

Relatório de Gestão

Abril de 2024

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em abril, o Gap Absoluto apresentou um resultado de -0,92% no mês, acumulando -2,95% no ano.

A principal contribuição positiva no mês veio da posição vendida em renda variável internacional. Também tivemos bons resultados na posição comprada em urânio e na posição comprada em dólar. As perdas foram concentradas em posições aplicadas em juros desenvolvidos e renda variável Brasil.

Durante o mês de abril, adotamos uma abordagem mais intensiva em relação aos hedges em nossa carteira, com um foco particular nas posições vendidas no mercado acionário dos EUA. Essa estratégia provou ser eficaz, atenuando as perdas oriundas das posições em juros. Reconhecemos que, nas últimas décadas, o impacto das condições financeiras sobre as economias tornou-se mais pronunciado. Isso é particularmente verdadeiro nos Estados Unidos, onde uma parcela significativa da poupança dos cidadãos está investida no mercado de ações, tornando as condições financeiras um fator ainda mais relevante para a projeção do crescimento econômico. Em suma, se o mercado de ações mantiver sua resiliência e continuar em alta, isso poderá resultar em um aumento da renda e da confiança entre consumidores e empresas, fortalecendo a economia e, por consequência, dificultando o processo de desinflação. Acreditamos que o Federal Reserve (FED) tem minimizado a importância deste fenômeno, atribuindo o recente aumento do mercado a um número limitado de ações. Essa postura, a nosso ver, acaba por incentivar indiretamente uma tomada de risco excessiva por parte dos investidores.

Inflação Global

Abril se destacou pelo retorno das inquietações com a inflação global, com ênfase nos Estados Unidos. Enquanto no término de 2023 a inflação dos EUA oscilava abaixo do alvo de 2% do FED, com o núcleo do PCE¹ de três meses anualizado em 1,6% em dezembro, os dados de abril revelaram uma realidade distinta. A divulgação da inflação de março e a revisão do primeiro trimestre indicaram um índice inflacionário de 4,4% (três meses anualizado). Diante

da escalada inflacionária, o mercado ajustou suas expectativas, prevendo reduções menos agressivas nos juros e, em alguns círculos, até a possibilidade de elevação das taxas de juros nos EUA.

Contrastando com o início de 2024, quando o mercado antecipava 165 bps de redução na taxa de juros, ao final de abril a estimativa caiu para apenas 30 bps de cortes em 2024. A surpresa não veio apenas pela inflação, mas também pelo crescimento econômico, que excedeu as previsões. Isso levanta uma questão crucial: é prudente manter posições aplicadas (apostando na queda dos juros), ou será que a economia americana e a inflação demonstrarão uma resiliência maior do que a prevista?

Em nossa avaliação, a situação inflacionária atual não é tão alarmante quanto se apresentou no início de 2024, mas também não é tão otimista quanto os indicadores do final de 2023 sugeriam. Um cenário intermediário nos parece mais plausível, com projeções que apontam para a possibilidade de alguns cortes na taxa de juros americana ao longo do tempo, favorecendo as posições aplicadas em juros. A inflação de serviços, particularmente nos EUA, registrou um aumento notável em 2024 e tende a se manter em patamares elevados durante o ano. Esperamos que uma desaceleração mais acentuada ocorra somente em 2025, especialmente no que se refere aos aluguéis e outros serviços.

Embora a criação de empregos nos primeiros meses de 2024 tenha superado as expectativas, observamos sinais de um equilíbrio mais saudável entre a demanda e a oferta de trabalho, o que sugere uma possível desaceleração dos salários no futuro. Conforme ilustrado no gráfico 1, a taxa de demissões voluntárias privadas está em declínio, indicando uma tendência de arrefecimento nos salários, conforme medido pelo ECI². O gráfico 2 destaca o aumento anual no número de desempregados, correlacionando-o com períodos de recessão. É importante reconhecer que regras econômicas simplistas raramente se aplicam na prática e podem ser perigosas. Acreditamos que mesmo pequenos aumentos na taxa de desemprego podem desencadear um

¹ Personal Consumption Expenditures excluindo alimentos e energia é a medida preferida pelo FED para avaliar o cenário inflacionário.

