

Relatório de Gestão

Julho de 2024

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em julho, o Gap Absoluto apresentou um resultado de 1,49%, acumulando -3,45% no ano.

As principais contribuições positivas vieram do book de juros, tanto local quanto offshore (EUA e Reino Unido). Além disso, posições relativas na bolsa brasileira também contribuíram para o resultado positivo. Por outro lado, posições compradas no Real contra o Dólar, posições compradas em mineradoras de urânio e posições táticas vendidas em bolsas internacionais foram detratadoras de performance.

Ao longo dessa carta discorreremos sobre nossas análises sobre os temas que tem sido amplamente debatidos como o início de corte de juros no Fed e situação fiscal brasileira.

O ciclo de corte de juros do FED

Estamos finalmente nos aproximando do início do ciclo de cortes de juros pelo FED (Banco Central americano). Nos últimos dias de julho, a narrativa do mercado mudou drasticamente, focando agora na possibilidade de uma desaceleração econômica mais acentuada nos EUA e uma potencial recessão. O que causou essa mudança tão rápida na percepção do mercado? Até quando e com que rapidez o FED poderá reduzir os juros nos próximos trimestres?

Nossa convicção de que o ciclo de cortes de juros será iniciado é grande, especialmente devido às últimas notícias sobre emprego e aos melhores números de inflação, com destaque para os serviços. Na nossa carta de abril, mencionamos que a “situação inflacionária atual não é tão alarmante quanto no início de 2024, mas também não é tão otimista quanto os indicadores do final de 2023 sugeriam”. Essa visão se mostrou correta, como podemos ver no gráfico 1. Com um juro real elevado, acima da taxa neutra, e um mercado de trabalho equilibrado, finalmente o FED deverá iniciar os cortes em setembro. A dúvida permanece quanto à magnitude desses cortes.

Responder à segunda pergunta da nossa carta é uma tarefa mais árdua, mas, sem delongas, nossa estimativa atual é de que a taxa de juros americana possa encerrar o ano de 2025 em um patamar próximo a 3%, comparado ao nível atual de 5,3%. Algumas considerações precisam ser feitas. Se a economia americana entrar em recessão, o que ainda não é

nosso cenário base, essa taxa poderia ser significativamente mais baixa do que 3%. Prever uma recessão em tempo real nunca foi uma tarefa fácil, e desta vez não é diferente. No gráfico 2, atualizamos uma relação que já expusemos na carta de maio. Como podemos ver, o aumento do número de desempregados na economia americana já é significativo e, no passado, foi consistente com recessões. Outro sinal de alerta no mercado de trabalho americano são os aumentos consecutivos na taxa de desemprego. De fato, a alta para 4,25% na taxa de desemprego, em comparação com o ponto mais baixo deste ciclo de 3,45% em janeiro de 2023, já é significativa e historicamente consistente com recessões. Vale lembrar que em junho, menos de dois meses atrás, o FED previa que a taxa de desemprego encerraria o ano em 4,0%, e já estamos acima desse patamar. Com grandes erros em previsões relativamente curtas de variáveis importantes, faz sentido esperar um ciclo lento nas taxas de juros? Há uma chance razoável de o FED optar por reduzir rapidamente as taxas de juros para conter essa desaceleração econômica dos últimos meses. Diferentemente de outros países, o mandato do FED é dual, com o objetivo de máximo emprego com estabilidade de preços. Com os dados de mercado de trabalho em sinal alaranjado, o foco do mandato passa a ser o emprego, mesmo que a inflação, neste momento, ainda não esteja em 2,0%. Esperar uma desaceleração maior de salários e preços seria natural caso a deterioração do mercado de trabalho persista. Nada é mais assustador para o FED do que uma potencial recessão, e as defasagens da política monetária são importantes.

