

Relatório de Gestão

Agosto de 2024

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em agosto, o Gap Absoluto apresentou um resultado de -0,29%, acumulando -3,73% no ano.

A principal contribuição positiva veio do book de juros offshore, com posições aplicadas nos Estados Unidos e Reino Unido. Por outro lado, as posições compradas em Brasil e compradas em mineradoras de urânio foram detratoras de performance.

No Brasil, o mês de agosto foi marcado pelo debate em torno da retomada de um novo ciclo de alta de juros. Como detalharemos mais adiante, a diferença de visões quanto à necessidade e o tamanho adequado de um novo ciclo remete a leituras distintas do cenário. De um lado, os que advogam por uma alta relevante dos juros argumentam que a economia opera acima do potencial e, portanto, é necessário um aperto adicional para recolocar a inflação em sua trajetória de convergência. Do outro lado, no qual nos situamos, argumenta-se que os maiores responsáveis pela atividade aquecida foram os sucessivos impulsos fiscais realizados desde 2022, que tenderão a diminuir significativamente nos próximos meses.

No mercado internacional, alguns dados de atividade e empregos mais fracos dão suporte à possibilidade de início de corte liderado pelos Estados Unidos. Não à toa, o mercado precificou o início dos cortes do FED para setembro.

Nas entrelinhas da política monetária

Como mencionamos na carta de julho, o mandato do FED é dual, o que sempre levanta questões entre os participantes do mercado sobre qual variável (inflação ou emprego) o FED está priorizando em cada momento. Nas palavras do presidente do FED, em sua última comunicação em Jackson Hole:

"we are attentive to the risks to both sides of our dual mandate"

Alguém até poderia argumentar que o FED ainda está focado nos riscos inflacionários, já que formalmente ainda não atingimos a meta de inflação¹. Contudo, nossa impressão é que o FED tem uma única preocupação no momento: o emprego.

Por que ignorar a inflação agora, após grandes erros em 2021/22 ao subestimar a alta de preços?

Nas palavras do presidente do FED: *"We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions."* e *"labor market conditions are now less tight than just before the pandemic in 2019 – a year when inflation ran below 2 percent."*

O que não está dito, em nosso entendimento, é um profundo desejo pelo "pote de ouro", ou melhor, pelo soft landing. O medo de uma deterioração maior do mercado de trabalho e de uma potencial recessão certamente assombra a maioria do comitê do FED. Combater a alta de preços é algo que o FED sabe enfrentar, mas evitar recessões ainda é altamente impreciso e incerto na política monetária. Parte do aumento recente na taxa de desemprego se deve a uma maior participação na força de trabalho, enquanto outra parte está relacionada a categorias voláteis, especialmente entre os jovens. No entanto, Powell não mencionou esses detalhes em suas últimas declarações, o que revela, em nossa opinião, suas preferências.

Nossa conclusão é que houve uma mudança na gestão de risco por parte do FED, o que pode resultar em cortes de juros mais rápidos do que o mercado espera, especialmente nas próximas reuniões. De fato, o próprio Powell, em Jackson Hole, comentou:

"The current level of our policy rate gives us ample room to respond to any risks we may face, including the risk of unwelcome further weakening in labor market conditions."

Embora o presidente do FED não seja muito adepto a conceitos como a taxa de juros neutra, aqui ele claramente demonstrou uma predisposição para cortes significativos, em nossa opinião. Talvez, neste ciclo, as demissões demorem mais a ocorrer. Afinal, as empresas enfrentaram dificuldades em 2021/22 para recontratar rapidamente trabalhadores, o que pode deixá-las mais cautelosas agora. É possível que o presidente do FED também compartilhe dessa visão, apesar de nunca ter explicitado isso, o que pode explicar sua preocupação com o mercado de trabalho americano.

Escrevemos esta carta antes da divulgação do relatório de emprego de agosto, previsto para o dia 6 de setembro. Acreditamos que a decisão do FED, marcada para o dia 18 de

¹ O Core PCE em termos anuais encontra-se em 2,6% e deve encerrar o ano próximo a esse valor versus a meta de 2%.

setembro, sobre iniciar o ciclo com um corte de 25 bps ou 50 bps na taxa de juros, dependerá fundamentalmente desse relatório. Em resumo, se a taxa de desemprego se mantiver em 4,3% ou aumentar, nossa expectativa é que o FED corte 50 bps já na reunião de setembro. A reunião de novembro, por sua vez, dependerá principalmente dos relatórios de emprego de setembro e outubro, já que o Banco Central americano continuará focado nos dados correntes. A inflação, neste momento, está quase esquecida pelos formuladores de política monetária.

