

Relatório de Gestão

Dezembro de 2024

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em dezembro, o Gap Absoluto apresentou um resultado de -0,68%, acumulando -9,16% no ano.

As principais contribuições positivas vieram do *book* de moedas, destacando-se as posições compradas em dólar contra o euro e o renminbi e compradas em dólar contra o real. Do outro lado, as posições aplicadas em juros no Brasil e no Canadá, assim como as posições compradas em urânio, impactaram negativamente a performance do fundo.

Os ativos brasileiros tiveram mais um mês de performance ruim. O governo não fez nada para reverter a má impressão deixada pelo pacote fiscal desidratado e pelo anúncio concomitante da reforma do imposto de renda. Com isso, os ativos brasileiros mantiveram a tendência de piora registrada nos últimos meses. Neste relatório damos sequência aos nossos estudos sobre os fundamentos que explicam a força da atividade econômica nos últimos tempos, focando desta vez no mercado de crédito.

Internacional

- **FED e os desafios a frente**

Na reunião de dezembro, o Banco Central dos Estados Unidos confirmou nossas expectativas. Apesar do corte de 25 pontos-base, adotou uma postura bem mais *hawkish* do que a observada anteriormente. Formalmente, o FED havia projetado quatro cortes de juros de 25 pontos-base para 2025, conforme a projeção de setembro. Contudo, em dezembro, essa previsão foi revista para dois cortes, e, segundo as últimas declarações dos membros do Banco Central americano, até mesmo essas reduções estão em risco de não acontecer. Reiteramos que não vemos mudanças significativas na economia em apenas três meses. O que ficou claro foi a mudança política, impulsionada pela vitória de Donald Trump.

É verdade que a inflação de setembro e outubro registrou altas, reacendendo o temor observado no primeiro trimestre de 2024, quando a inflação também teve um aumento. No entanto, em novembro, os dados inflacionários foram bastante positivos, com uma composição sólida e alinhada à meta do FED. Acreditamos que o Comitê passou a adotar uma postura mais avessa ao risco desde a vitória de Trump.

Agora, eles reconhecem que a inflação está acima da meta e que será necessário manter as taxas de juros em um nível restritivo por mais tempo para que a convergência com a meta aconteça. A incerteza sobre as tarifas também pode ter influenciado as decisões do FED, mas vale lembrar que, em 2019, houve cortes de juros mesmo com as tarifas sobre a China. Nossa visão permanece a mesma: a China seguirá exportando desinflação para o resto do mundo. De fato, os dados de crescimento da China continuam tímidos, e os estímulos adotados ainda são insuficientes para impulsionar o crescimento. Talvez, após anos de crescimento de crédito abundante, o país tenha alcançado o limite do seu nível de dívida/PIB. Para nós, a China precisaria repensar seu modelo de crescimento de forma integral. Todos sabemos que estimular a demanda interna e reduzir a dependência do modelo exportador são passos essenciais, mas isso é extremamente difícil com a atual liderança política.

Como serão implementadas as novas tarifas durante o segundo mandato de Trump? Essa é uma questão difícil de responder, mas com certeza terá um impacto significativo sobre os ativos de risco. Nossa expectativa, que é compartilhada pelo mercado, é que tarifas mais incisivas sejam aplicadas, especialmente contra a China. No entanto, caso as tarifas sejam impostas de forma gradual, em vez de uma única vez, pode haver um "alívio" em certos ativos de risco, visto que o dólar e outros ativos já vêm antecipando as tarifas desde o final de setembro.

A postura mais restritiva do FED, somada à situação de baixo crescimento na Europa e na China, deve continuar impulsionando o dólar. No entanto, grande parte desse movimento já está precificada, e a alta não será tão suave quanto nos últimos meses. O excepcionalismo americano segue sendo um fator importante, sustentando os ativos americanos, atraindo capitais de outros países e beneficiando o dólar. Isso provavelmente continuará, especialmente porque Trump deve avançar com sua ampla agenda de desregulamentação da economia americana.

