

Relatório de Gestão

Janeiro de 2025

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em janeiro, o Gap Absoluto apresentou um resultado de 1,14%, acumulando -8,52% nos últimos 12 meses.

As principais contribuições positivas vieram do *book* de moedas, aplicadas em juros nacional, compradas em bolsa internacional e nacional. Posições aplicadas em juros internacional e posições compradas no Dólar x Real foram detratoras de performance.

No cenário exterior o grande destaque do mês foi a posse de Donald Trump como presidente dos EUA. Como esperado, assuntos como impostos e mudanças de pessoas em cargos de confiança foram pauta e trouxeram o risco de desaceleração global para a narrativa.

No Brasil, os ativos de risco tiveram um mês de alívio. Alguns fatores contribuíram para essa melhora, entre eles: sinais de moderação na atividade econômica, uma antecipação do cenário eleitoral — impulsionada pela queda na popularidade do presidente Lula — e um posicionamento técnico relativamente leve no mercado brasileiro. Nesta carta, trazemos uma análise do contexto político atual e das perspectivas para a eleição de 2026.

Internacional

- **Primeiros atos do Governo Trump**

Janeiro foi marcado por incertezas sobre a política tarifária do novo governo dos EUA. Ao longo dos meses anteriores, Donald Trump ameaçou impor tarifas a diversos países, argumentando que os Estados Unidos — o maior mercado consumidor global — estariam sendo prejudicados por práticas comerciais desleais de seus parceiros. Além disso, o governo destacou como motivações a preocupação com a entrada de imigrantes ilegais nas fronteiras e a crise de saúde pública relacionada ao fentanil, um potente opioide amplamente utilizado em drogas ilícitas.

No final do mês, a imposição de tarifas de 25% sobre México e Canadá foi suspensa por 30 dias. Nossa análise sugere que, neste momento, as medidas contra os dois países têm foco específico nas questões do fentanil e do controle migratório. O movimento sugere uma tática de barganha geopolítica, usando instrumentos econômicos para avançar agendas não comerciais.

As ameaças tarifárias, em sua essência, parecem integrar uma estratégia mais ampla de reformulação do sistema tributário americano. Declarações de Trump e de seu círculo próximo sugerem que o objetivo é reduzir progressivamente a dependência de impostos sobre renda e ampliar a captação de receitas por meio do comércio internacional, revivendo um modelo histórico adotado pelos EUA entre o final do século XIX e as primeiras décadas do século XX. Essa proposta, contudo, suscita controvérsias: embora as tarifas pressionem custos em setores diretamente afetados, não as consideramos inerentemente inflacionárias em larga escala, especialmente em um cenário de expectativas de inflação estáveis. No entanto, seus efeitos adversos sobre o crescimento econômico são evidentes, uma vez que geram encarecimento de insumos estratégicos e inibem fluxos comerciais globais. Além disso, a ambiciosa redução tributária implementada no primeiro mandato — embora positiva em termos de estímulo — exige contrapartidas fiscais para obter aval legislativo. Nesse contexto, as tarifas, por si só, mostram-se claramente insuficientes para compensar o volume de receita perdida com os cortes de impostos, exigindo mecanismos adicionais de equilíbrio orçamentário.

Em um cenário de guerra comercial prolongada, é provável que os principais Bancos Centrais ao redor do mundo adotem políticas monetárias mais expansionistas, mantendo taxas de juros baixas para contrabalançar a contração gerada pelas tarifas sobre a atividade.

O dólar registrou uma discreta correção após o anúncio de Trump sobre o adiamento da imposição de tarifas a México e Canadá, o que levantou questionamentos sobre até que ponto esses impactos já estavam precificados no mercado. Desde o final de setembro, a trajetória da moeda americana vinha seguindo uma tendência quase ininterrupta de valorização. Nesse contexto, determinar qual parte dessa dinâmica estava ligada especificamente às expectativas de tarifas, e quanto refletia o otimismo em relação ao novo governo dos EUA — somado às perspectivas favoráveis para a economia local — torna-se uma tarefa complexa. Por isso, consideramos natural esse ajuste recente da divisa. No entanto, é importante destacar que, nos próximos meses, a avaliação clara da saúde da economia americana enfrentará

obstáculos. A conjuntura eleitoral, as mudanças nas políticas públicas e a volatilidade relacionada às tarifas comerciais devem atuar como elementos disruptivos, dificultando a identificação de tendências sólidas e a separação entre fatores transitórios e fundamentos econômicos reais.

