

Relatório de Gestão

Outubro de 2024

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Em outubro, o Gap Absoluto apresentou um resultado de -4,14%, acumulando -6,57% no ano.

O principal impacto negativo veio das posições aplicadas em juros *offshore*, especialmente no Reino Unido. As posições aplicadas em juros nacionais e compradas em bolsa no Brasil também contribuíram negativamente para a performance do fundo. Por outro lado, a posição comprada em mineradoras de urânio teve um bom desempenho no mês.

O mercado internacional foi marcado pelo *trade* Trump. Independentemente de o ex-presidente se consagrar o verdadeiro vencedor da eleição americana, o movimento foi bastante expressivo durante o mês.

O mercado local teve mais um mês de *stress* nos ativos financeiros. A questão fiscal permanece no centro das atenções, mas foi amplificada em outubro pelo movimento de dólar forte e abertura das taxas de juros globais.

Internacional

Como dito no início desta carta, outubro foi marcado por uma antecipação do favoritismo de Donald Trump. Esperamos que ele realmente vença as eleições, mas fomos surpreendidos pela intensidade da alta do dólar e dos juros em outubro. Trump já mencionou que sua palavra favorita do dicionário é “tarifas”, e esperamos que seu segundo mandato seja caracterizado por um aumento generalizado de tarifas sobre diversos países, não apenas a China. Outro aspecto importante de um possível segundo mandato é a questão dos impostos. Trump promete estender e até ampliar os cortes de impostos. Com a Dívida/PIB americana, e basicamente de todo o mundo, em trajetória ascendente, isso também causou um aumento no prêmio de risco das Treasuries, resultando na alta generalizada dos juros no mês. A eleição na Câmara dos Deputados também será importante e é difícil prever qual partido terá maioria. Vemos uma pequena vantagem para os Republicanos, o que poderia resultar em um “*red sweep*”, já que o Senado provavelmente terá maioria Republicana. Apesar disso, consideramos exagerado o medo do mercado em relação a esse cenário. Embora Trump argumente que reduzirá ainda mais os impostos, vemos pouco espaço prático para isso.

Além disso, as tarifas provavelmente aumentarão a inflação, mas mais no nível do que na variação em si. Por fim, a menor imigração em um eventual segundo governo Trump deve também elevar a inflação, mas prejudicar o crescimento.

Com a eleição tão próxima, a análise dos dados econômicos ficou em segundo plano. Após a redução de 50 pontos base pelo FED em setembro, os juros subiram continuamente, influenciados pelas eleições. O relatório de emprego de setembro, divulgado no início de outubro, foi muito mais forte do que o esperado e contribuiu para essa alta. No entanto, o relatório de outubro, divulgado no primeiro dia de novembro, apresentou revisões significativas para baixo. Todavia, devido a diversos furacões, especialmente o furacão Milton, que prejudicaram a atividade no sul dos Estados Unidos, não sabemos ao certo qual é a real situação do mercado de trabalho americano. A nossa visão é que o relatório de setembro foi um *outlier* e exagerou a força do mercado de trabalho americano. Com isso, o FED deve continuar cortando as taxas de juros em suas próximas reuniões. É claro que o resultado eleitoral influenciará o comitê. Embora o presidente Powell insista que a política não influencia o FED, sabemos que isso não é verdade. A política fiscal tem enorme influência sobre a economia, assim como decisões sobre tarifas e imigração. Dessa forma, esperamos que o FED adote uma postura “*menos dovish*” em um eventual segundo mandato de Trump. Contudo, a precificação se tornará exageradamente “*hawkish*” caso os juros se elevem ainda mais dos patamares atuais.