Brasil

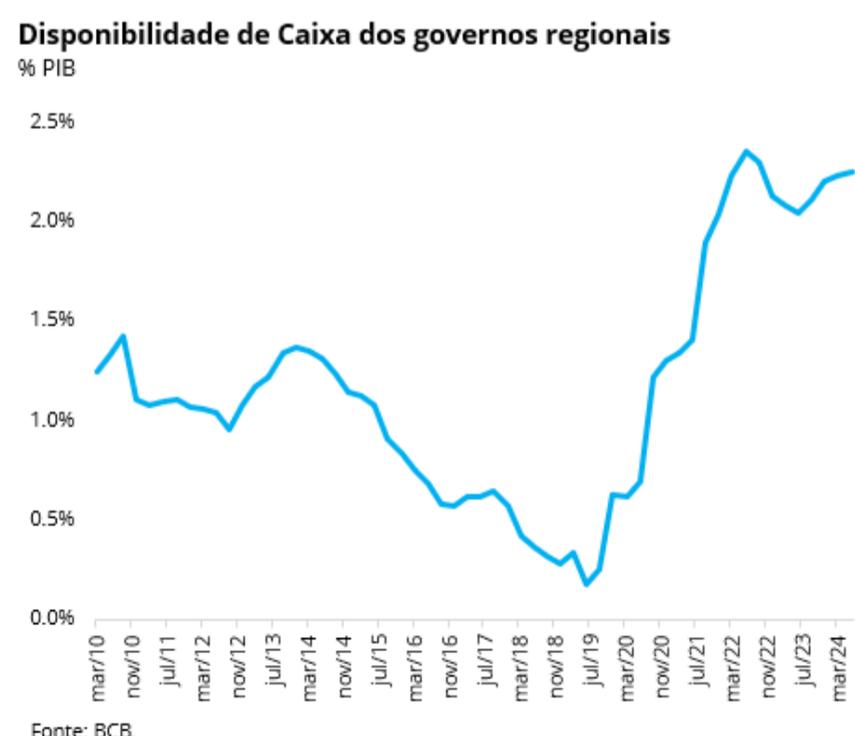
- **Atividade econômica: a contribuição do crédito**

Não é novidade o fato de que a atividade econômica local

vem recorrentemente surpreendendo as expectativas dos agentes e tem mostrado notável resiliência ao longo de todo o ano de 2024. A forte reversão do impulso fiscal no segundo semestre não foi capaz de desacelerar o crescimento robusto, confirmado não apenas pelo PIB do 3º trimestre – que mostrou variação positiva de 0.9% QoQ SA, com forte contribuição dos componentes da demanda privada doméstica – mas também por dados preliminares do 4º trimestre: o IBC-Br do mês de outubro avançou uma vez mais acima das expectativas de mercado, na esteira de outras surpresas positivas vindas dos setores de serviços e comércio varejista.

Tendo essa realidade em mente, no passado visamos elencar algumas explicações possíveis para o enorme dinamismo da economia no curto prazo. Em ocasião anterior¹, apresentamos evidências de que o volume da política parafiscal se encontra – apesar dos riscos de aceleração – em patamares controlados e, em nosso entendimento, insuficientes para justificar a atual expansão de demanda. Uma segunda alternativa que destacamos² é o maior vigor do gasto fiscal no âmbito dos governos regionais, o qual explica a maior parte do crescimento interanual da despesa primária do governo geral no segundo trimestre de 2024. De fato, entendemos que uma maior disponibilidade de recursos no caixa de estados e municípios (Gráfico 1), tendência que se consolidou a partir de 2020, pode ser considerado um vetor expansionista importante, especialmente se combinado com aumentos nas transferências para estes entes. Uma terceira alternativa é o volumoso crescimento do crédito no país, tema que abordaremos com maiores detalhes nesta seção.

Gráfico 1:



¹ Ver nosso Relatório de Gestão de Outubro/2024.

² Ver nosso Relatório de Gestão de Novembro/2024.

³ O crédito ampliado total engloba também o setor público, que excluímos da análise.