O mercado de urânio registrou extrema volatilidade em janeiro, com os ganhos acumulados no mês praticamente dissipando-se após o anúncio do Deepseek R1 no final do mês. O setor enfrentou pressão significativa diante de especulações sobre uma possível redução na necessidade de energia para determinadas aplicações. Embora reconheçamos o entusiasmo em torno dos avanços em inteligência artificial (IA), é importante destacar que nossa tese de investimento em urânio nunca incluiu, em suas premissas, um incremento na demanda energética diretamente vinculado à IA. Esse tema, embora frequentemente destacado como um "bônus adicional" em análises recentes, não foi incorporado a nossas projeções de demanda futura. Nosso cenário prospectivo mantém-se alicerçado em um amplo *déficit* entre oferta e demanda na próxima década, cenário que sustenta a expectativa de valorização contínua do preço da *commodity*. Adicionalmente, reforçamos que uma das primeiras medidas executivas do presidente Trump incluiu a potencial avaliação da classificação do urânio para mineral crítico para os EUA. Em nosso entendimento, essa classificação demonstra o desejo do novo governo de acelerar licenciamentos para novas minas e reativar projetos parados. Também é importante destacar que o novo secretário de energia, Chris Wright, fez parte do conselho da Oklo, empresa de SMR (*small modular reactors*) e é um entusiasta da energia nuclear.

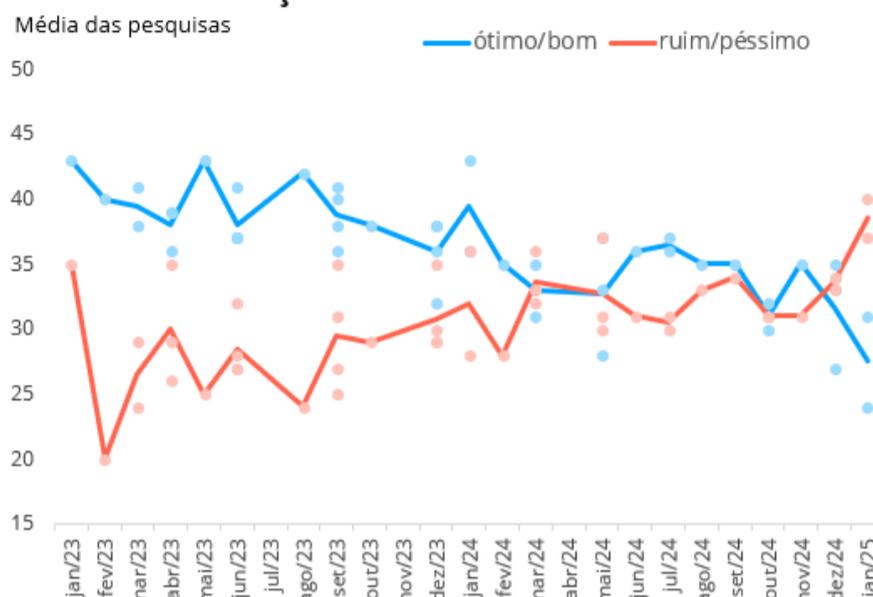
Brasil

- **A deterioração da popularidade de Lula e suas implicações para 2026**

A popularidade do presidente Lula tem apresentado tendência de piora desde o início de seu terceiro mandato. Como ilustrado no Gráfico 1, a avaliação positiva do governo caiu progressivamente ao longo de 2023 e 2024, convergindo para um ponto de inflexão em janeiro de 2025, quando a crise do PIX e a alta dos preços dos alimentos agravaram ainda mais o cenário. Esse declínio na aprovação presidencial levanta questionamentos sobre a viabilidade de uma recuperação até as eleições de 2026 e suas possíveis repercussões para os mercados.