² Employment Cost Index é a principal medida de salários da economia americana.

ciclo vicioso de consequências negativas, onde a redução de empregos leva a menos renda, confiança, gastos, produção e, por fim, mais desemprego. No entanto, a economia americana atualmente desafia essa tendência, demonstrando um crescimento sólido, impulsionado principalmente pela demanda doméstica privada.

Gráfico 1

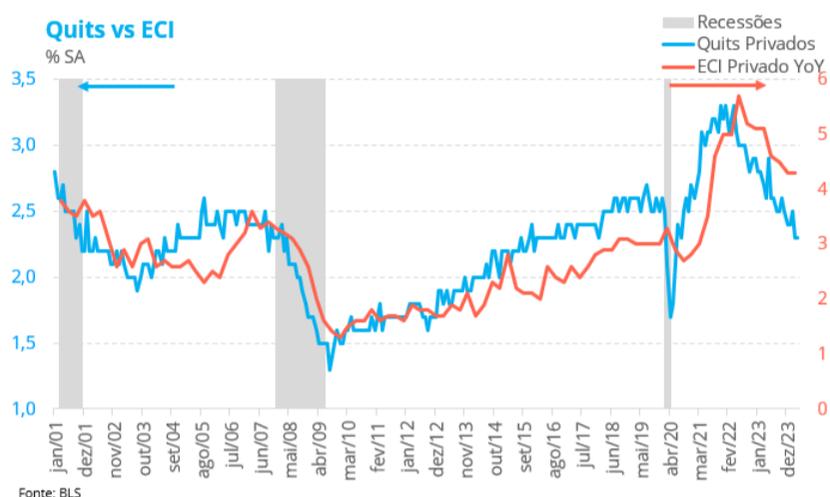
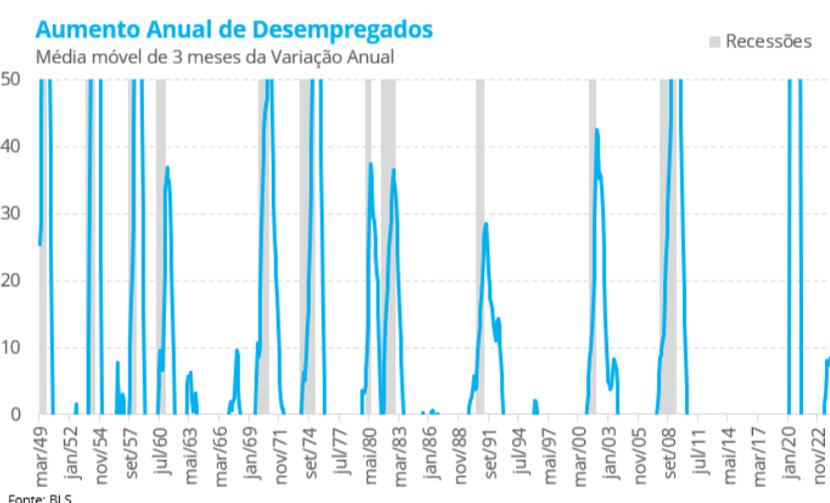
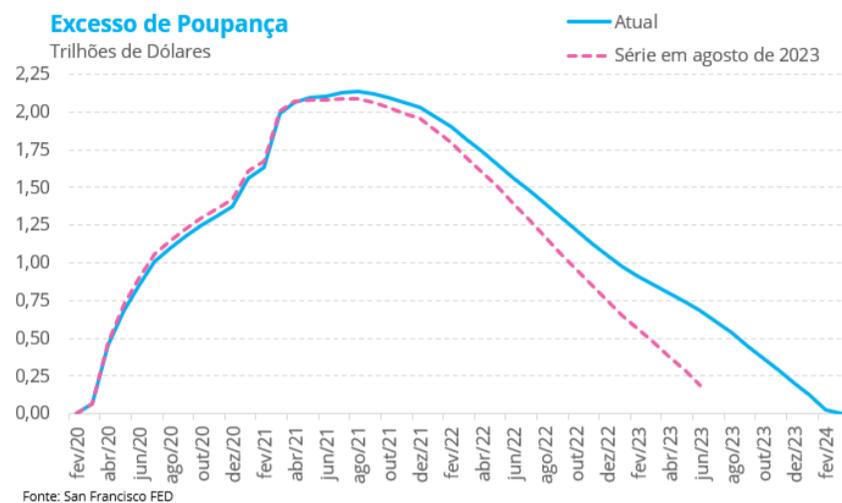