No Reino Unido, o orçamento apresentado pelo governo trabalhista trouxe memórias negativas do período de Liz Truss, no final de 2022, quando as Gilts (títulos do tesouro inglês) tiveram forte elevação nas taxas de juros. O momento atual provavelmente foi exacerbado pela proximidade da eleição americana e pela aversão ao risco dos investidores globais. Sem dúvida, o pacote apresentado pela Chanceler Rachel Reeves representa um aumento significativo nos gastos fiscais, não visto nem em 2022. No entanto, esse aumento ocorre por meio de elevação de impostos e, portanto, acreditamos que será pouco eficaz em aumentar o crescimento. Em 2022, houve uma queda generalizada de impostos, e isso fez com que as métricas fiscais, como

Dívida/PIB, aumentassem quase continuamente. Desta vez, pelo menos, houve uma atenção maior a essas métricas, que permanecem elevadas, mas estáveis nos próximos anos. Como o OBR, órgão independente que analisa as finanças do Reino Unido, elevou sua projeção de crescimento para 2025 e reduziu o grau de aperto fiscal para o próximo ano, o mercado ficou nervoso e retirou boa parte das quedas de juros do BoE (Bank of England). Acreditamos que essa precificação foi exagerada. O mercado chegou a precificar quase nenhuma queda de juros para o próximo ano. Apesar de discordarmos do mercado, reduzimos nossas posições aplicadas por uma questão de *stop* e gerenciamento de risco.

Brasil

Os mercados aguardam com ansiedade o pacote de corte de gastos, visto como o último *trigger* capaz de tirar a economia brasileira do ciclo vicioso entre juros altos e crise de confiança fiscal. Ainda que o governo tenha conseguido cumprir o arcabouço fiscal até aqui, surpreendendo até os mais céticos, uma série de ruídos se sobrepuseram às conquistas, e o momento exige entregas mais substanciais.

Muito tem sido ventilado na mídia e nos bastidores acerca do pacote de gastos, e nossa visão é que a qualidade do pacote dependerá da coragem do governo de avançar sobre temas estruturais e com efeitos perenes no tempo. Fala-se de uma emenda à constituição, o que seria positivo, mas os detalhes serão tão ou mais importantes que os instrumentos jurídicos. Uma proposta que seja percebida como eficaz em conter o crescimento de algumas despesas e garanta a sobrevivência do arcabouço nos próximos anos (não apenas até 2026) tenderá a ser bem recebida e poderá levar a uma descompressão importante nos prêmios de risco.

Para além do pacote de gastos, a atenção do mercado tem recaído recentemente na política fiscal que não está contemplada pelo arcabouço fiscal. Mais especificamente, argumenta-se que o arcabouço perdeu relevância como guia para as expectativas fiscais, em função de (1) uma quantidade excessiva de excepcionalizações da meta de primário e do teto de gastos (precatórios, gastos com tragédias naturais, Fundeb); (2) o excesso de ruídos e tentativas de burlar as regras fiscais (caso do vale-gás, por exemplo); e (3) a volta das operações parafiscais, através do BNDES e de fundos públicos.

Na seção a seguir analisamos com maiores detalhes esse último ponto. Em linhas gerais, tentaremos demonstrar que, ainda que haja erros e excessos no uso de alguns fundos, a

política parafiscal do governo Lula 3 não mostra grande aceleração na margem e ainda se encontra muito aquém do auge do uso desse instrumento, nos governos Lula 2 e Dilma. Principalmente se considerarmos o volume de crédito subsidiado, que hoje é radicalmente menor.

Participação da União em fundos e política parafiscal

O tema dos fundos ganhou bastante atenção dos mercados nos últimos tempos. Ótimos materiais foram produzidos por alguns bancos e corretoras¹, de modo que tentaremos focar nossa análise em pontos ainda pouco explorados.

