

Neo Provectus I | Carta do Gestor

Carta Mensal – Novembro 2024



UM RESUMO DO QUE VOCÊ PRECISA SABER:

- O Neo Provectus I rendeu -0,44% em novembro (equivalente a CDI -1,23%).
- O Book Offshore contribuiu positivamente, com ganhos em posições relativas que envolvem compra de NOK e venda de juros da Noruega.
- Os Books de Juros Brasil e Ações Brasil desempenharam negativamente este mês.



MARIO SCHALCH
Gestor do Neo Multimercado

Prezado(a)s amigo(a)s e investidore(a)s,

Em novembro, a apresentação (junto com o amplamente antecipado pacote de controle de gastos) da proposta de reforma do Imposto de Renda de Pessoa Física ampliou o grau de desconfiança dos mercados sobre a política econômica brasileira. O arcabouço fiscal segue com o problema fundamental de, mesmo se cumprido à risca, não estancar o crescimento da relação dívida/PIB. Além disso, agora os agentes questionam se a proposta de isentar do pagamento de IR praticamente 70% da população que entrega a declaração anual à Receita (e, em contrapartida, tentar taxar os “super-ricos”) não acabará resultando em menos arrecadação e mais pressão inflacionária numa economia já superaquecida.

Antes disso, a ampla vitória (colégio eleitoral, voto popular e maioria nas duas câmaras do congresso) dos Republicanos nas eleições americanas do início do mês trouxe mais problemas potenciais para países emergentes. O dólar fechou o mês acumulando mais valorização contra quase todas as moedas que acompanhamos, e o espectro de um choque de tarifas no comércio global seguirá rondando os mercados ao menos pelos próximos meses.

As políticas monetária e fiscal brasileiras seguem sem fornecer referências claras e críveis (as tais âncoras) para o futuro das principais variáveis macroeconômicas. Acreditamos que as expectativas de inflação para 2025 (hoje, pelo boletim Focus, em 4,40%) seguirão aumentando até o intervalo 5,0%-5,5%, o que continuará pressionando o Copom para elevar a Selic. Não acreditamos que o Banco Central simplesmente endossará a precificação do mercado futuro (que já vê a Selic a perto de 15% no final do ciclo), mas, provavelmente, a taxa será elevada para as imediações de 13,5% até que as expectativas e o câmbio reduzam as oscilações. Os juros reais resultantes, ao redor de 8%, estarão entre os maiores dos últimos 20 anos, mas ainda não está claro se serão suficientes para estabilizar o câmbio caso o ambiente global volte a ser inflacionário e os juros americanos de mercado sigam subindo.

Como notamos acima, ainda vemos o fluxo de notícias nos próximos meses como negativo, com potencial de seguir alimentando a deterioração nos preços de ativos brasileiros. Para o cenário global, somente em janeiro, depois da posse de Trump, devemos ter um pouco mais de clareza sobre qual versão da agenda da campanha prevalecerá.

Obrigado,

Luciano Sobral, economista-chefe da Neo.

Principais acontecimentos

Performance

O Neo Provectus I rendeu -0,44% em novembro (equivalente a CDI -1,23%).

O Book de **Juros Brasil** atribuiu um resultado de -136 bps com destaque nas posições de venda de inclinação na parte curta da curva e ganhos nas posições de compra de inflação implícita.

O **Book de Ações Brasil** atribuiu um resultado de -85 bps no mês com contribuições negativas das posições direcionais e das posições long and short.

A contribuição do direcional foi de -21 bps e nossas perdas vieram das posições compradas em Cyrela, Fleury e Rumo. A estratégia long and short acumulou uma perda de -64 bps.