Gráfico 1:

Gráfico 1 - Avaliação do Governo Lula



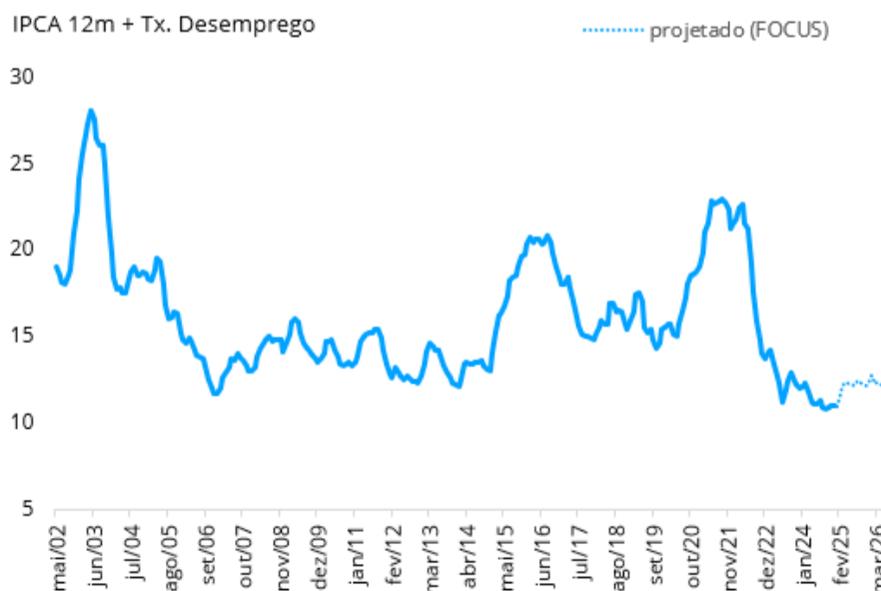
Fonte: Datafolha, Quaest, CNT/MDA, Poder 360, Ipec.

- **O papel das condições econômicas**

Apesar da piora da percepção pública sobre o governo, as condições macroeconômicas não justificam, por si só, a deterioração da popularidade. O Índice de Miséria¹, ilustrado no Gráfico 2, está atualmente no menor nível em mais de 20 anos, o que significa um ambiente de inflação e taxas de desemprego bastante baixos historicamente. Mesmo uma piora já contratada dessas variáveis nos próximos meses, conforme esperado pela pesquisa FOCUS para 2025 e 2026 (linha pontilhada), não deve alterar significativamente essa métrica de bem-estar econômico.

Gráfico 2:

Gráfico 2 - Índice de Miséria



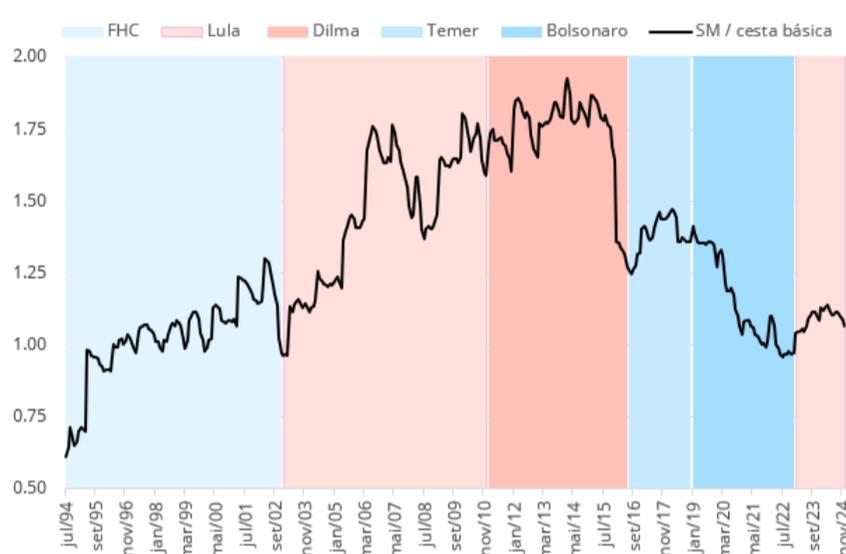
Fonte: IBGE. Elaboração Gap asset.