Dados do Banco Central sobre empréstimos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) revelam crescimento real das concessões de crédito próximo a 10% YoY ao longo de todo o ano de 2024, algo que naturalmente se reflete no comportamento do saldo da carteira, que também cresceu a taxas comparáveis no período. Esses dados, no entanto, contam apenas parte da história. De fato, parcela significativa do vetor de crédito que desejamos dimensionar se deveu a uma expansão notável do mercado de capitais, evidenciado por um aumento expressivo de emissões de títulos privados e captações de empresas. Essas informações são um subconjunto do que o Banco Central define como crédito ampliado ao setor privado não financeiro³. No caso das famílias, o crédito ampliado é composto quase que inteiramente pela carteira de empréstimos do SFN. Já no caso das empresas, a situação é bem diferente, com volumes expressivos de crédito vindo de fora do SFN. Conforme podemos verificar no gráfico 2, os títulos de dívida compõem aproximadamente um terço do volume de crédito ampliado a pessoas jurídicas no Brasil, valor bastante próximo ao dos empréstimos e da dívida externa. E mais: este grupo foi o que mais cresceu em termos reais desde 2021, a taxas próximas de 20% YoY durante todo o ano de 2024 (Gráfico 3).

Gráfico 2:

Saldo de crédito ampliado a empresas

R\$ Bilhões, Valores Reais

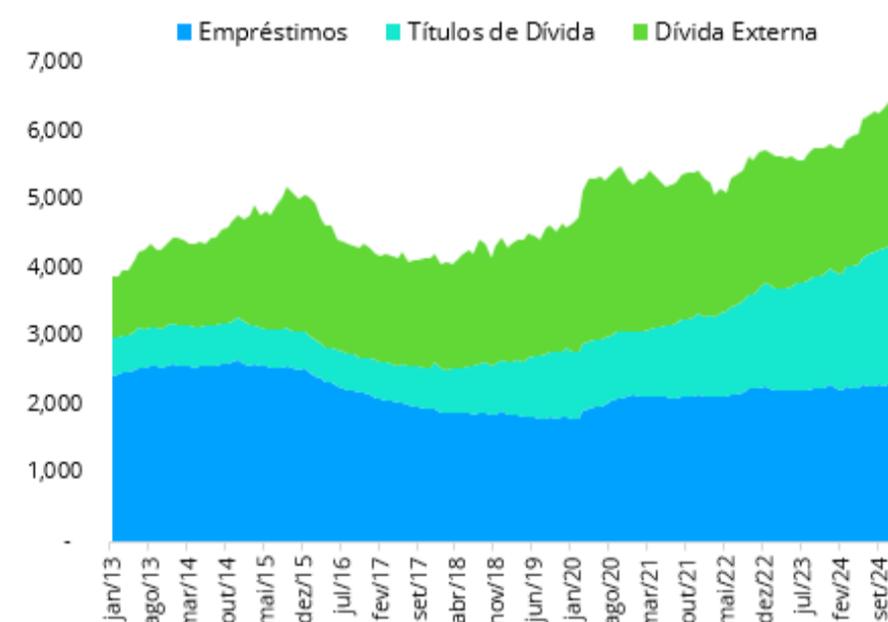


Gráfico 3:

Saldo de crédito ampliado a empresas

Variação % Real YoY



Fonte: BCB.

Realidade semelhante também se verifica nos dados abertos de mercados de capitais da ANBIMA. Em 2024, houve forte expansão nas emissões privadas de papéis de renda fixa, o que é coerente com o aumento observado no saldo da carteira de títulos de dívida de empresas. O gráfico 4 mostra a evolução, mês a mês, das emissões domésticas em renda fixa. De fato, houve uma expansão bastante forte ao longo de 2024, em níveis bem acima do verificado nos anos anteriores.

Gráfico 4:

Emissões Domésticas de Renda Fixa

R\$ bilhões - Valores Reais



Fonte: Anbima.