Gráfico 1:

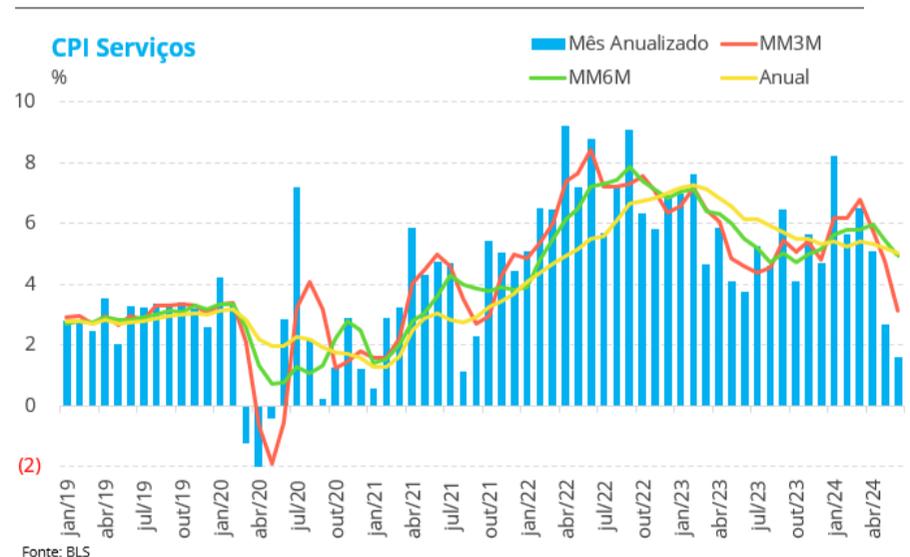
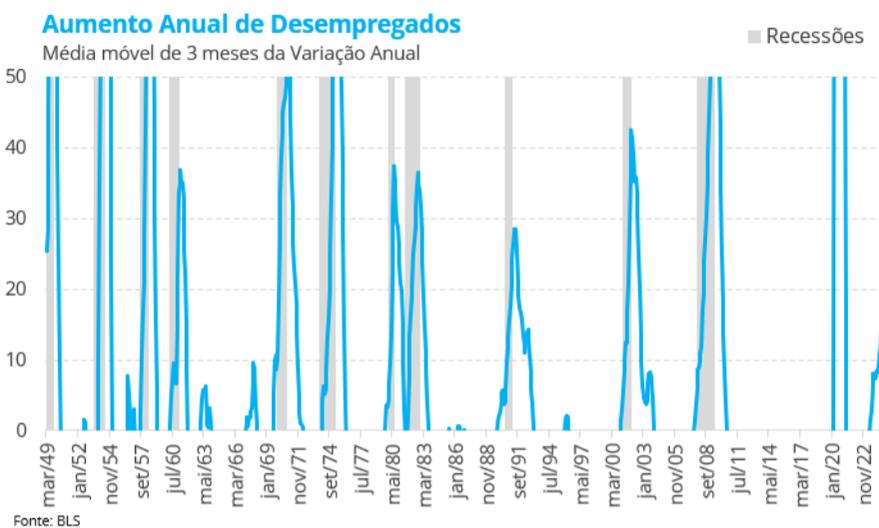


Gráfico 2:



É sempre válido lembrar que, ainda em 2007, em agosto, o FED realizou uma reunião emergencial, seguida por várias outras, como em janeiro de 2008, antes da quebra do Bear Stearns. Em abril de 2008, o FED havia reduzido a taxa de juros para 2%, comparado a 5,25% no topo do ciclo, e isso não foi suficiente para evitar uma recessão maior e a quebra do Lehman Brothers em setembro. Não estamos dizendo que a situação econômica atual é igual à de 2008. Citamos esses episódios como lembretes de que o BC americano pode, sim, reduzir de forma rápida e significativa as taxas de juros, mesmo que isso represente uma mudança rápida no cenário visto há poucas semanas e nos *guidances* anteriores. Também é um lembrete de que a política monetária tem limites e não faz milagres. Quando a economia apresenta uma desaceleração mais profunda e um ciclo vicioso se instala, mesmo grandes quedas nas taxas de juros são incapazes de conter a queda.