¹ Definido como a soma da taxa de inflação e da taxa de desemprego.

Por outro lado, o poder de compra do salário-mínimo² segue distante dos picos observados nos primeiros mandatos de Lula. Ainda que o governo tenha implementado reajustes salariais, esses incrementos não foram suficientes para restaurar os níveis de consumo da população, sobretudo em um contexto de inflação persistente nos preços de bens essenciais. O desafio adicional é que um novo ciclo de elevação inflacionária, combinado com um menor crescimento da economia nos próximos trimestres, pode agravar ainda mais essa percepção negativa.

Gráfico 3:

Gráfico 3 - Salário Mínimo / Cesta Básica

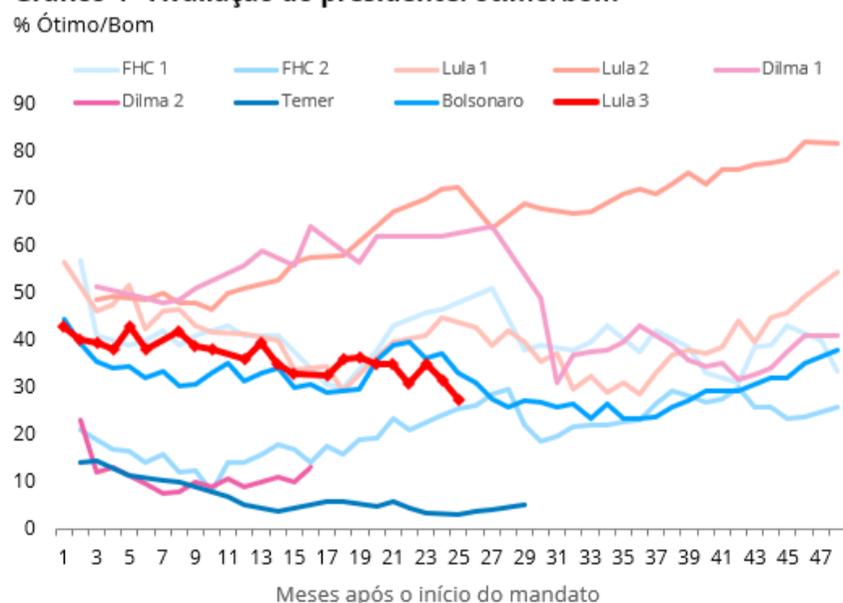


Fonte: Ministério do Trabalho e Procon.

Historicamente, a segunda metade dos mandatos presidenciais no Brasil tende a ser marcada por uma queda na popularidade (ainda que, em alguns casos, ocorra uma leve recuperação nos meses finais). Como ilustrado no Gráfico 4, apenas os segundos mandatos de FHC e Lula escaparam a essa tendência³.

Gráfico 4:

Gráfico 4 - Avaliação do presidente: ótimo/bom



² Definido aqui como a razão entre o salário-mínimo e o custo da cesta básica.

³ Apenas nesses dois casos observamos uma popularidade média superior na segunda metade do mandato, em relação à primeira metade.

Somando-se às perspectivas econômicas piores à frente, esse padrão indica que uma reversão do atual quadro de desaprovação parece improvável no curto e médio prazo.

• **Questões socioculturais e a conexão com o eleitorado**

Outro fator relevante para a deterioração da popularidade do presidente Lula é o crescente impacto de questões socioculturais no cenário político. O Brasil tem experimentado uma ascensão de pautas conservadoras, impulsionada pelo avanço do eleitorado evangélico e pela consolidação de novas dinâmicas no mercado de trabalho (especialmente via aplicativos). Nesse contexto, o presidente Lula tem encontrado dificuldades em dialogar com essa nova base eleitoral. Essa desconexão ajuda a explicar, em parte, não apenas a perda de apoio em nível nacional, mas também em redutos tradicionalmente petistas, como o Nordeste e as classes de renda mais baixa.

