

Ausência de crescimento econômico desafia atuação do Banco Central

UM RESUMO DO QUE VOCÊ PRECISA SABER:

- O Neo Multiestratégia acumula rentabilidade no ano de 0,82% (CDI -2,78%);
- O Book de Curva de Juros agregou performance esse mês, principalmente com ganhos no trecho JAN22-JAN23;
- Resultado positivo no Book de ações com destaque positivo para as operações Intrasetoriais;
- O Book Offshore teve perdas, principalmente no par comprado em NOK.



MARIO SCHALCH
Gestor do Neo Multimercado

Prezado(a)s amigos e investidores,

A descoberta da variante Ômicron do vírus da covid-19 lembrou o mundo que ainda é cedo para precificar uma conjuntura econômica com poucas restrições de movimentação. Mesmo antes do anúncio da África do Sul, países da Europa com taxas de vacinação relativamente baixas já enfrentavam aumentos de casos e retorno de medidas de contenção. O roteiro parece similar ao seguido por Israel alguns meses antes, e deve levar os países a intensificarem o esforço pela vacinação, seja apressando doses de reforço ou criando mecanismos para reduzir os grupos que se opõem à vacina.

A convicção de que isso bastará para, nos próximos meses, controlar a transmissão do vírus depende de respostas sobre a nova variante que ainda não estão disponíveis, o que, em parte, justifica o aumento nos prêmios de risco. A volta do otimismo nos mercados parece condicionada a mais indicações de que não retomaremos a dinâmica que levou às distorções acumuladas ao redor do mundo: recuperação desequilibrada da atividade econômica, altas de preços de bens e deterioração fiscal. O cenário consensual para 2022 depende de uma volta progressiva à normalidade, não sem obstáculos, mas, definitivamente, sem grandes recuos.

No Brasil, o mercado usou o mês para digerir o novo panorama fiscal, com o teto de gastos inutilizado, maior orçamento em 2022 e mais definições de política econômica dependendo do resultado das eleições presidenciais. Com este pano de fundo e considerando a inflação ao redor de 10% neste ano, parece estar ficando claro para o mercado e para o Banco Central que uma convergência do IPCA para o centro da meta em 2022 é impossível, o que parece ter levado à quebra da correlação que perdurou durante todo ano entre inflação esperada e juros futuros.

O aperto nas condições financeiras já produziu uma queda significativa nas projeções de crescimento para o próximo ano, o que deve ajudar a reverter a alta nos núcleos de inflação. Os juros mais altos também parecem ter servido para reduzir a vulnerabilidade do real, que passou a oscilar menos contra o dólar com relação às moedas de outros emergentes. Terminando o ano com o orçamento de 2022 definido e juros reais novamente entre os maiores do mundo, o Brasil parece caminhar para uma maior estabilidade no curto prazo – ao menos até as discussões em torno dos candidatos presidenciais e suas plataformas econômicas passarem a aumentar sua influência nos preços de ativos, não antes do segundo trimestre de 2022.

Obrigado,

Luciano Sobral, economista-chefe da Neo.

Principais acontecimentos

Performance

O Neo Multiestratégia rendeu 0,78% em novembro. No ano, a rentabilidade acumulada é de 0,82% (equivalente a CDI -2,78%).

O Book de **Curva de Juros** atribuiu um resultado positivo de 22 bps com uma alocação teórica de 60% do fundo.

Tivemos ganhos na posição vendida em inclinação na parte curta da curva. A parte intermediária teve perdas com menor inclinação da curva e a parte longa apresentou ganhos com posições compradas em inclinação.

O Book de **Ações** atribuiu um resultado positivo de 22 bps com uma alocação teórica de 30% do fundo.

Em novembro, a estratégia de ações apresentou perdas na sub-estratégia direcional e ganhos na sub-estratégia long-short.