Tendo em vista este panorama, e com o objetivo de dimensionar a contribuição do crédito para a atividade econômica ao longo do tempo no Brasil, construímos uma métrica de impulso de crédito ampliado, definida como:

$$Impulso_t = \frac{Saldo_t - Saldo_{t-12}}{PIB_t} - \frac{Saldo_{t-12} - Saldo_{t-24}}{PIB_{t-12}}$$

Ao contrário da métrica usual⁴, nesse caso o saldo engloba o crédito ampliado ao setor privado não financeiro e exclui a dívida externa⁵. A ideia consiste em comparar o ritmo da variação do saldo de crédito ao longo do tempo, normalizado pelo nível de atividade econômica. De maneira mais intuitiva, se tratarmos a diferença de estoque da carteira entre dois períodos como uma proxy para as concessões líquidas, o que a medida nos fornece é o crescimento dessas concessões em proporção do PIB.

Adicionalmente, buscamos separar as contribuições vindas dos empréstimos do SFN e dos títulos de dívida interna para o impulso de crédito ampliado total. Conforme exposto no gráfico 5, essa medida de impulso assumiu patamar positivo a partir do segundo trimestre de 2024. Vale notar, ademais, que o impulso originado apenas no mercado de dívida empresarial parece ter magnitude similar na margem (em torno de 1.3% do PIB, em novembro) ao de toda a carteira de empréstimos/financiamentos do SFN, o que demonstra a relevância da contribuição deste segmento. No mais, nota-se que, considerando essa medida ampliada de saldo de crédito, o impulso encontra-se atualmente por volta de 2.5% do PIB, não muito distante das máximas históricas. Dessa forma, parece razoável concluir que o mercado de crédito teve papel relevante para a manutenção do dinamismo da atividade econômica em 2024, especialmente a partir do segundo trimestre, quando já se observava um arrefecimento do impulso fiscal.

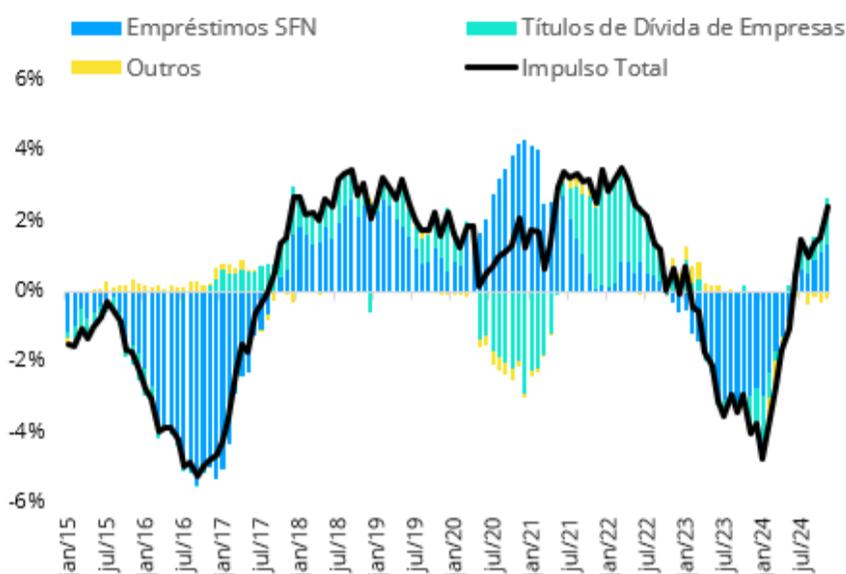
⁴ A métrica usual de impulso de crédito costuma considerar apenas os empréstimos do SFN.

⁵ Optamos por retirar da análise o estoque de dívida externa, pois entendemos que parte relevante da sua variação está mais relacionada ao comportamento da taxa de câmbio do que a novas concessões.