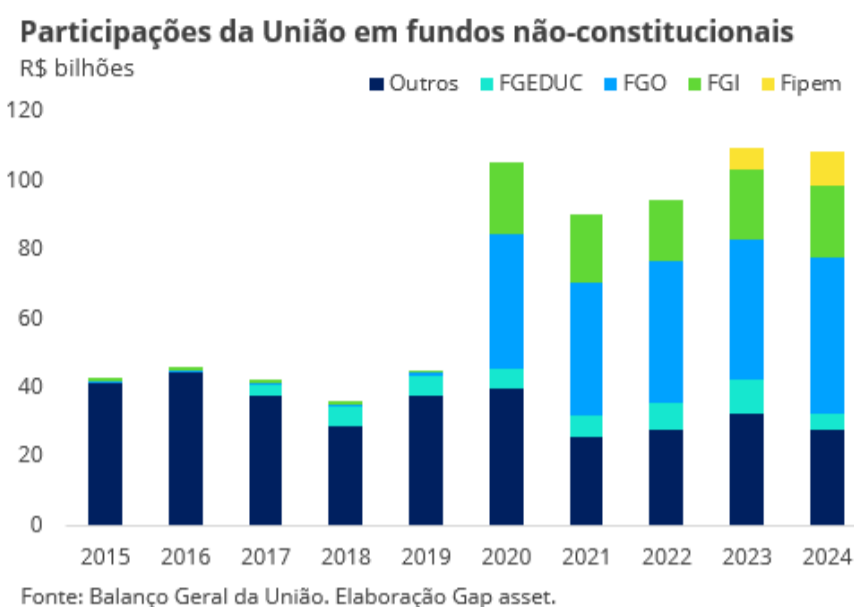
Grosso modo, podemos dividir os fundos em dois tipos, públicos e privados. Os fundos públicos são uma espécie de subdivisão da Conta Única do Tesouro. Recebem aportes vinculados a receitas específicas da União e se destinam a dispêndios com destinação determinada. Alguns exemplos: Fundo Social (FS), Fundo Nacional da Aviação Civil (FNAC) e Fundo Nacional do Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT). Tanto as receitas quanto as despesas que passam por esses fundos entram na contabilidade do resultado primário. Como pode ser visto no gráfico 1, o patrimônio desses fundos (incluídos na rubrica "outros") tem sido relativamente estável ao longo do tempo.

Já os fundos privados possuem um patrimônio separado da União, que é a maior cotista. Aportes do governo constituem despesa primária, mas desembolsos do fundo ficam fora do Orçamento. Os principais fundos nessa categoria são os fundos garantidores, nos quais destacamos o FGO, FGI e FGEDUC. O objetivo desses fundos é atuar como uma garantia da União para empréstimos ao setor privado, reduzindo assim o risco das operações (cada fundo e programa possuem desenhos específicos). Trata-se de operações de crédito, e não desembolsos fiscais a fundo perdido. Integra, portanto, o rol de políticas parafiscais. Por serem em parte garantidas pela União, essas linhas de financiamento acabam oferecendo condições mais benignas para o tomador de crédito do que estes obteriam junto ao sistema financeiro privado. Esses fundos já existiam há muitos anos, mas foram fortemente capitalizados durante a pandemia (caso do FGO e do FGI), para alavancar linhas de crédito ao setor privado e ajudar na recuperação econômica.

Como pode ser observado no gráfico 1 abaixo, a participação da União em fundos permanentes deu um salto em 2020 (pandemia), mas desde então não tem se expandido de forma significativa.

¹ Destacamos a Nota Técnica 60 da Warren Rena, "Participações Permanentes da União em Fundos", e o relatório da XP Investimentos, "Impacto potencial da expansão parafiscal por meio de fundos públicos e privados".

Gráfico 1:

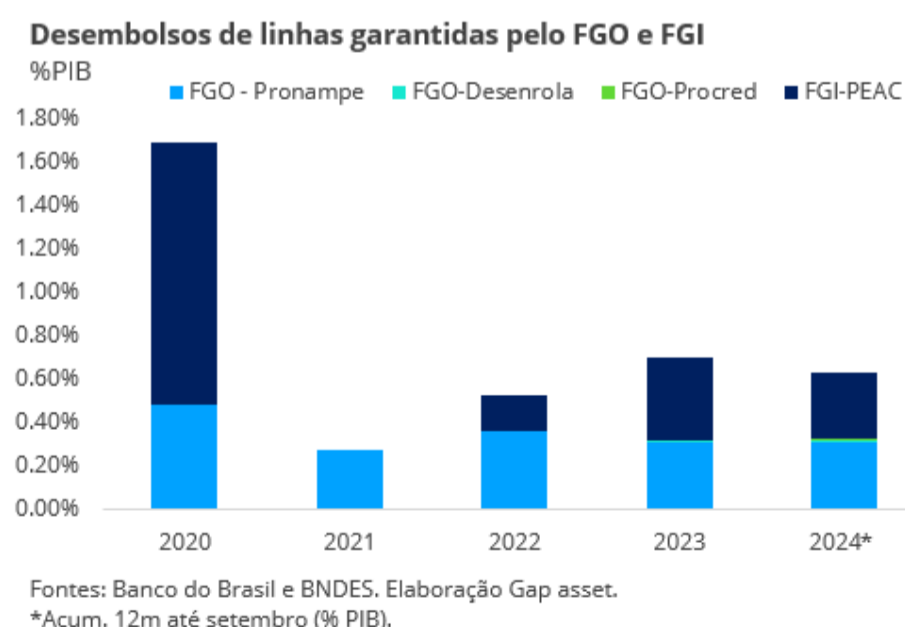


Um outro fundo privado, de natureza diversa dos fundos garantidores e que foi de fato uma inovação desse governo, é o Fipem². Esse fundo foi criado e capitalizado em 2023 por recursos fora do teto de gastos (R\$ 6 bilhões à época) e é atualmente usado para realizar pagamentos referentes ao programa pé-de-meia. O programa pé-de-meia prevê o pagamento de dez parcelas mensais de R\$ 200 e um adicional de R\$ 1.000/ano a alunos do ensino médio que concluírem o ciclo escolar, totalizando R\$ 9.000 por aluno. Atualmente o programa atinge 3,9 milhões de estudantes, o que significa um custo anual de cerca de R\$ 12 bilhões. Não estamos entrando aqui no mérito do programa em si, o que é tema para outro fórum. O problema do programa é a maneira como foi desenhado o seu financiamento. Trata-se de um caso claro de burla à regra fiscal, que não se restringiu ao pecado original da sua criação. Como o aporte inicial de R\$ 6 bi não foi suficiente para os dispêndios nesse primeiro ano, o governo autorizou em meados do ano um remanejamento de R\$ 6 bi do FGEDUC, fundo garantidor dos empréstimos do FIES, para o Fipem. Desnecessário dizer que toda essa engenharia é péssima do ponto de vista fiscal. Uma política assistencial, de transferência de renda, feita por fora das regras orçamentárias. E sem previsão de recursos (ao menos por enquanto) para os próximos anos, o que pode levar a renovadas práticas do tipo. Há rumores de que o governo poderia trazer o pé-de-meia para dentro do orçamento, ocupando algum espaço do Fundeb. Ainda seria uma burla ao limite de despesas (dado que o Fundeb não entra na conta), mas seria uma solução sem dúvida “menos

pior”, e que ao menos traria a questão para as estatísticas oficiais.

Voltando aos fundos garantidores, vimos que a participação da União nesses fundos não tem crescido de forma muito expressiva nos últimos dois anos. Mas e nas linhas de crédito que elas garantem, há alguma expansão? As mais relevantes são o FGO-Pronampe e o FGI-PEAC. Ambas foram criadas na pandemia para socorrer empresas afetadas pela crise econômica, mas tornaram-se políticas permanentes nos anos seguintes. O governo Lula 3, por sua vez, lançou novas linhas, ampliando o escopo do FGO. São garantidos pelo fundo programas como o Desenrola, o Acredita e, mais recentemente, ações emergenciais para atenuar os impactos das enchentes do Rio Grande do Sul. Como pode ser observado no gráfico 2, as novas linhas são pouco significativas no total, ao passo que o FGO-Pronampe e o FGI-PEAC assumiram um volume relevante em 2020 (pandemia), chegando a 1,7% do PIB, e depois estabilizaram ao redor de 0,6% do PIB. Desde que foram tornadas permanentes, essas linhas oferecem juros mais baratos para as empresas elegíveis, mas não-subsidiados³. É importante notar que não há aceleração desses volumes na margem. Podem ser entendidos como parte da política para-fiscal, na medida em que fornecem condições que não existiriam no mercado sem a atuação dos fundos garantidores. Mas os desembolsos não têm oscilado relevantemente de 2021 para cá e, além disso, representam uma parcela muito pequena do crédito bancário total (54% do PIB) e do crédito bancário a pessoas jurídicas (20% do PIB).