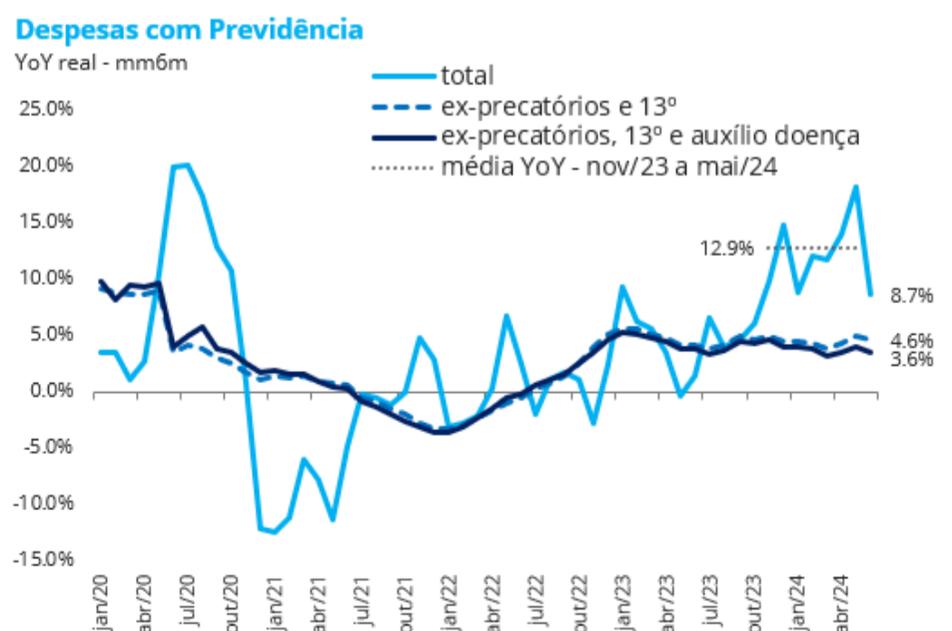
As políticas econômicas do novo governo também são uma variável chave e importante. Se a economia americana tem mostrado uma resiliência muito maior do que todos esperavam nos últimos anos, em grande parte devido aos estímulos fiscais, é natural mencionar essa variável como uma fonte de incerteza para 2025. Recentemente, esperava-se que a disputa presidencial seria entre o atual presidente Biden e o ex-presidente Trump. Agora, tudo indica que a disputa será entre a atual vice-presidente Harris e Trump. Vemos uma pequena vantagem para o ex-presidente Trump, mas em se tratando de política nada está garantido e alguns meses são uma eternidade. Em cartas futuras, escreveremos sobre a eleição e as diferenças nas políticas dos dois candidatos. Vale lembrar que a composição do Congresso é de suma importância, não apenas a disputa presidencial.

Brasil

Fiscal: situação desafiadora, mas sem descontrol

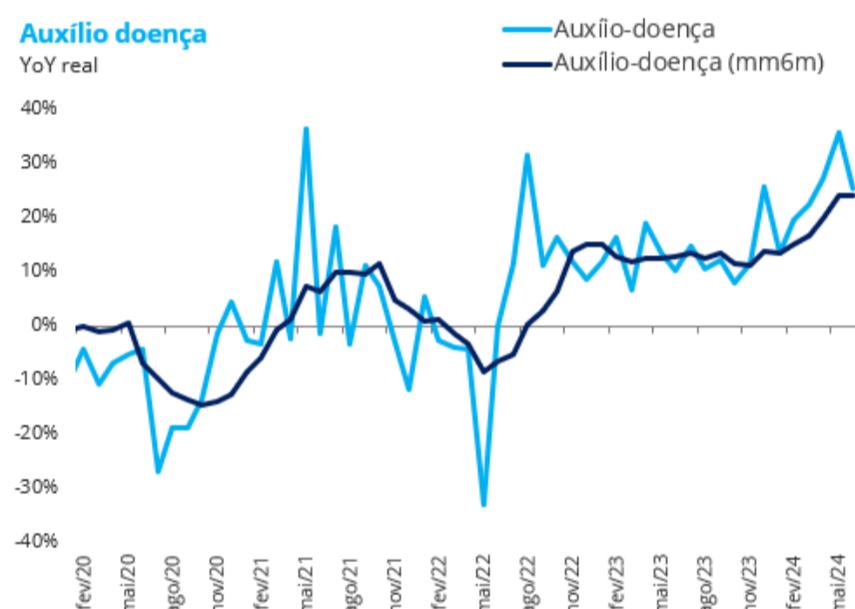
O mau humor do mercado em relação à política fiscal segue elevado. Ao longo do mês tivemos um corte de gastos da ordem de R\$ 15 bilhões (bloqueio + contingenciamento) e um procedimento inédito por parte do governo de limitar os empenhos dos gastos discricionários até o final do ano. O objetivo é manter uma gordura caso cortes adicionais se mostrem necessários (acreditamos que serão). No entanto, essas duas ações tiveram pouco impacto nas expectativas dos agentes, que continuam bastante pessimistas. Como temos argumentado nas últimas cartas, temos uma visão mais construtiva que o consenso para o problema fiscal. Embora reconhecendo que existem desafios importantes, não vemos um descontrol de gastos ou um risco iminente de abandono do arcabouço. Nesta seção, mostraremos algumas aberturas do gasto para argumentar que há muita “poluição” nos dados em função de fatores não-recorrentes, algo que se dissipará nos próximos meses. O nosso foco é no gasto previdenciário, que responde por quase metade do total de despesas. Uma narrativa comum no mercado é analisar a taxa de crescimento do gasto previdenciário no acumulado do ano e argumentar que, dado o forte crescimento desta rubrica, é pouco provável que o limite de despesas do arcabouço seja cumprido. Ou que seria necessária imediatamente uma nova reforma da previdência. Usando os dados disponíveis no Siga Brasil, expurgamos dos gastos com previdência as parcelas relativas a precatórios, pagamentos do 13º e auxílio-doença. Como pode ser visto no gráfico abaixo, o crescimento dos benefícios previdenciários registrou uma média de 12,9% real entre novembro de 2023 e maio de 2024. Na ponta, registra um crescimento de 8,7% real.