Gráfico 5:

Impulso de Crédito Ampliado ao Setor Privado

Contribuições, % PIB

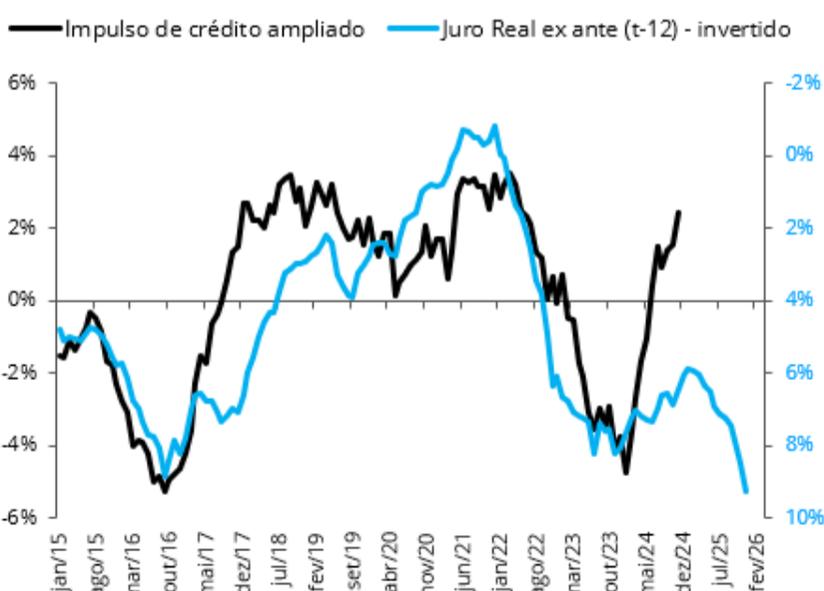


Fonte: BCB. Elaboração Gap asset.

Olhando para a frente, porém, convém questionar se este impulso continuará crescendo em um horizonte próximo. Essa pergunta é especialmente relevante dado o forte aperto das condições financeiras observado desde meados de 2024. No gráfico 6, observamos a correlação entre o impulso de crédito ampliado e a taxa de juros real ex-ante⁶, defasada em 12 meses. Como esperado, nota-se claramente que movimentos de aumento (redução) de juros reais costumam estar relacionados a reduções (aumentos) do impulso de crédito. Nesse sentido, é importante destacar que as fortes altas recentes dos juros futuros, cujos efeitos parecem ainda não ter sido sentidos no mercado de crédito privado, deve levar a uma retração importante do impulso no futuro, em última análise colaborando para desaquecer a economia.

Gráfico 6:

Impulso de crédito ampliado vs. Juro Real ex ante



Fonte: BCB e Bloomberg. Elaboração: Gap asset.

⁶ Definimos a taxa de juros real ex-ante como a taxa nominal de um ano precificada pelo mercado, deflacionada pela expectativa de inflação do FOCUS para os próximos 12 meses.

Considerações finais e portfólio

Nos mercados internacionais mantemos uma baixa utilização de risco. Após a decisão de um corte de 50 pontos base pelo Banco Central do Canadá e o FED mais *hawkish* optamos por praticamente zerar nosso aplicado no Canadá. Contudo, seguimos gostando da tese e podemos voltar a aplicar juros no país assim como no Reino Unido no decorrer de 2025. Nas moedas seguimos operando taticamente vendidos no euro e no renminbi.

Mantemos nossa posição comprada em urânio, apesar das recentes dificuldades devido à queda no preço *spot* da commodity nos últimos meses. De fato, de um pico de aproximadamente \$106 em fevereiro de 2024, a commodity atingiu cerca de \$70 em dezembro de 2024. Embora o mercado *spot* não seja onde ocorrem as transações mais relevantes, ele acaba influenciando o mercado, mesmo que de forma psicológica. No mercado a termo, que é muito mais relevante, o preço continua a subir, situando-se hoje um pouco acima de \$80.

Nossa visão permanece de que, sob a perspectiva de demanda e oferta, há uma incompatibilidade entre o crescimento da demanda futura e a oferta futura, o que exigirá aumentos significativos nos preços. Notícias positivas, nos últimos meses, de que empresas de tecnologia estão investindo cada vez mais em *data centers* e necessitam de fontes de energia limpa, só reforçam nosso otimismo em relação à demanda. O Japão recentemente tem mostrado sinais mais claros de retorno ao uso da energia nuclear. De fato, uma nova proposta prevê que a energia nuclear responda por 20% da oferta de energia em 2040, em comparação com 8,5% no final de 2023.