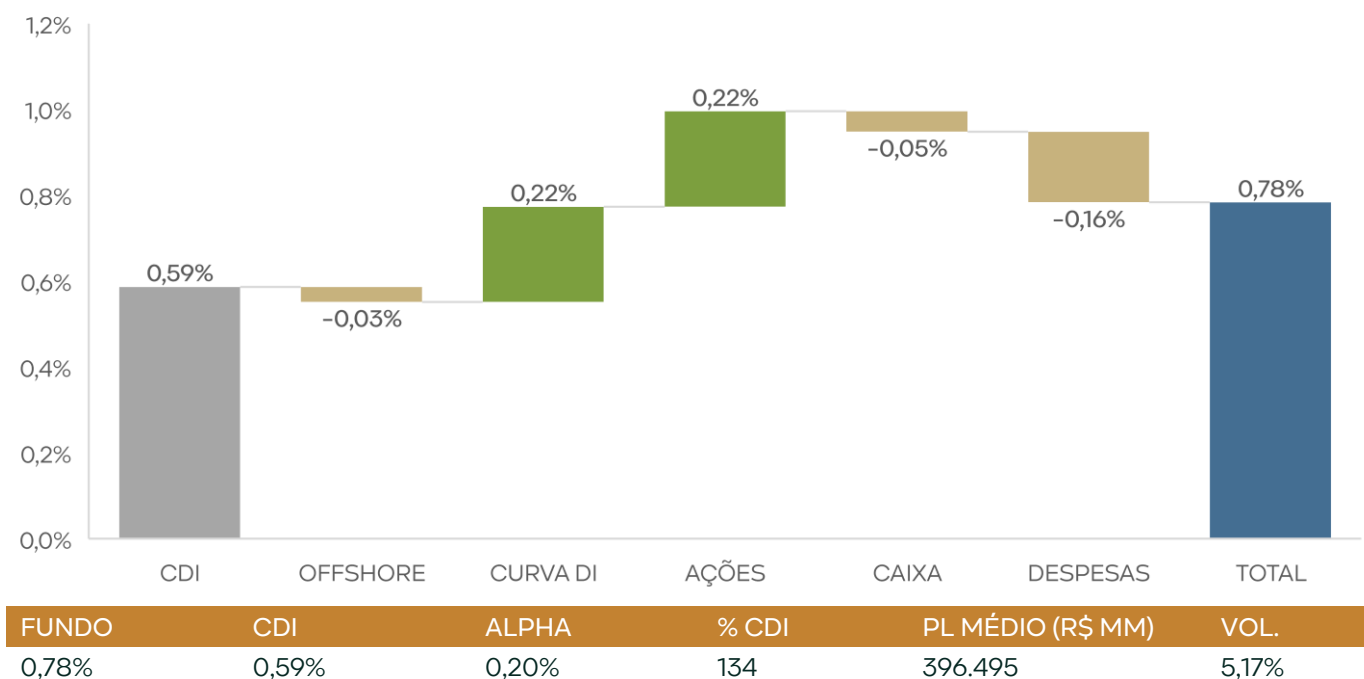
Novembro foi mais um mês ruim para ações de forma geral e as posições direcionais apresentaram retornos negativos. Durante o mês diminuímos marginalmente a exposição direcional.

Na carteira long-short, o destaque positivo foram as posições de INTRA-setoriais, com ganhos concentradas nos setores telecomunicações e financeiro. Em ambos os setores mantivemos nossas posições. Em adicional, as estratégias INTER-setorial e Estrutura de Capital também contribuíram positivamente.

O Book **Offshore** atribuiu um resultado negativo de 3 bps com uma alocação teórica de 10% do fundo.

As perdas vieram das posições compradas em NOK e compradas em taxa de juros americana, enquanto os ganhos vieram nas posições vendidas em CHF e posições relativas entre taxas de juros na Europa.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE DO NEO MULTIESTRATÉGIA (Nov 21)



Estratégias

Juros Local

A dinâmica do mercado de juros local não se diferenciou muito em relação ao mês anterior: todo o prêmio para aumento de SELIC é colocado na taxa até 1 ano e rapidamente retirado após este vencimento, que coincide com o cenário eleitoral. A única diferença é que no final do mês anterior o mercado precificava uma SELIC terminal em 14% no final do primeiro semestre de 2022, e neste momento precifica uma SELIC terminal de 13%. A magnitude de cortes de juros concentrada após o ano de 2022 continuou ao redor de 150 bps. Estes dois movimentos explicam a queda relevante da estrutura a termo da taxa de juros, antes com taxas forward longas ao redor de 12,25% para um valor próximo a 11,25%. No mês de setembro, antes da discussão sobre o fim do teto de gastos, estas taxas estavam próximas a 10,8%.