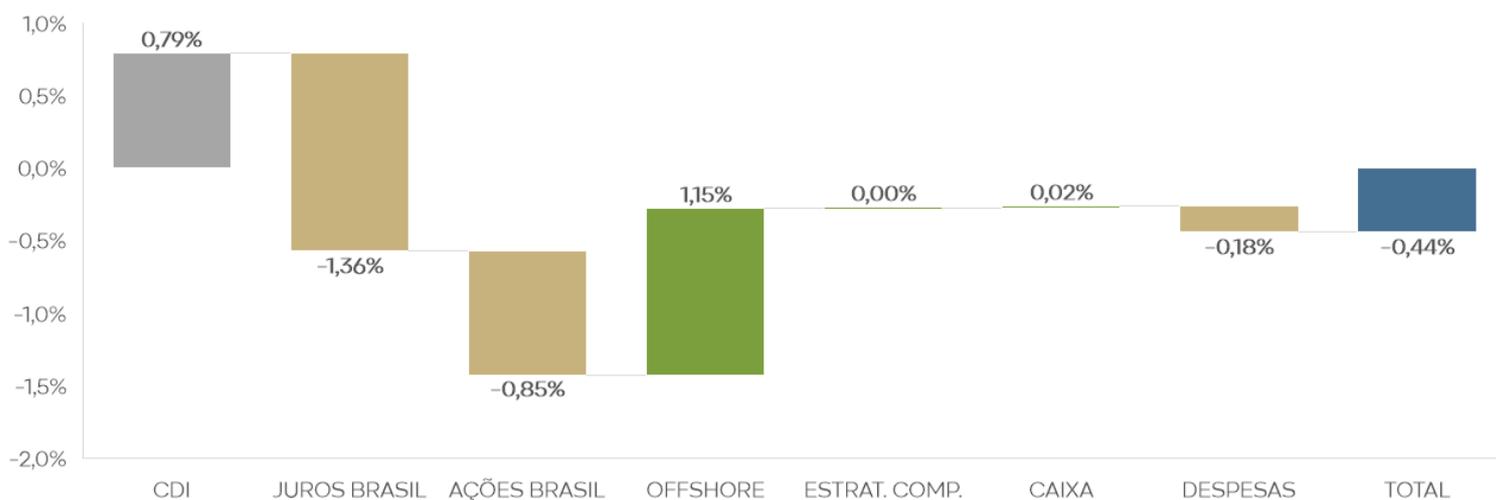
O resultado negativo veio das estratégias INTER-setorial e Estrutura de Capital. No INTER-setorial as perdas foram contratadas nos pares comprados em distribuição de combustível (Ultrapar e Vibra), Hapvida e Cyrela.

Em Estrutura de Capital a principal perda veio da posição relativa comprada em Cosan.

Por fim, a estratégia INTRA-setorial teve contribuição positiva com contribuições positivas concentradas nos pares relativos comprados nas ações de Rumo e Vale.

O **Book Offshore** gerou um resultado de 115 bps, com ganhos em posições relativas que envolvem compra de NOK e venda de juros da Noruega.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE DO NEO PROVECTUS I (Nov24)



Fundo	Retorno	CDI	Alpha	PL médio (R\$ mil)	PL médio estrat. (R\$ mil)	Vol.
Provectus I	-0,44%	0,79%	-1,23%	652.481	3.757.028	4,6%

Estratégias

Juros Brasil

A expectativa do mercado era de que o evento que mais fosse movimentar os preços no mês de novembro seria a eleição americana. Embora logo após o resultado indicando ampla vitória do partido republicano os ativos tenham se movimentado bastante, comparando preços antes das eleições e no fechamento do mês, a expectativa de que os ativos de países emergentes pudessem ser amplamente impactados não se realizou. Não em função do resultado da eleição. No Brasil a deterioração dos preços foi enorme, mas motivada por questões locais. Não vamos descrever os eventos que levaram à movimentação dos preços pois são amplamente conhecidos. Focaremos em suas consequências e como reagimos a isso.

Entramos o mês com posição de venda de inclinação na parte curta da curva de juros. Esta inclinação já era compatível com aumentos na taxa SELIC até níveis próximos a 13,75%. Nossa visão era de que esta posição tinha potencial de ganho e nos permitiria atravessar os ruídos do mês de novembro sem o risco de um "stop" motivado por fortes oscilações de preço causados por ruídos. Por um lado (o menos relevante) acertamos na estratégia pois diante da movimentação de mercado encontramos espaço para manter e aumentar nossas posições. Isto aconteceu pois não estamos alinhados com a dinâmica de mercado que transforma todo tipo de risco fiscal e depreciação cambial em mais precificação de SELIC, independente dos níveis já precificados. Com isso, à medida que o mercado passou a precificar SELIC próxima de 14,5% aumentamos ligeiramente nossa posição. O fechamento do mês indica SELIC terminal ao redor de 15%. O lado errado (e mais relevante) de nossa estratégia até então está descrita na continuação da dinâmica que o mercado vem apresentando: a parte curta da curva é a única cuja inclinação responde à deterioração de mercado. A interpretação deste movimento é simples, e como já descrito anteriormente, não estamos alinhados com ele: o Banco Central subirá cada vez mais a taxa SELIC quando acontece deterioração de cenário, independente do nível de SELIC já precificado. Como já vem sendo dito pelo futuro presidente do Banco Central, "existem diferentes maneiras de se buscar alcançar a meta de inflação". Uma delas seria fazer o que o mercado precifica. Outras estariam mais alinhadas com o que aconteceu nos últimos episódios de forte alta de juros (incluindo o pós pandemia), em que a taxa de juros sobe bastante mas também conta-se com o passar do tempo com níveis altos de taxa para que o cenário de inflação se direcione para a meta. Nossa visão está alinhada à segunda alternativa.