A realidade é que atingir as metas de menores emissões globais exigirá necessariamente um maior uso da energia nuclear. Do lado da oferta, a commodity tem uma longa história de decepções e a mineração não é uma tarefa fácil, portanto, acreditamos que haverá decepções nas projeções futuras do lado da oferta. A geopolítica continua a afetar o mercado. Recentemente, a Joint Venture Inkai, entre a Kazatomprom (empresa estatal do Cazaquistão e maior produtora global) e a Cameco (empresa canadense e segunda maior produtora global), anunciou a suspensão da produção de urânio no Cazaquistão. A Cameco, que possui 40% da JV, disse ter sido surpreendida pela suspensão devido à "falta de documentação necessária".

Para nós, essa suspensão parece um tanto estranha e sugere que o urânio do Oriente pode ter um destino específico no

futuro: a China. Não descartamos também a possibilidade de a Cameco sair da JV no futuro. Enfim, é possível que o urânio do Oriente não esteja mais tão disponível assim no futuro para as usinas do Ocidente, o que também deve elevar o preço.

Em Brasil, estamos mantendo um posicionamento leve. Temos uma pequena posição aplicada em juros reais intermediários combinada com a compra de USDBRL. Consideramos os níveis atuais de juros reais bastante atrativos, do ponto de vista histórico, e enxergamos uma convexidade potencial no par em casos de estresses mais extremos de mercado. Em Bolsa, continuamos com o *gross* do L&S reduzido e com o portfólio mais direcionado a empresas exportadoras e com *duration* mais curto. Apesar de continuarmos achando que existem muitos ativos domésticos com *valuation* atrativo, a combinação de iminente revisão de lucro para baixo em 2025 dada a deterioração macro e uma potencial nova onda de resgates demanda uma abordagem mais conservadora para Bolsa Brasil. Adicionalmente, montamos posições pequenas em bolsa na Argentina e nos EUA.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	dez/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses*
Juros Internacional	-0,25%	0,28%	0,28%	-2,35%	6,31%	11,51%	10,80%
Juros Nacional	-0,79%	-9,23%	-9,23%	-5,77%	-7,81%	-2,99%	2,64%
Bolsa Internacional	-0,01%	-1,09%	-1,09%	-2,16%	6,89%	8,30%	14,85%
Bolsa Brasil	-0,50%	-4,96%	-4,96%	-10,89%	-12,25%	-17,99%	-21,03%
BRL	0,45%	-3,06%	-3,06%	-4,97%	-11,40%	-11,35%	-8,51%
Moedas	0,59%	1,32%	1,32%	3,56%	2,07%	2,94%	4,05%
Commodities	-0,89%	-1,12%	-1,12%	-1,36%	-2,12%	-1,20%	-1,46%
CDI	0,92%	10,87%	10,87%	25,34%	40,85%	47,04%	51,11%
Despesas	-0,19%	-2,17%	-2,17%	-4,21%	-8,17%	-11,23%	-14,92%
Resultado Líquido	-0,68%	-9,16%	-9,16%	-2,81%	14,36%	25,02%	37,54%

*Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO XP SEGUROS IQ FIC FIM

Estratégia	dez/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Juros Internacional	-0,34%	0,18%	0,18%	-2,51%	6,05%	11,08%
Juros Nacional	-0,84%	-9,28%	-9,28%	-5,85%	-7,89%	-3,15%
Bolsa Internacional	-0,02%	-1,12%	-1,12%	-2,22%	6,58%	7,92%
Bolsa Brasil	-0,08%	-5,03%	-5,03%	-11,16%	-12,50%	-18,65%
BRL	0,43%	-3,31%	-3,31%	-5,19%	-11,62%	-11,47%
Moedas	0,57%	1,34%	1,34%	3,50%	1,95%	2,78%
Commodities	-1,00%	-1,26%	-1,26%	-1,59%	-2,40%	-1,53%
CDI	0,92%	10,87%	10,87%	25,34%	40,85%	47,04%
Despesas	-0,17%	-2,00%	-2,00%	-4,10%	-8,23%	-11,55%
Resultado Líquido	-0,53%	-9,63%	-9,63%	-3,79%	12,79%	22,46%

*Data de início: 05/06/2020