Gráfico 3:



No entanto, boa parte desse crescimento se deve ao pagamento de precatórios e a mudanças nos fluxos de pagamento do 13º, que este ano foram novamente antecipados. Descontando esses dois fatores, chegamos a um crescimento dos benefícios previdenciários bem menor, de 4,6% real. Há ainda um outro fator que tem pressionado a previdência, o gasto com auxílio-doença. Em função da implementação do Atestmed, uma plataforma digital de análise de atestados médicos, a concessão de auxílio-doença registra um forte crescimento no primeiro semestre do ano. O argumento dos técnicos do governo é que esse crescimento se deve ao encurtamento da fila e dos prazos de concessão, e deveria arrefecer nos próximos meses.

Gráfico 4:



Fonte: SIGA Brasil. Elaboração Gap asset.

Expurgando também os gastos com auxílio-doença, chegamos a um ritmo de crescimento real de 3,6% dos benefícios previdenciários propriamente ditos (aposentadorias e pensões) nos primeiros 6 meses do ano. Levando em conta que a indexação ao salário-mínimo contrata um reajuste real ao redor de 1,8%¹, temos um crescimento vegetativo ao redor de 1,8% nos benefícios previdenciários, um patamar próximo ao que foi vislumbrado com a reforma da previdência e que está longe de um descontrole que justifique a mudança do arcabouço neste ano. Não queremos de forma alguma negar que haja um problema com o crescimento forte de algumas despesas obrigatórias. De fato, as taxas de crescimento das despesas com auxílio-doença e BPC têm sido bastante elevadas e exigem medidas de contenção por parte do poder público. O ponto aqui é apenas evidenciar como fatores não-recorrentes têm contribuído para uma narrativa de descontrole do gasto previdenciário como um todo que não se observa na prática. Em nossa visão, o

auxílio-doença e no BPC, e entendemos que são bem-vindas as iniciativas do governo em coibir abusos nessas duas rubricas.

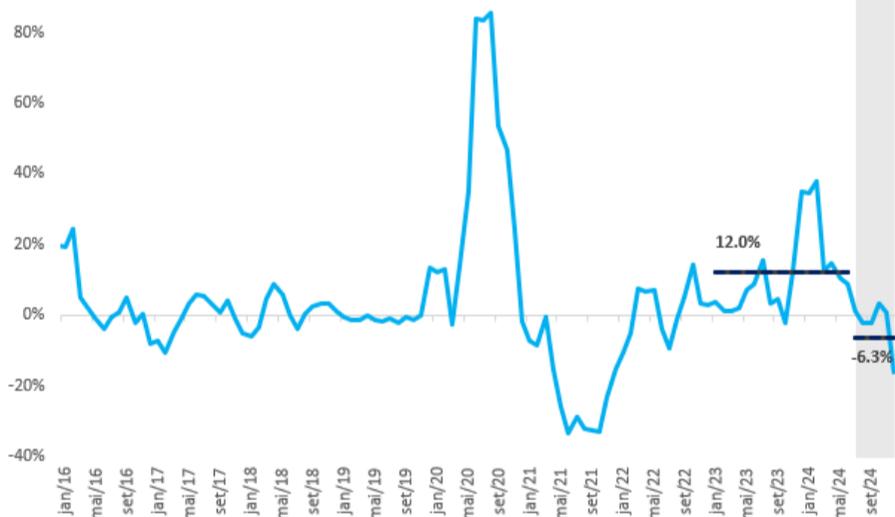
Do ponto de vista do cumprimento do arcabouço, nossas projeções indicam a necessidade de um novo bloqueio, da ordem de 15 bilhões, para corrigir a subestimação de gastos previdenciários. Caso as medidas de pente-fino consigam produzir algum efeito já nesse ano, a necessidade de corte naturalmente fica menor. Acreditamos que o governo adotará as medidas necessárias para o cumprimento dos limites do arcabouço e da meta de primário. Víamos um risco maior de descumprimento no início do ano, quando ainda havia bastante incerteza sobre as receitas e o mercado parecia relativamente leniente com a perspectiva de mudança de meta. Os bons dados de arrecadação do primeiro semestre e as demonstrações de preocupação por parte do governo em evitar uma piora mais forte dos preços dos ativos nos levam a crer que a probabilidade de cumprimento dos objetivos fiscais está hoje maior, e não menor.