Gráfico 2:

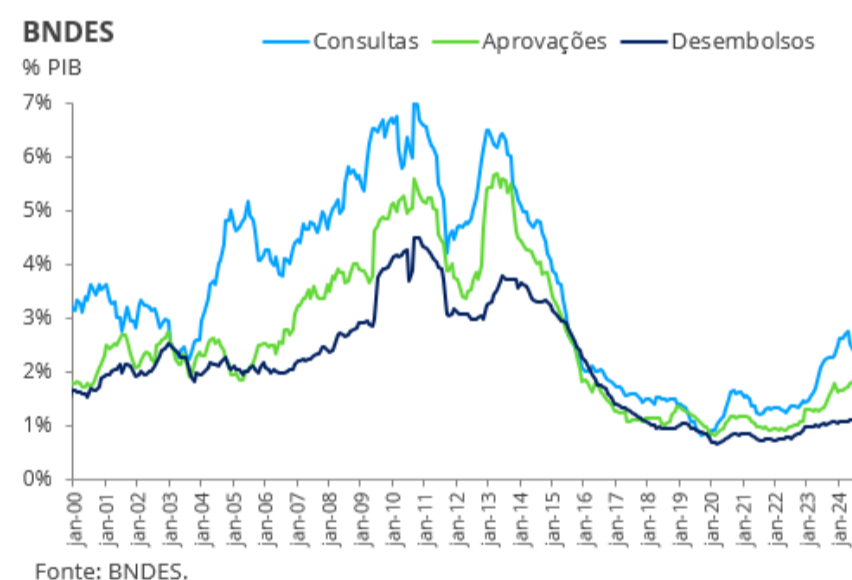


² Fundo de Custeio da Poupança de Incentivo à Permanência e Conclusão Escolar para Estudantes do Ensino Médio.

³ A taxa de juros do Pronampe atualmente é de Selic mais 6%. Já a do PEAC é de 1,75% ao mês (ou seja, cerca de 23% ao ano).

Por fim, cabe analisar os desembolsos do BNDES, que foi no passado o principal veículo da política parafiscal. Desde que tomou posse, o presidente do banco, Aloísio Mercadante, anunciou a meta de elevar os desembolsos do BNDES para perto de 2% do PIB. A média dos governos Lula e Dilma foi de 2,9% do PIB (2003-2015), mas chegou a superar os 4% do PIB em 2009 e 2010. Apesar da meta anunciada, os desembolsos do banco ainda não mostram aceleração relevante, e permanecem ao redor de 1,1% do PIB (dados até junho de 2024), como pode ser observado no gráfico 3. Em outras palavras, apesar de toda a narrativa política de retomada do BNDES e de uma percepção do mercado de volta da política parafiscal, o que observamos nos dados é uma realidade muito mais próxima do período 2016-2022 do que dos antigos governos do PT. Importante ressaltar que as consultas e aprovações têm mostrado aceleração, o que indica uma alta futura dos desembolsos. Entretanto, assim como na questão das linhas de crédito garantidas pelos fundos, nosso ponto aqui é mostrar que ainda não vemos uma expansão do parafiscal na margem. Quaisquer que sejam as causas do aquecimento atual da economia, o parafiscal não parece ser um fator relevante.