O comportamento das economias com o ciclo de corte de juros global

Com o início do ciclo de cortes de juros, surge a pergunta de como a economia americana reagirá a essa mudança. Durante o período de alta de juros, os Estados Unidos não sofreram significativamente. De fato, a taxa de juros, que estava em zero, atingiu rapidamente 5,3%, e o crescimento econômico permaneceu sólido nos últimos anos.

Em nossa opinião, os estímulos fiscais e os baixos níveis de endividamento privado da população, além das taxas de juros baixas nos anos anteriores à COVID, ajudam a explicar a resiliência da economia americana. No entanto, surge a pergunta: como a economia reagirá à queda de juros nos próximos trimestres? Haverá uma demanda reprimida por parte dos consumidores e empresas? Nossa tendência é responder negativamente, embora reconheçamos o alto grau de incerteza e a importância dessa questão. Acreditamos que muitas empresas e pessoas ainda estão presas a níveis de juros bem abaixo dos atuais e, portanto, as quedas futuras não terão tanta eficácia quanto alguns projetam. Observamos que as taxas de hipotecas continuam extremamente elevadas, apesar do recuo das Treasuries nos últimos meses. Embora entendamos que isso se reduzirá com o ciclo de queda de juros, as defasagens são longas. O setor imobiliário é um dos mais sensíveis às taxas de juros e, por isso, não esperamos que as vendas de imóveis, que estão tépidas, apresentem melhora no curto ou médio prazo.

Brasil

Como mencionado na introdução dessa carta, entendemos que o debate em torno de um novo ciclo de alta de juros pode ser sintetizado, grosso modo, por duas leituras do cenário.

Os que defendem um ciclo de alta, possivelmente maior que o precificado atualmente, argumentam que as sucessivas

surpresas na atividade e a piora marginal da inflação são indicativos de uma economia que opera acima do potencial. Seria, portanto, necessário um aumento de juros para esfriar a atividade e recolocar a inflação na direção da meta. Em geral, os proponentes dessa tese também enxergam um juro neutro acima do estimado pelo BC, de modo que o *stance* atual de política monetária não seria suficiente para a convergência da inflação.

Na outra corrente, na qual nos incluímos, argumenta-se que as surpresas recentes de crescimento se devem sobretudo aos fortes impulsos fiscais verificados nos últimos 24 meses. A turbinada dos programas de transferência de renda, iniciada em 2022, o pagamento extraordinário de precatórios e a antecipação de gastos/emendas por conta do calendário eleitoral mantiveram o crescimento dos gastos em patamares muito elevados até agora. Para os próximos meses, a menos que o arcabouço fiscal seja violado (o que consideramos improvável no curto prazo), esse impulso deverá ser revertido, e os gastos passarão a crescer a um ritmo bem menor. Nesse sentido, a atividade forte não seria um sinal de que a política monetária está pouco (ou nada) restritiva, mas sim o reflexo de uma política fiscal bastante estimulativa se contrapondo à restrição monetária. Sob essa ótica, apertar a política monetária em um ambiente de menor impulso fiscal à frente pode ser contraproducente e ir contra o princípio de suavização de ciclo econômico do BC. Soma-se a isso o cenário externo, com a quase totalidade dos países precificando cortes de juros nos próximos meses.

Um outro ponto, onde existe mais consenso, é a questão da credibilidade. As sucessivas críticas de Lula ao Banco Central e o fato de o futuro presidente da autarquia, Gabriel Galípolo, não ter um “pedigree” propriamente monetarista levantam dúvidas sobre a atuação da futura gestão, principalmente sobre a disposição em subir juros se necessário (e na magnitude necessária). Desde que iniciou seu mandato como diretor, Galípolo tem tentado mostrar alinhamento aos diretores da gestão antiga (ainda que com alguns ruídos no meio do caminho, como o dissenso de maio). Em suas últimas falas, trouxe um tom até mais *hawk* do que os demais membros do Copom. Nesse sentido, mesmo aqueles que não enxergam necessidade de uma alta de juros, veem vantagem em um “ciclo de credibilidade”, ou seja, uma demonstração efetiva de que a condução da política monetária continuará a ser pautada por questões técnicas e que não há tabu em subir o juro, mesmo de um patamar já considerado alto pela ala política do governo. Em nossa visão, o ganho de credibilidade de um ciclo de alta é claro. Se

confirmado, seria mais um sinal de que o governo Lula é bem mais pragmático e menos disposto a rupturas de modelo econômico do que as narrativas políticas levam a crer.