Se o limite de gastos do arcabouço for cumprido, veremos no segundo semestre uma redução importante na taxa de crescimento das despesas. Como pode ser observado no gráfico abaixo, o crescimento das despesas passará de uma média de 12% real no acumulado de jan/23 a jun/24 para uma redução de -6,3% real no segundo semestre.

Gráfico 5:

Despesas Primárias Governo Central

Var. % real no trimestre móvel



Fonte: Tesouro Nacional e Gap asset

Atividade e inflação

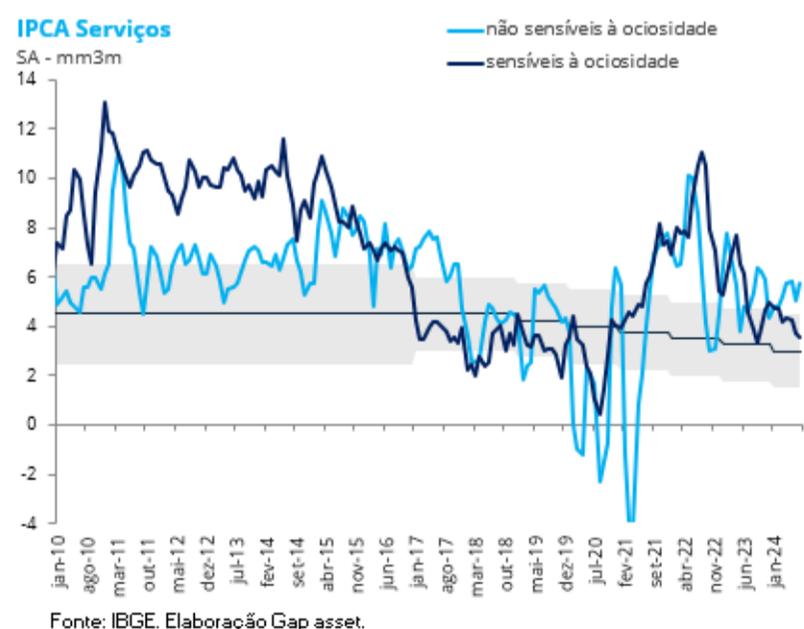
Os dados de atividade econômica continuam surpreendendo positivamente. Em nossa visão, o principal responsável por essas sucessivas surpresas é o forte impulso fiscal, que pode

¹ Dado que aproximadamente 60% dos benefícios previdenciários são de até um salário mínimo, e o salário mínimo dos últimos dois anos cresceu 3,0% real, temos um fator de crescimento real de 60% x 3,0% = 1,8% para o total dos benefícios.

ser ilustrado pelo crescimento de 12% real nos gastos desde o início do terceiro governo Lula (gráfico 5). Olhando para a frente, vemos um arrefecimento importante desse impulso, que se tornará negativo no segundo semestre. A dúvida que fica é o tempo que levará para a atividade desacelerar, haja vista que a política fiscal (assim como a monetária) opera com defasagens. O aumento do gasto público induz, em um primeiro momento, a um aumento da demanda agregada. Essa maior demanda leva os empresários a contratarem mais trabalhadores o que, por sua vez, gera renda e novos aumentos da demanda agregada². Com o impulso fiscal se esgotando, a demanda agregada tende a se estabilizar em um nível mais compatível com as condições estruturais de oferta da economia (determinantes do PIB potencial) e com as condições conjunturais (política monetária, por exemplo). Em outras palavras, o esgotamento do impulso fiscal tenderá a produzir taxas de crescimento mais modestas à frente.