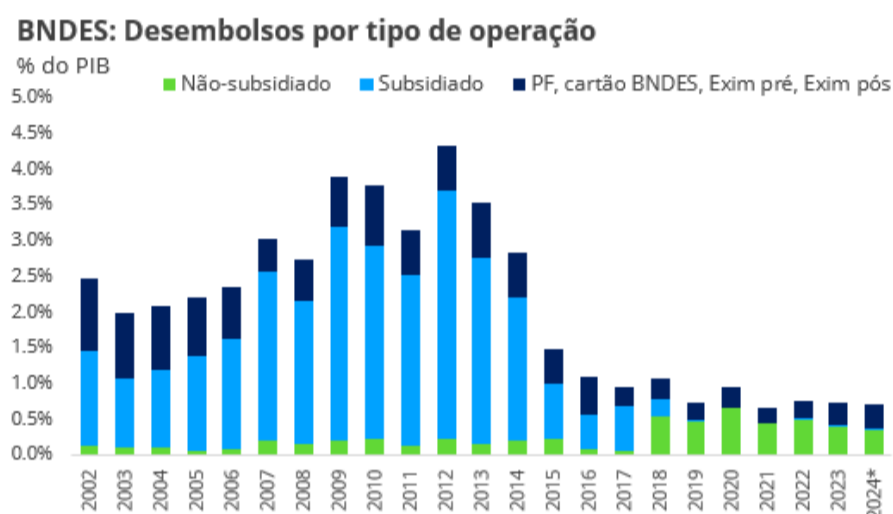
Gráfico 3:



Um ponto importante para explicar a dificuldade em se expandir os desembolsos do BNDES é o fato de termos hoje pouquíssimas linhas subsidiadas, enquanto no passado o padrão era o oposto. No gráfico 4 abaixo, abrimos os desembolsos do BNDES por linhas e classificamos entre

subsidiado e não-subsidiado⁴. Também agrupamos as linhas para pessoa física (PF), cartão BNDES e Exim pré/Exim pós num terceiro grupo, em função da ausência de informações detalhadas sobre as taxas dessas linhas. O que pode ser observado é que de 2018 para cá, o volume de subsídio caiu drasticamente, e assim permanece até hoje. O principal responsável por isso foi a criação da TLP, que passou a ser usada na maior parte dos empréstimos do banco. Um desenvolvimento bastante positivo, na nossa visão, e que deveria ser mantido no futuro. A participação extremamente reduzida de crédito subsidiado hoje também é positiva para o fiscal, na medida em que reduz bastante o custo para o Tesouro com equalização de juros.

Gráfico 4:



Em resumo, buscamos mostrar nesta carta que, apesar dos aportes da União em fundos ter crescido de 2020 para cá, este parece ser mais um legado da pandemia do que propriamente uma alteração expressiva de rota por parte do governo federal. A criação e uso do Fipem para o programa pé-de-meia é totalmente condenável, e esperamos que seja corrigida. Já o uso dos fundos garantidores como lastro para programas de crédito estatal deveria ser feito com cuidado. Por enquanto não vemos volumes muito relevantes de desembolsos, mas é importante continuar monitorando os desenvolvimentos futuros, já que existem novas iniciativas dessa frente⁵. Quanto ao BNDES, mostramos que os desembolsos ainda estão longe dos patamares praticados nos governos anteriores do PT, provavelmente em função da baixa participação de crédito subsidiado no total.

⁴ Definimos como operações com taxa subsidiada aquelas não reembolsáveis e aquelas sujeitas a reajustes pela TJLP, TR, IPCA ou taxas fixas menores que a Selic vigente na data de contratação da operação. Enquanto isso, no grupo de taxas de mercado encontram-se os valores atrelados à TLP, CDI/Selic, moeda estrangeira ou taxas fixas em moeda nacional maiores ou iguais que a Selic na data de contratação.