Outro reflexo desse fenômeno é a escassez de lideranças competitivas na esquerda para 2026. Mesmo admitindo que pode não concorrer, Lula permanece como o único candidato viável dentro de seu campo político, enquanto seus possíveis sucessores mostram-se muito menos competitivos nas pesquisas. Em contrapartida, a direita se diversificou e ampliou seu leque de candidatos, incluindo tanto perfis ligados à política tradicional quanto figuras com uma postura mais *anti-establishment*. Essa assimetria, em nossa visão, revela uma mudança estrutural no comportamento do eleitorado brasileiro.

Se essa dimensão sociopolítica for de fato determinante para a configuração do cenário eleitoral, o governo encontrará grandes dificuldades para reverter a tendência de queda na popularidade. Medidas econômicas, como ampliação de programas sociais e aumento do gasto público, podem não ser suficientes para resgatar essa parcela do eleitorado. Assim, uma estratégia centrada exclusivamente na expansão do assistencialismo pode gerar riscos fiscais sem garantir um retorno efetivo em aprovação.

• **Impactos para os mercados**

Do ponto de vista dos mercados, a deterioração da popularidade presidencial abre espaço para diferentes interpretações. Do lado negativo, as eleições ainda estão muito distantes, o que pode levar o governo a adotar medidas populistas de alto custo fiscal. A proposta de isenção do Imposto de Renda para quem ganha até cinco salários-mínimos é um exemplo concreto desse tipo de medida. Embora tenha potencial para ampliar a base de apoio ao governo, essa medida aumenta o risco de descontrole fiscal,

Especialmente se não vier acompanhada de ajustes compensatórios na arrecadação.

Por outro lado, a perspectiva de uma vitória da direita em 2026 pode funcionar como uma âncora para os mercados, considerando que muitos ativos brasileiros já se encontram bastante descontados. Um candidato de direita, caso eleito, teria relativa facilidade para reverter parte da atual expansão fiscal, incluindo a política de valorização do salário-mínimo, o que poderia melhorar a percepção de sustentabilidade das contas públicas. Além disso, uma abordagem econômica pautada pela redução do crescimento do gasto público e pela retomada das reformas estruturais poderia viabilizar uma queda significativa das taxas de juros, melhorando a solvência fiscal do país.

Em resumo, a sucessão de 2026 será um tema central para os mercados nos próximos dezoito meses. Se nossa leitura do cenário político e econômico estiver correta, uma alternância de poder parece altamente provável. A grande questão é o caminho até lá. O governo parece disposto a tolerar certa desaceleração da economia para facilitar o encerramento do ciclo de alta de juros e, eventualmente, estimular cortes nas taxas. O risco, entretanto, é que uma desaceleração mais abrupta, combinada com uma piora na popularidade, leve a uma resposta fiscal agressiva. Esse não é o nosso cenário base, mas trata-se de um risco que precisaremos monitorar de perto.

Considerações finais e portfólio

Do ponto de vista dos mercados, avaliamos que o mandato de Trump deverá registrar uma volatilidade média superior à observada nos últimos anos. O presidente demonstra, ao menos em suas primeiras semanas, menor sensibilidade às reações de curto prazo dos investidores, priorizando agendas estruturais. Políticas assertivas de desregulamentação e contenção de gastos públicos, de fato, recebem respaldo positivo do mercado. Contudo, as tarifas comerciais emergem como vetores de volatilidade, e a proposta de reengenharia tributária — que busca substituir receitas fiscais tradicionais por tributos vinculados ao comércio exterior — configura um experimento sem paralelos no cenário global contemporâneo.