Gráfico 2:



Observamos também que o excesso de poupança dos consumidores americanos parece finalmente ter acabado após os fortes estímulos do COVID. Parece porque, para sermos justos, a série de poupança é frequentemente revista e no gráfico 3, por exemplo, mostramos como a série parecia em agosto de 2023 (linha tracejada) e agora como ela está. De qualquer forma tudo indica que, no mínimo, os estímulos realizados pela grande crise provocada pelo COVID parecem ter se exaurido. Naturalmente isso tem um peso na confiança dos consumidores e esperamos uma desaceleração do consumo à frente.

Gráfico 3:



Os formuladores de política monetária têm enfrentado um cenário desafiador, marcado por uma confiança abalada nos modelos econômicos tradicionais. Isso os levou a dar um peso considerável às mais recentes divulgações de inflação e atividade econômica, contribuindo para um aumento na volatilidade do mercado. Tal postura é compreensível, dada a magnitude dos erros de previsão dos anos anteriores, particularmente o surto inflacionário de 2021/2022 que ainda repercute nas economias globais. Apesar disso, mantemos a perspectiva de que a economia americana está caminhando para uma desaceleração, o que, por sua vez, deve permitir uma regressão de salários e preços a níveis mais sustentáveis nos trimestres vindouros.

Adicionalmente, a atenção dos formuladores aos dados econômicos mais recentes sugere que qualquer reversão nas tendências de inflação ou atividade pode resultar em uma moderação de suas posturas e na reabertura da discussão sobre cortes de juros. Há alguns meses, previa-se que cortes na taxa de juros nominal seriam essenciais para evitar um aumento na taxa de juros real — a mais impactante para a economia — diante de uma inflação em queda. Esse argumento foi temporariamente descartado, mas pode ressurgir rapidamente se os dados econômicos oferecerem suporte.

Por fim, seria ideal que os formuladores de política monetária adotassem uma abordagem mais cautelosa e equilibrada. No entanto, o contexto político atual, especialmente com a aproximação das eleições presidenciais americanas, torna essa serenidade um desafio, e é provável que as críticas à política monetária se intensifiquem nos meses que se seguem.

Brasil

Assim como no restante do mundo, temos observado há alguns meses um cenário mais desafiador para a política monetária:

(1) A atividade segue resiliente e as projeções para o PIB de 2024 continuam subindo.

(2) A taxa de desemprego continua em queda e observamos alguns sinais (ainda que ambíguos) de pressão sobre salários.

(3) A inflação corrente tem sido relativamente benigna, mas com um comportamento mais adverso em alguns núcleos de serviços e nas expectativas.

(4) As metas fiscais foram revisadas sem que houvesse contrapartidas e/ou medidas adicionais.

Nesse ambiente já difícil, os impactos da taxa de juros americana e a desvalorização cambial que se seguiu (o dólar chegou perto de 5,30) acabaram gerando revisões relevantes de cenário no mercado, principalmente em relação à Selic terminal. No evento anual do FMI, Roberto Campos Neto forneceu alguns cenários para a política monetária, o que foi entendido como uma sinalização de uma provável desaceleração do ritmo de cortes. De nossa parte, achamos adequada essa postura mais gradual nesse ambiente de elevada incerteza, mas ainda entendemos ser possível reduzir a Selic a um nível próximo a 9,0%-9,5%, principalmente se for confirmado o nosso cenário de cortes de juros nos principais países desenvolvidos.