No momento em que esta carta é escrita o mercado precifica 155 bps de chance de aumento na próxima reunião do COPOM. Dada a ausência de indicação por partes dos membros do COPOM sobre uma nova aceleração no ritmo de aumento da SELIC, trabalhamos com cenário base de 150 bps de aumento. Ao longo do mês, porém, o mercado chegou a precificar aumento superior a 175 bps nas próximas 2 reuniões do COPOM. Embora tenhamos a visão de que exista muito aumento de juros precificado no curto prazo, e que o mercado retira de forma rápida os riscos da curva de juros em vencimentos um pouco mais longos, a dinâmica atual do mercado provavelmente levaria a mais perdas no portfólio caso o COPOM aumentasse a taxa em ritmo superior a 150 bps. Por este motivo, reduzimos a posição comprada em inclinação entre os vencimentos Janeiro23-Janeiro24, e aumentamos a venda da inclinação entre Janeiro24-Janeiro25 em níveis de preço que parecem adequados considerando-se a precificação de aumento de juros no curto prazo e queda de juros concentrada logo em seguida. Mantivemos ainda a posição vendida em inclinação até o vencimento Janeiro23 e temos posições compradas em inclinação na parte mais longa da curva.

Não nos cabe julgar a atuação dos Bancos Centrais, mas sim ganhar dinheiro para nossos clientes através dos movimentos de política monetária. Como o Brasil não está isolado do mundo, a forma como outros Bancos Centrais atuam é uma das variáveis que observamos. Por isso fazemos abaixo um resumo comparando a forma de atuação de diferentes Bancos Centrais. Vemos como o Banco Central do Brasil tem sido volátil em suas atuações desde o início da pandemia. A coluna (1) mostra como o Banco Central do Brasil foi agressivo nos cortes de juros durante a pandemia. A coluna (2) mostra como a inflação corrente é um problema global. As colunas (3), (4) e (5) taxa de juros real esperada em 2022 e desvios em relação às metas de inflação. Nota-se como a taxa de juros real do Brasil está em patamar diferente em relação a outros países emergentes quando comparada a desvios nas metas de inflação. E por fim a coluna (6) mostra como o Brasil cresceu pouco nos anos 2020-2021, sem levar em consideração que é o país com o menor crescimento projetado em 2022 dentre os países listados. A posteriori é possível afirmar que ter reduzido a taxa de juros a 2% durante a pandemia teve mais efeitos negativos que positivos para o Brasil. O futuro dirá se no pós-pandemia a atuação correta é a do Banco Central do Brasil ou a dos demais Bancos Centrais.

RESULTADO DA ATUAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Taxa overnight no início 2021 menos meta de inflação 2021	Taxa overnight atual menos inflação acumulada 12 meses	Taxa de juros real projetada em 2022	Desvio de expectativa de inflação em relação à meta em 2022	Desvio de expectativa de inflação em relação à meta em 2023	Varição anualizada do PIB (Biênio 2020-2021)
Brasil	-1,75%	-2,95%	6,5%	1,8%	0,2%	0,2%
México	1,25%	-1,30%	2,8%	0,7%	0,5%	-1,2%
Colômbia	-1,25%	-2,08%	1,4%	0,6%	N/A	1,1%
Chile	-2,50%	-3,25%	1,3%	0,8%	N/A	6,0%
Africa do Sul	-1,00%	-1,25%	0,5%	-0,2%	N/A	0,1%
EUA	-1,90%	-6,10%	-3,3%	1,7%	N/A	2,4%

Fontes: Bloomberg; JP Morgan (inflação 2022); pesquisas Bancos Centrais (inflação 2023)

Acreditamos que nosso portfólio esteja ajustado para a atuação volátil do Banco Central do Brasil. Reconhecemos, porém, que este tipo de atuação dificulta bastante a construção de premissas para o futuro, e que nossas premissas anteriores eram de um Banco Central e comportamento de mercado mais alinhados com o que está acontecendo no resto do mundo.