Nossa análise sugere que a persistência nessa agenda tornará quase inevitável a cobrança de tarifas sobre a União Europeia, além da intensificação de medidas protecionistas contra a China. México e Canadá também tendem a permanecer no radar, ainda que com nuances geopolíticas

citadas acima. Diante desse cenário, mantemos exposições compradas táticas em dólar frente ao euro, enquanto reduzimos temporariamente nossa posição frente ao renminbi, aguardando níveis mais atraentes para reentrada.

No *front* de mercados emergentes, posicionamo-nos de forma seletiva: possuímos pequenas exposições aplicadas em títulos de longo prazo do Chile e em posições compradas na moeda local. A nosso ver, o mercado precificou um cenário excessivamente pessimista em relação aos juros chilenos com excessivas altas. Adicionalmente, a convergência entre as taxas de juros do Chile e dos EUA estimulou operações de *carry trade*, mas entendemos que essa dinâmica se descolou temporariamente dos fundamentos domésticos, criando oportunidades de correção.

Por fim, mantemos posições compradas em urânio, em meio à volatilidade cíclica da *commodity*, fundamentadas em sinais de recuperação estrutural da demanda global — impulsionada pela transição energética — e por gargalos persistentes na oferta.

Em Brasil, seguimos com exposição reduzida nos ativos brasileiros. Em renda fixa, temos uma pequena posição aplicada em juro real intermediário. Em bolsa, continuamos com *Long&Short* beta neutro com *overweight* em bancos, elétricas e petróleo vs. IBOV. Além disso, temos uma posição pequena em Argentina. Apesar do *valuation* descontado em diversas empresas de qualidade, temos dificuldade de ficar construtivo com Bolsa Brasil pois acreditamos que haverá 1) revisão de lucro para baixo neste início de 2025, e 2) uma dinâmica de resgate ainda desfavorável neste primeiro semestre com o aumento da Selic.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	jan/25	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses*
Juros Internacional	-0,16%	-0,16%	-0,97%	-2,10%	6,30%	10,94%	11,19%
Juros Nacional	0,18%	0,18%	-8,51%	-5,54%	-9,20%	-3,68%	2,85%
Bolsa Internacional	0,14%	0,14%	-0,70%	-1,98%	6,68%	8,68%	14,82%
Bolsa Brasil	0,16%	0,16%	-4,66%	-10,20%	-12,00%	-17,70%	-20,17%
BRL	-0,36%	-0,36%	-2,20%	-4,28%	-11,89%	-10,31%	-8,60%
Moedas	0,29%	0,29%	1,65%	2,81%	2,28%	3,15%	4,25%
Commodities	0,10%	0,10%	-1,83%	-1,73%	-2,06%	-1,09%	-1,27%
CDI	1,01%	1,01%	10,92%	25,20%	41,23%	48,30%	52,06%
Despesas	-0,21%	-0,21%	-2,21%	-4,25%	-7,86%	-11,24%	-14,92%
Resultado Líquido	1,14%	1,14%	-8,52%	-2,08%	13,48%	27,04%	40,21%

*Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO XP SEGUROS IQ FIC FIM

Estratégia	jan/25	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Juros Internacional	-0,19%	-0,19%	-1,09%	-2,28%	6,01%	10,47%
Juros Nacional	0,18%	0,18%	-8,55%	-5,63%	-9,29%	-3,84%
Bolsa Internacional	0,14%	0,14%	-0,73%	-2,05%	6,36%	8,29%
Bolsa Brasil	-0,03%	-0,03%	-4,87%	-10,66%	-12,42%	-18,60%
BRL	-0,37%	-0,37%	-2,34%	-4,49%	-12,13%	-10,47%
Moedas	0,32%	0,32%	1,70%	2,80%	2,19%	3,02%
Commodities	0,07%	0,07%	-2,00%	-1,93%	-2,37%	-1,46%
CDI	1,01%	1,01%	10,92%	25,20%	41,23%	48,30%
Despesas	-0,19%	-0,19%	-2,03%	-4,11%	-7,88%	-11,55%
Resultado Líquido	0,94%	0,94%	-8,99%	-3,14%	11,70%	24,16%

*Data de início: 05/06/2020