Considerações finais

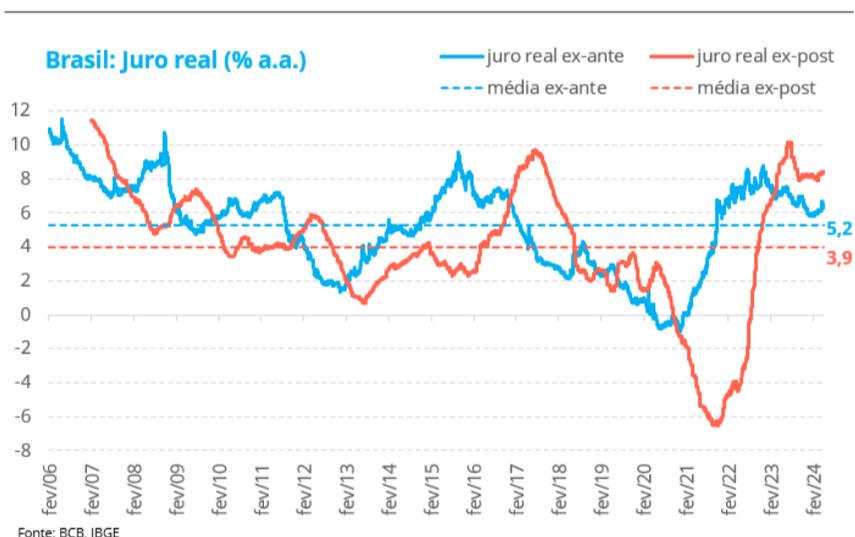
Optamos por manter posições aplicadas em juros na Europa e no Reino Unido, em contraste com os Estados Unidos, refletindo nossa crença na divergência entre o crescimento econômico e a inflação nas principais economias. Em 2023, o crescimento econômico dos EUA foi de 2,5%, superando o da Zona do Euro e do Reino Unido, que registraram apenas 0,4% e 0,3%, respectivamente. As projeções para 2024 seguem um padrão muito parecido. Entendemos o questionamento de algumas teses econômicas, mas duvidar que economias que crescem tão pouco terão menores pressões salariais e de preços certamente ainda não está em nosso cenário. Quanto à inflação, observamos que ela não tem demonstrado a mesma resiliência fora dos EUA. Mesmo com a possível depreciação do Euro e da Libra devido ao diferencial na política monetária, não antecipamos pressões inflacionárias significativas em economias com crescimento tão limitado. Temos optado por manter posições compradas no dólar aproveitando o crescimento mais robusto dos EUA e utilizando essa posição como um hedge eficaz para nossa

carteira de juros. No entanto, mantemos a perspectiva de que, a longo prazo, o dólar está caro.

Continuamos convictos com nossa posição comprada em urânio, uma estratégia que temos sustentado por vários meses. A situação do mercado pouco mudou, e nossa confiança em um déficit significativo entre a demanda e a oferta de urânio em 2024 e nos anos seguintes permanece inalterada, o que, acreditamos, continuará impulsionando o preço da commodity. A percepção global sobre a energia nuclear está em um processo de transformação positiva. A resistência que se intensificou após o incidente de Fukushima há mais de uma década está se atenuando. Com o passar dos anos, a compreensão de que a energia nuclear representa uma fonte de energia limpa está se consolidando cada vez mais no consenso global.

Em Brasil, iniciamos uma posição aplicada em juros reais intermediários. As NTN-Bs estão atualmente rodando em 6,2%, um patamar que achamos muito difícil de ser sustentado no tempo. Como pode ser observado no gráfico 4, há uma disparidade relevante no Brasil entre as taxas de juros reais ex-ante (expectativas de juros nominais e inflação) e ex-post (juros e inflação efetivos). A razão é a surpresa inflacionária, ou seja, a inflação em média acaba sendo mais alta do que se espera.