A nossa divergência em relação aos que defendem ciclos muito agressivos é que, se nossa leitura do cenário estiver correta e (1) a atividade econômica moderar; (2) houver um alívio significativo nos juros globais nos próximos meses, o orçamento do ciclo pode acabar sendo bem menor que o imaginado inicialmente. A modelagem do Banco Central também vai nessa direção. A tabela 1 mostra a projeção de inflação ao longo de 2026 para diferentes cenários de câmbio e para dois cenários de Selic: um com Selic constante em 10,5% e outro com a Selic indo para 12% no início de 2025².

Tabela 1 - Projeções do modelo de Banco Central

	Selic constante em 10,5%			Selic indo a 12,0% em janeiro		
	USDBRL			USDBRL		
	5.40	5.60	5.80	5.40	5.60	5.80
1Q2026	3.2	3.4	3.5	3.0	3.1	3.2
2Q2026	3.1	3.2	3.3	2.8	3.0	3.0
3Q2026	3.0	3.1	3.2	2.7	2.8	2.9
4Q2026	2.9	3.0	3.1	2.6	2.7	2.8

Elaboração: Gap asset

Vale ressaltar que o ponto de partida piorou desde o último Copom, por conta da divulgação do PIB. Em nossas contas, a estimativa de hiato do produto do BC deve subir por volta de 0,5%, o que gera um impacto inflacionário de +0,2% no horizonte relevante. Portanto, o cenário base da reunião de julho, com câmbio em 5,55, agora gera uma projeção de inflação em torno de 3,4% no 1Q26 (horizonte relevante), ante 3,2% anteriormente. Para levar essa projeção para a meta no horizonte em questão, o aperto monetário necessário é de cerca de 150-200 bps. O passar do tempo, porém, por si só atuará no sentido de reduzir essa necessidade de aperto. Na reunião de novembro e dezembro, o horizonte da política monetária será o 2Q26, cujas projeções se situam em 3,2% no cenário com Selic constante em 10,5% e em 3,0% no cenário com Selic indo a 12%. Na reunião de janeiro, o horizonte relevante será o 3Q26. Considerando que o Copom tenha elevado a Selic para 11,75% em dezembro, a projeção para o 3Q26 será de 2,8%, abaixo da meta, o que em tese colocaria a discussão de corte de juros na mesa. Por fim, vale ressaltar que o exemplo acima considera uma taxa de câmbio de 5,60 em todo o período. Caso o câmbio se

valorize para, digamos, 5,40, a necessidade de apertos adicionais pode desaparecer já nas reuniões de novembro e dezembro³.

O nosso argumento sempre foi que, antecipando esse cenário de convergência para a meta em horizontes mais longos, o Banco Central optaria por manter os juros estáveis, evitando assim uma volatilidade excessiva da política monetária. Mas também reconhecemos que, após os acontecimentos recentes, especificamente as falas de Galípolo e o PIB acima do esperado, sedimentou-se no mercado a visão da alta e o BC arcará com custos reputacionais elevados se não entregar. Apesar disso, continuamos enxergando excessos em visões que consideram necessário um ciclo agressivo. No gráfico 1, mostramos a correlação histórica entre os desvios de expectativas de inflação em relação à meta e o grau de aperto da política monetária (aqui medido pela diferença entre a taxa de juros real⁴ e a taxa de juros neutra⁵). Os quadrados verde e vermelho mostram como o aperto monetário evoluirá até o final do ano caso tenhamos ciclos de 150 bps e 300 bps de alta da Selic, respectivamente, e que se mantenham por todo o ano de 2025.

Gráfico 1:



Um ciclo de 300 bps levaria o aperto monetário para patamares equivalentes a 2015 e 2022, quando combatemos uma inflação na casa dos 10%. Nos parece um aperto bastante desproporcional à gravidade do quadro inflacionário hoje. Mesmo um ciclo de 150 bps parece maior que o adequado para o desvio de inflação que vivenciamos atualmente. A razão é o ponto de partida: uma Selic de 10,5% para

² Consideramos um ciclo iniciado por uma alta de 25 bps, seguido por duas altas de 50 bps e encerrado com uma alta de 25 bps.

