil	-1,09%	-1,79%	-6,96%	-9,01%	-14,92%	-14,33%	-15,76%
BRL	-0,57%	-2,25%	-1,69%	-8,35%	-9,19%	-8,57%	-7,54%
Moedas	-0,21%	0,54%	-0,11%	1,35%	2,53%	3,29%	4,22%
Commodities	0,45%	1,42%	0,85%	0,53%	1,66%	1,74%	1,88%
CDI	0,83%	4,40%	12,01%	27,10%	37,14%	40,12%	46,97%
Despesas	-0,19%	-0,88%	-2,10%	-3,31%	-8,78%	-11,64%	-15,63%
Resultado Líquido	-0,53%	-3,47%	-1,31%	4,23%	29,45%	36,69%	59,94%

*Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO XP SEGUROS IQ FIC FIM

Estratégia	maio/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Juros Internacional	0,06%	-4,75%	-3,42%	-5,68%	4,83%	6,41%
Juros Nacional	0,12%	-0,98%	0,36%	-0,46%	4,83%	5,65%
Bolsa Internacional	0,03%	0,77%	-0,41%	1,75%	10,67%	12,34%
Bolsa Brasil	-1,05%	-1,91%	-7,21%	-9,26%	-15,51%	-14,47%
BRL	-0,58%	-2,42%	-1,87%	-8,54%	-9,39%	-10,67%
Moedas	-0,21%	0,53%	-0,15%	1,25%	2,35%	2,77%
Commodities	0,45%	1,41%	0,81%	0,43%	1,47%	1,32%
CDI	0,83%	4,40%	12,01%	27,10%	37,14%	40,04%
Despesas	-0,18%	-0,86%	-2,09%	-3,53%	-9,18%	-11,84%
Resultado Líquido	-0,52%	-3,81%	-1,97%	3,06%	27,20%	31,56%

*Data de início: 05/06/2020