Gráfico 4:



Uma outra motivação para a posição é a incerteza que ainda permeia a questão da troca de presidente e diretores do Banco Central, prevista para o final do ano. Uma diretoria mais dovish, ou seja, menos preocupada em perseguir o centro da meta de inflação, poderá produzir juros nominais mais baixos e inflação mais alta, o que levaria a juros reais bem abaixo dos precificados atualmente. Por fim, observamos nos últimos meses um elevado volume de emissões privadas, o que, somado aos fortes resgates de fundos multi-mercados, acabou deixando as NTNs bastante sobre ofertadas.

Toda a equipe Gap permanece à disposição.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	abril/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses
Bolsa Brasil	-0,84%	-0,70%	-5,69%	-7,15%	-12,93%	-9,23%	-11,77%
Bolsa Internacional	1,19%	0,79%	-0,60%	3,01%	10,46%	12,79%	13,02%
BRL	-0,02%	-1,68%	-1,14%	-8,18%	-9,50%	-7,17%	-7,67%
Moedas	0,36%	0,77%	0,48%	2,38%	5,56%	4,83%	5,29%
Juros Nacional	-0,34%	-1,09%	1,94%	-0,54%	4,93%	8,30%	22,19%
Juros Desenvolvidos	-2,03%	-4,49%	-3,75%	-4,41%	-0,28%	0,52%	-0,64%
Juros Emergentes	-0,06%	-0,26%	0,18%	0,08%	5,68%	7,10%	9,69%
Commodities	0,08%	0,99%	0,80%	0,60%	1,68%	1,73%	1,75%
Valor Relativo	0,00%	0,00%	-0,32%	-1,08%	-1,38%	-1,23%	-1,50%
Outros	0,05%	-0,11%	-0,10%	0,21%	0,38%	0,42%	2,45%
CDI	0,89%	3,54%	12,33%	27,35%	36,37%	39,29%	46,54%
Despesas	-0,19%	-0,70%	-2,09%	-3,90%	-8,89%	-12,78%	-15,68%
Resultado Líquido	-0,92%	-2,95%	2,05%	8,37%	32,08%	44,58%	63,68%

Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO PREVIDÊNCIA IQ FIM

Estratégia	abril/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Bolsa Brasil	-0,80%	-0,86%	-6,10%	-7,55%	-13,68%	-12,59%
Bolsa Internacional	1,28%	0,74%	-0,46%	3,22%	10,30%	11,91%
BRL	-0,02%	-1,84%	-1,37%	-8,40%	-9,81%	-10,99%
Moedas	0,34%	0,75%	0,52%	2,35%	5,47%	4,44%
Juros Nacional	-0,34%	-1,10%	1,92%	-0,51%	5,01%	6,13%
Juros Desenvolvidos	-2,04%	-4,52%	-3,79%	-4,49%	-0,40%	0,95%
Juros Emergentes	-0,05%	-0,26%	0,15%	0,03%	5,58%	6,06%
Commodities	0,07%	0,97%	0,77%	0,50%	1,50%	1,14%
Valor Relativo	0,00%	0,00%	-0,35%	-1,12%	-1,47%	-1,64%
Outros	0,00%	-0,03%	-0,19%	-0,17%	0,09%	-0,37%
CDI	0,89%	3,54%	12,33%	27,35%	36,37%	38,88%
Despesas	-0,18%	-0,69%	-2,09%	-4,10%	-9,28%	-11,67%
Resultado Líquido	-0,87%	-3,31%	1,34%	7,11%	29,68%	32,25%

*Data de início: 05/06/2020

Os dados contidos neste material tem como o único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela GAP Gestora de Recursos LTDA e não devem ser consideradas como oferta de venda dos fundos de investimento geridos pelas empresas e não constituem o prospecto previsto na Inst. CVM 555 ou no Código de Auto-Regulação da Anbima. A GAP Gestora não faz distribuição de seus fundos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance de fundos de investimento é recomendável uma análise de 12 meses, no mínimo. Fundos de investimento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Apesar de todo cuidado, tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, as empresas não se responsabilizam por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste relatório. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a publicação é editada. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda dos ativos mencionados.