Além da posição de venda de inclinação, temos uma compra de inflação implícita forward em vencimento mais longo. Esta posição foi mantida e compensou parte menor das nossas perdas.

Offshore

O principal evento do mês foi a ampla vitória do partido republicano nas eleições americanas. As consequências deste resultado já haviam sido amplamente debatidas pelo mercado: mais estímulos fiscais, aumento de tarifas de importação e restrições à imigração para os EUA. Até o fechamento do mês a classe de ativos que sofreu impacto expressivo foi ações. O índice mais amplo Russel 2000 subiu 10% no período. Moedas e juros tiveram impactos bem menores: moedas emergentes como Mexico e Colombia depreciaram menos de 2%. A taxa de juros de 12 meses nos EUA subiu 15 bps e a de 10 anos teve pequena queda.

Não tínhamos posições diretamente dependentes do resultado desta eleição e continuamos assim. A implementação de possíveis políticas do novo governo será incorporada à análise de outras variáveis que analisamos constantemente.

No mês de novembro nossos principais ganhos vieram de posições relativas que envolvem compra da moeda da Noruega e venda da taxa de juros deste país. No mês anterior tivemos perdas relevantes nestas posições. Em nossa visão existe espaço para ganhos importantes nesta e em outras posições que também tiveram resultado positivo em novembro. Por esta razão não alteramos as posições que têm maior tamanho em nosso portfólio.

Ações Brasil

Em novembro fomos mais ativos em nossa estratégia direcional. Iniciamos o mês com uma alocação historicamente baixa e continuamos a reduzir as posições até o dia 25/nov, pré anúncio das medidas fiscais. Pós o anúncio das medidas fiscais, o mercado reagiu mal e os preços de algumas ações sofreram muito o que nos levou a iniciar a compra de ações de Multiplan, Itaú, TIM e Ultrapar. Com essas adições complementando as posições em Rumo, Cyrela e Fleury que já carregávamos, nossa carteira direcional passou a deter um total de 7 empresas. Apesar das compras, nossa alocação continua pequena.

No dia 7 de novembro a Rumo divulgou seu resultado trimestral referente ao terceiro trimestre do ano. Na nossa opinião o resultado foi forte e em linha com as expectativas. A receita trimestral cresceu 18% no ano impulsionada por um volume um pouco maior (+2,3% versus o mesmo trimestre de 2023), mas principalmente por preços mais elevados. Esse crescimento de receitas gerou ganhos de escala e as margens da empresa subiram, fazendo com que o EBITDA crescesse 22% e o lucro 64%. Além disso, com a confirmação das chuvas no Centro-Oeste em outubro e novembro, o plantio da soja acelerou e a expectativa hoje é que a safra de soja de 2024/25 cresça e seja historicamente forte. Em suma, o cenário para Rumo continua bastante favorável. Diante desse cenário, mantivemos nossas posições relativas compradas em Rumo.

Já a Cyrela divulgou seus resultados trimestrais no dia 13 de novembro. Os números divulgados foram limpos e muito fortes. O lucro divulgado pela Cyrela foi de R\$484 milhões (+92% versus o terceiro trimestre de 2023) e inclui um ganho de capital estimado de R\$91 milhões com a venda de ações da Cury. Mesmo excluindo o ganho com a venda de Cury, o lucro atingiu R\$393 milhões (+56% ano contra ano). Além do lucro, várias métricas operacionais foram muito positivas: as vendas cresceram 41%, a velocidade de vendas atingiu 27% (maior índice desde 2011), os estoques se mantiveram estáveis e historicamente baixos, a dívida líquida permaneceu estável e a alavancagem muito saudável. Em adicional, a empresa acredita que a safra de projetos a serem lançados nos próximos trimestres será muito boa, por conta das mudanças do plano diretor e da maior facilidade em adquirir terrenos (competidores fragilizados) o que deve manter seu bom momento operacional. A Cyrela está com um ROE de 17,0% considerando o resultado dos últimos 12 meses e mesmo com essa rentabilidade alta e acima de seu custo de capital, ela fechou o mês de novembro negociando a um múltiplo de preço sobre patrimônio de 0,77x. Não enxergamos hoje uma deterioração nos resultados da Cyrela que justifique ela negociar com desconto em relação ao seu patrimônio líquido. Se acontecer uma desaceleração nas vendas, a Cyrela passará a gerar muito caixa (entregarão mais projetos do que começarão novos) e poderemos ter altos retornos para os acionistas através de recompras e/ou dividendos. Seguimos com nossas posições compradas em Cyrela.

Disclaimer

O presente relatório foi preparado pela Neo Multimercado 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. 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.