⁵ Destacamos dois pontos de atenção: (1) Recente aprovação pelo Senado Federal da PEC 66/23, que propõe, entre outros temas, a destinação, entre 2025 e 2030, de até 25% do superávit financeiro das fontes de recursos vinculados dos fundos públicos ao financiamento reembolsável de projetos relacionados ao enfrentamento das mudanças climáticas e à transformação ecológica. A proposta está atualmente em tramitação na Câmara dos Deputados. (2) Destinação de recursos do Fundo Nacional de Aviação Civil (FNAC) para concessão de crédito a companhias aéreas, via BNDES (Lei 14.978/24). O FNAC tem atualmente em torno de R\$ 8 bilhões em saldo, dos quais, estima-se, R\$ 5 bilhões serão empregados em financiamento para as aéreas.

Considerações finais e portfólio

Nos mercados internacionais, reduzimos ainda mais nosso nível de risco. Atualmente, mantemos posições aplicadas no Reino Unido, embora em menor escala devido a *stop* e gerenciamento de risco, e estamos comprados em urânio, também com menor exposição após as altas dos últimos meses. Em caso de uma eventual vitória de Trump e subsequente elevação dos juros globais, nossa estratégia será aumentar as posições aplicadas. Acreditamos que os temores fiscais decorrentes de um possível déficit em um segundo mandato são exagerados.

No mercado local, a posição aplicada em juros locais nominais e reais sofreu perdas durante o mês com o *repricing* dos juros externos além de crescentes preocupações com a situação fiscal e trajetória da dívida pública. O mercado tem colocado cada vez mais em dúvida a sustentabilidade do arcabouço fiscal. Acreditamos que os níveis de juros são bastante elevados diante da situação atual e uma descompressão dos juros externos somado a um endereçamento da questão fiscal pode ajudar a reduzir o prêmio de risco local. Ainda consideramos essa posição atrativa visto os atuais níveis.

Resultados

GAP ABSOLUTO FIC FIM

Estratégia	out/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses*
Juros Internacional	-2,14%	0,09%	1,18%	-2,31%	7,08%	12,20%	9,69%
Juros Nacional	-1,90%	-7,02%	-3,21%	-3,72%	-1,67%	0,23%	5,23%
Bolsa Internacional	0,14%	-0,61%	-0,93%	-2,25%	7,83%	8,52%	15,64%
Bolsa Brasil	-0,49%	-2,81%	-2,62%	-9,15%	-11,19%	-14,37%	-17,99%
BRL	-0,34%	-4,00%	-2,74%	-8,71%	-12,37%	-11,49%	-9,49%
Moedas	-0,12%	0,84%	0,68%	3,08%	1,94%	3,04%	3,92%
Commodities	-0,01%	-0,23%	-0,73%	-0,42%	0,47%	-0,37%	-0,37%
CDI	0,93%	8,99%	10,98%	25,87%	40,34%	45,00%	49,67%
Despesas	-0,20%	-1,81%	-2,16%	-4,14%	-8,49%	-11,34%	-14,63%
Resultado Líquido	-4,14%	-6,57%	0,45%	-1,75%	23,94%	31,42%	41,68%

*Data de início: 30/12/2005

GAP ABSOLUTO XP SEGUROS IQ FIC FIM

Estratégia	out/24	Ano	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses*
Juros Internacional	-2,19%	0,05%	1,10%	-2,43%	6,83%	11,82%
Juros Nacional	-1,92%	-7,06%	-3,28%	-3,80%	-1,68%	0,03%
Bolsa Internacional	0,14%	-0,61%	-0,94%	-2,29%	7,53%	8,17%
Bolsa Brasil	-0,49%	-3,17%	-3,21%	-9,60%	-11,86%	-14,81%
BRL	-0,34%	-4,25%	-3,05%	-8,97%	-12,62%	-11,67%
Moedas	-0,13%	0,80%	0,63%	2,96%	1,75%	2,81%
Commodities	-0,02%	-0,28%	-0,79%	-0,55%	0,24%	-0,59%
CDI	0,93%	8,99%	10,98%	25,87%	40,34%	45,00%
Despesas	-0,18%	-1,68%	-2,03%	-4,11%	-8,68%	-11,70%
Resultado Líquido	-4,20%	-7,21%	-0,59%	-2,91%	21,84%	29,07%

*Data de início: 05/06/2020