³ Pela tabela, vemos que a Selic indo a 12% gera uma inflação de 2,8% no 2Q26, o horizonte relevante das reuniões de novembro e dezembro.

⁴ Consideramos a taxa de juros real ex-ante, ou seja, a taxa de juros nominal de mercado de 1 ano descontada da expectativa de inflação 12 meses à frente.

⁵ A taxa neutra é definida como aquela que equilibra a oferta e demanda por poupança e investimento na economia, ou seja, consistente com o PIB em seu potencial e taxa de inflação na meta. Nesse exercício consideramos os valores disponibilizados pelo Banco Central.

uma inflação de 4,0% já é restritiva, em cerca de dois pontos percentuais. Naturalmente, um questionamento que pode ser feito a esse exercício é sobre a taxa de juros neutra, uma variável não observada e cercada de polêmicas. Reconhecemos a incerteza em relação a essa variável, mas entendemos que os graus de aperto monetário mencionados acima possuem uma boa margem para acomodar eventuais subestimações na taxa neutra.

Considerações finais e portfólio

Nos mercados internacionais nossas principais posições seguem sendo aplicadas em juros, permanecendo em Estados Unidos e Reino Unido. Adicionamos opcionalidades ao portfólio em especial no caso de aceleração dos cortes de juro. Como já mencionamos na carta passada o FED pode reagir de forma mais agressiva às desacelerações econômicas e deve ser seguido por outros Banco Centrais do mundo.

Nossa posição comprada em urânio foi reduzida no último mês. Apesar de seguirmos gostando da tese em prazos mais longos reconhecemos que a fraqueza de diversas *commodities*, em especial do petróleo, tem contribuído para uma performance ruim do ativo. A falta de estímulos advindos da China e os péssimos dados de atividade/crédito do país contribuem para essa performance ruim das principais *commodities*.

Em Brasil, enxergamos razões para que o ciclo de alta seja menor que o precificado atualmente pelo mercado ou, analogamente, enxergamos espaço para reversão do ciclo de alta ao longo de 2025 se um orçamento maior for de fato executado. Nesse sentido, temos posições aplicadas em juros nominais, concentradas no ano de 2026, e aplicadas em juros reais intermediários.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	ago/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses*
Juros Internacional	2,31%	0,00%	1,45%	-0,95%	12,82%	12,04%	12,64%
Juros Nacional	-0,67%	-3,56%	-3,32%	-0,49%	1,98%	3,26%	9,59%
Bolsa Internacional	-0,47%	-0,58%	-0,84%	0,03%	10,40%	8,62%	16,03%
Bolsa Brasil	-0,23%	-1,71%	-5,81%	-8,10%	-11,17%	-14,54%	-15,66%
BRL	-0,55%	-3,79%	-2,66%	-9,46%	-12,12%	-11,35%	-8,54%
Moedas	-0,45%	0,85%	1,02%	2,69%	2,72%	3,17%	4,27%
Commodities	-0,92%	-0,61%	-1,08%	-1,25%	0,20%	-0,66%	-0,34%
CDI	0,87%	7,10%	11,27%	26,35%	39,19%	42,94%	48,47%
Despesas	-0,19%	-1,43%	-2,12%	-4,19%	-8,45%	-11,09%	-15,21%
Resultado Líquido	-0,29%	-3,73%	-2,09%	4,64%	35,58%	32,39%	51,24%

*Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO XP SEGUROS IQ FIC FIM

Estratégia	ago/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Juros Internacional	2,33%	0,01%	1,43%	-1,01%	12,65%	11,66%
Juros Nacional	-0,65%	-3,57%	-3,35%	-0,52%	1,99%	3,08%
Bolsa Internacional	-0,48%	-0,58%	-0,85%	-0,14%	10,10%	8,31%
Bolsa Brasil	0,27%	-1,68%	-5,91%	-8,22%	-11,46%	-14,85%
BRL	-0,60%	-4,03%	-2,91%	-9,72%	-12,36%	-11,54%
Moedas	-0,45%	0,83%	0,99%	2,58%	2,55%	2,93%
Commodities	-0,93%	-0,65%	-1,13%	-1,36%	0,00%	-0,87%
CDI	0,87%	7,10%	11,27%	26,35%	39,19%	42,94%
Despesas	-0,16%	-1,35%	-2,05%	-4,20%	-8,76%	-11,66%
Resultado Líquido	0,19%	-3,92%	-2,53%	3,76%	33,89%	29,98%

*Data de início: 05/06/2020