Ações

Novembro foi mais um mês de aumento na aversão a risco e queda na bolsa brasileira. O aumento do risco fiscal, a persistência inflacionária e a nova mutação do COVID explicam o movimento. Acreditamos que os fundamentos por trás das nossas posições long-short não se alteraram como consequência desses acontecimentos. Ainda enxergamos bons retornos esperados nas nossas posições relativas e fizemos apenas alterações marginais na composição da estratégia.

Na carteira direcional, fizemos algumas alterações na composição da carteira o que resultou numa redução da alocação líquida. Ainda enxergamos dois vetores importantes para a valorização das nossas posições direcionais, que nos deixam confortáveis com a exposição: (i) um valuation atraente e (ii) resultados esperados crescentes.

Offshore

O principal movimento no mercado internacional aconteceu no final do mês com as dúvidas trazidas por uma nova variante do vírus da COVID-19. É inviável trazer neste momento qualquer conclusão em relação ao assunto, mas as evidências até o momento mostram uma chance maior de que o mundo continuará em um processo de retomada de suas atividades, possivelmente com alguns retrocessos em locais específicos. Além deste movimento, continuamos a ver reprecificação do cenário de curto prazo nas taxas mais curtas no mundo desenvolvido, especialmente nos EUA.

O movimento de ajuste do mercado devido aos receios com recrudescimento da pandemia trouxe as principais perdas para nosso portfólio. Perdemos na posição comprada em NOK e na posição comprada em juros mais longos nos EUA. Não fizemos alterações nas posições neste momento. Ajustamos o portfólio de moedas para a perspectiva de aumento de juros antecipado nos EUA. Parte da venda de CHF agora é realizada contra o USD, e uma parte da compra do JPY está combinada com posição comprada nos juros 1y1y dos EUA. Zeramos a posição comprada em JPY contra o EUR, pois não vemos possibilidade de grandes ganhos na parte vendida do EUR nos preços atuais. Diminuímos a posição de spread de juros entre Europa e Suíça pois o tamanho anterior tinha como premissa um movimento rápido no spread à medida que um cenário de mais inflação no mundo fosse precificado. O cenário está acontecendo e o movimento no spread não aconteceu. Por isso ajustamos a posição para um tamanho que ainda é relevante, mas que nos permite suportar oscilações de preço que podem acontecer ao longo do tempo.

Disclaimer

O presente relatório foi preparado pela NEO Gestão de Recursos Ltda ("NEO") para o uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem a expressa autorização da NEO. Opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material constituem o nosso julgamento considerando-se as atuais condições de mercado e as informações às quais tivemos acesso, podendo estar sujeitas a revisões e alterações frequentes. Algumas informações desse material são baseadas em simulações de performance passadas. As simulações levam em consideração uma série de simplificações e premissas que podem ser difíceis de serem replicadas em condições reais de mercado. Ao contrário de resultados reais, as simulações de retorno não refletem operações efetivamente realizadas e, em função disso, podem subestimar ou superestimar os impactos de fatores como liquidez, diferenças entre preços de compra e venda dos ativos e outros eventuais custos de transação. As simulações possuem uma série de limitações e o resultado das mesmas não deve ser considerado como promessa ou garantia de performance pois poderão ocorrer diferenças significativas entre o resultado obtido nas simulações e o retorno real obtido pelas estratégias. As simulações não devem ser utilizadas para realizar comparações com performances efetivamente verificadas. NEO Investimentos é a marca de fantasia da NEO Gestão de Recursos Ltda. 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 DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS.