Nossas projeções de PIB embutem essa premissa de desaceleração da atividade. Após crescer em média +0,8% QoQ SA no primeiro semestre, o PIB deverá desacelerar para uma média de +0,3% QoQ SA no segundo semestre. Do ponto de vista da política monetária, os dados fortes de atividade atuais são um fator de risco para o Banco Central. Mas entendemos que essa preocupação deverá se reduzir ao longo do tempo à medida em que o crescimento for moderando. Um outro ponto importante é que, a despeito da atividade resiliente, os dados de inflação continuam bastante benignos. Em particular, a inflação de serviços sensíveis à ociosidade vem desacelerando desde o início do ano, com toda a surpresa negativa dos últimos números se concentrando em itens não sensíveis à ociosidade e, portanto, pouco sensíveis à política monetária (alguns exemplos são serviços bancários, seguros de veículos e serviços hospitalares).

Gráfico 6:



Um ponto importante de atenção para a inflação é a depreciação cambial recente. Ainda que o repasse cambial para os preços possa ser menor do que em outros momentos históricos, por conta da forte queda das commodities, alguma pressão maior pode vir nos bens industriais no quarto trimestre desse ano. Achamos o nível atual do dólar (cerca de 5,75) bastante alto para os fundamentos brasileiros, e esperamos que o câmbio volte a se acomodar em patamares mais baixos com a redução de riscos fiscais e o início do ciclo de corte nos países desenvolvidos. Apesar disso, os índices de atacado e alguns *soft-data* já apontam repasses de preços em insumos e produtos. Por enquanto trabalhamos com um impacto pequeno na inflação IPCA, que deverá fechar 2024 perto de 4,0% e 2025 perto de 3,8%.

Mesmo considerando impactos maiores do câmbio na inflação que levem o IPCA para, digamos, 4,5%, a Selic atual ainda será contracionista (6,0% de juros real versus juro neutro estimado de 4,75%). Nesse cenário, continuamos não vendo necessidade de altas adicionais de juros. Na tabela abaixo simulamos as projeções do modelo do Banco Central em alguns cenários de câmbio e expectativas. Um cenário de maior estresse no câmbio e nas expectativas pode gerar uma projeção no primeiro trimestre de 2026 (horizonte relevante da política monetária) mais distante da meta, colocando a necessidade de um aperto monetário adicional. No entanto, o horizonte de política monetária se deslocará com o passar do tempo. Na reunião de novembro, por exemplo, o Copom já mirará o segundo trimestre de 2026. E, como a Selic de 10,50% é restritiva, as projeções do modelo vão caindo à medida em que o horizonte se estende. A razão para isso é que os choques vão se dissipando ao longo do tempo, mas o *stance* restritivo da política monetária continua atuando. Nesse sentido, desvios maiores da meta podem ser corrigidos ao longo do tempo através da manutenção da Selic no nível atual, por um período mais prolongado.

Modelo BCB- Cenários com Selic Constante

Proj. 1Q2026	USDBRL		
Focus IPCA 2025	5.55	5.80	6.00
3.95	3.2	3.5	3.7
4.10	3.3	3.5	3.8
4.25	3.4	3.6	3.8
4.40	3.4	3.7	3.9

Proj. 2Q2026	USDBRL		
Focus IPCA 2025	5.55	5.80	6.00
3.95	3.0	3.3	3.5
4.10	3.1	3.3	3.6
4.25	3.2	3.4	3.6
4.40	3.2	3.5	3.7

Fonte: Gap asset

² Esse efeito é conhecido como multiplicador dos gastos.

Considerações finais e portfólio

Nossas principais posições nos mercados internacionais continuam sendo juros aplicados, com foco nos Estados Unidos e no Reino Unido. O BoE (Banco Central Inglês) iniciou seu ciclo de corte de juros com uma pequena redução de 25 bps, para 5%. A votação foi extremamente apertada, com 5 diretores optando pelo corte e 4 pela manutenção. A relutância de parte do comitê é compreensível, dado que a inflação de serviços continua resiliente. Contudo, esperamos uma acentuação do ciclo de cortes no Reino Unido, especialmente com o início do relaxamento pelo FED e a deterioração no mercado de trabalho americano. O FED, com seu mandato dual, pode reagir de forma mais agressiva às desacelerações econômicas. Além disso, o banco central americano é frequentemente visto como um líder por outros bancos centrais, que tendem a seguir suas políticas.

Em períodos de sustos de crescimento globais, é comum haver um fortalecimento do dólar em relação às moedas de países emergentes. Também é comum observarmos os juros de países emergentes subirem nesses momentos de grande aversão ao risco global. Desta vez, acreditamos que a resposta possa ser diferente. O dólar já se encontra apreciado em relação às principais moedas e, além disso, as commodities têm sofrido e seus preços (em moedas locais) não têm apresentado alta, o que não pressiona a inflação. Com o afrouxamento do FED, o diferencial de juros irá aumentar, o que também deve permitir mais quedas por parte dos bancos centrais de países emergentes.

Nossa posição comprada em urânio tem sofrido significativamente com o susto de crescimento global, que tem prejudicado as commodities como um todo. Embora vejamos valor na posição a longo prazo, caso a desaceleração do crescimento global se acentue, as commodities deverão continuar a cair, incluindo o urânio. A falta de catalisadores positivos também torna a posição mais delicada, e estamos reavaliando nossa posição.

No Brasil, continuamos achando excessivos os prêmios de risco nos ativos brasileiros. Acreditamos que os dados fiscais tenderão a melhorar nos próximos meses, com as taxas de crescimento da despesa registrando variações mais baixas e o governo renovando o comprometimento com os limites do arcabouço fiscal. Já na política monetária, entendemos que a Selic atual é suficientemente restritiva para combater o atual choque cambial, principalmente considerando o panorama global de corte de juros nos desenvolvidos e a moderação do impulso fiscal e do crescimento à frente. Com isso posto,

seguimos com posições aplicadas em juros e posições relativas em bolsa.

Toda a equipe Gap permanece à disposição.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	jul/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses*
Juros Internacional	1,79%	-2,26%	-0,92%	-3,15%	9,75%	9,72%	11,57%
Juros Nacional	0,33%	-2,91%	-2,42%	-0,76%	2,57%	4,25%	10,03%
Bolsa Internacional	-0,51%	-0,11%	-0,40%	0,60%	10,70%	9,29%	16,53%
Bolsa Brasil	0,46%	-1,48%	-7,86%	-7,69%	-13,26%	-14,37%	-15,64%
BRL	-0,97%	-3,25%	-2,31%	-8,95%	-12,34%	-10,78%	-8,48%
Moedas	-0,20%	1,32%	0,85%	2,48%	3,18%	3,78%	4,94%
Commodities	-0,11%	0,31%	-0,39%	-0,47%	0,77%	0,33%	0,59%
CDI	0,91%	6,18%	11,51%	26,66%	38,55%	41,92%	47,93%
Despesas	-0,20%	-1,25%	-2,12%	-4,01%	-8,44%	-11,06%	-15,11%
Resultado Líquido	1,49%	-3,45%	-4,06%	4,70%	31,50%	33,07%	52,37%

*Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO XP SEGUROS IQ FIC FIM

Estratégia	jul/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Juros Internacional	1,84%	-2,25%	-0,95%	-3,23%	9,54%	9,30%
Juros Nacional	0,37%	-2,92%	-2,46%	-0,82%	2,53%	4,00%
Bolsa Internacional	-0,52%	-0,09%	-0,41%	0,43%	10,39%	8,95%
Bolsa Brasil	0,23%	-1,93%	-8,44%	-8,29%	-14,01%	-15,12%
BRL	-1,00%	-3,44%	-2,52%	-9,17%	-12,55%	-10,97%
Moedas	-0,21%	1,31%	0,82%	2,36%	3,00%	3,53%
Commodities	-0,11%	0,30%	-0,42%	-0,58%	0,58%	0,12%
CDI	0,91%	6,18%	11,51%	26,66%	38,55%	41,92%
Despesas	-0,20%	-1,26%	-2,14%	-4,13%	-8,86%	-11,75%
Resultado Líquido	1,29%	-4,11%	-5,01%	3,23%	29,17%	29,99%

*Data de início: 05/06/2020