

# CARTA MENSAL BNP PARIBAS LONG&SHORT MARÇO/2017



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world

## CENÁRIO

A atividade mundial acelerou novamente no mês passado. Nosso indicador que mensura o ritmo de expansão do setor manufatureiro passou de 53,2 pontos em fevereiro para 53,6 em março, maior patamar desde abril de 2011. Os países desenvolvidos continuam liderando o crescimento global, mas os emergentes também passaram a apresentar desempenho mais favorável.

A economia americana está em pleno emprego. A taxa de desemprego atingiu apenas 4,5% em março, ante 4,7% em fevereiro. O baixo nível de desemprego não tem acelerado substancialmente o salário nominal, mas tem estagnado a produtividade do trabalho. Isso significa que a contratação de novos funcionários não tem aumentado proporcionalmente o nível de produção, o que prejudica a lucratividade das empresas. Essa aceleração do custo do trabalho, em ambiente de elevada confiança do consumidor, continuará sendo repassada aos preços e manterá o núcleo de inflação acima de 2,0%. Assim, esperamos que o banco central

americano (FED) continue aumentando a taxa de juros nos próximos trimestres até atingir, pelo menos, 3,5% a.a. em 2019.

A China deve continuar desacelerando o ritmo de crescimento suavemente até a realização do Congresso do Partido Comunista no final do ano. Isso não assegura a estabilidade do preço das *commodities* metálicas. O aumento do estoque de minério de ferro é um sinal inequívoco de excesso de oferta em relação à demanda. Além disso, não podemos esquecer que investimentos no setor devem maturar nos próximos anos, o que aumentará adicionalmente a capacidade de produção mundial. Assim, encontramos ingredientes para uma correção no preço do minério nos próximos trimestres. . . Um dos principais produtos exportados pelo Brasil.

Portanto, o mundo segue favorável para os países emergentes com a baixa taxa de juros nos países desenvolvidos e o gerenciamento do governo chinês. Mas, não podemos perder de vista que a atual situação mudará no médio prazo, com a necessidade de antecipação da normalização da taxa de juros americana e a perspectiva de correção do preço do minério de ferro. Ambos os fatores gerarão pressão para desvalorização da nossa moeda no médio prazo.

No Brasil, o PIB real do primeiro trimestre deve apresentar crescimento em torno de 0,5% em relação ao quarto trimestre do ano passado, com ajuste sazonal, impulsionado pela enorme safra agrícola. Nos trimestres subsequentes, esperamos um processo de expansão gradual da produção nacional. Apesar do fim da queda trimestral do nível da atividade, o carregamento estatístico negativo vindo de 2016, manterá o PIB real de 2017 ligeiramente negativo.

A redução da taxa básica de juros para 9,0% até o terceiro trimestre desse ano colaborará positivamente no processo de desalavancagem das famílias e das empresas, sustentando nossa perspectiva de forte crescimento da atividade em 2018, entre 2,5% e 3,0%. No entanto, esse cenário promissor depende da aprovação da reforma da Previdência nos próximos meses.

A reforma da Previdência enviada pelo Planalto ao Congresso impede o aumento do déficit previdenciário nos próximos 25 anos, o que contribui para que o País possa cumprir o teto de gastos e estabilizar a dívida pública bruta ligeiramente acima de 80% do PIB. Esse caso fortalece a solvência fiscal do governo federal e aumenta a poupança nacional, permitindo a aceleração do crescimento econômico e a geração de empregos.



Portanto, nosso cenário base de recuperação da atividade nos próximos trimestres depende umbilicalmente da aprovação de uma reforma capaz de estabilizar o resultado previdenciário, pelo menos, nas próximas duas décadas.

**Daniel Saraiva**

Gestor de estratégias de arbitragem

## RENTABILIDADES

### BNP Paribas Long & Short FI Multimercado

Rentabilidade	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2007 (%)	-	-	-	-	-	2,01%	4,20%	-0,62%	-2,29%	0,38%	0,07%	1,07%	4,80%
% CDI	-	-	-	-	-	246,66%	426,98%	-	-	40,94%	8,89%	127,71%	76,26%
2008 (%)	0,13%	3,02%	-0,08%	1,67%	1,90%	3,47%	-0,29%	0,38%	1,14%	-0,69%	2,18%	1,44%	15,14%
% CDI	14,17%	375,75%	-	185,29%	217,21%	362,49%	-27,46%	37,76%	104,20%	-	217,72%	129,39%	120,89%
2009 (%)	0,75%	2,44%	-0,24%	1,72%	-0,82%	1,87%	1,38%	0,38%	1,79%	0,79%	2,11%	0,26%	13,08%
% CDI	71,31%	283,85%	-	204,16%	-	245,71%	175,71%	54,99%	257,38%	113,57%	318,64%	35,40%	130,30%
2010 (%)	2,03%	0,51%	-0,40%	1,15%	-0,32%	-0,02%	1,50%	1,12%	1,21%	2,60%	2,13%	1,02%	13,21%
% CDI	306,95%	85,86%	-	173,35%	-	-	173,93%	126,27%	143,25%	320,29%	262,49%	109,84%	133,46%
2011 (%)	0,72%	1,15%	0,77%	1,21%	0,53%	1,08%	1,14%	1,07%	0,81%	0,44%	-0,11%	0,13%	9,30%
% CDI	83,62%	136,27%	84,08%	143,88%	54,37%	113,87%	117,65%	99,35%	85,78%	50,47%	-	14,81%	81,05%
2012 (%)	1,24%	0,51%	0,83%	2,08%	1,82%	1,35%	0,85%	0,58%	0,28%	1,88%	1,04%	0,88%	14,18%
% CDI	139,67%	68,48%	102,91%	294,29%	247,24%	210,42%	125,18%	84,20%	52,46%	307,89%	190,11%	164,52%	164,15%
2013 (%)	1,16%	1,28%	0,72%	0,66%	1,17%	0,15%	0,61%	-0,79%	0,66%	1,00%	1,40%	0,45%	8,78%
% CDI	197,35%	264,42%	133,77%	110,47%	200,86%	21,36%	103,25%	-	94,04%	124,18%	196,94%	57,20%	109,00%
2014 (%)	-0,76%	0,38%	0,21%	1,06%	1,57%	1,23%	0,60%	0,42%	0,93%	1,48%	0,81%	0,47%	8,71%
% CDI	-	48,30%	28,05%	129,54%	182,28%	150,61%	63,73%	48,71%	103,25%	157,19%	97,08%	48,84%	80,61%
2015 (%)	-0,15%	1,79%	1,12%	0,12%	0,76%	1,04%	0,13%	0,82%	0,80%	0,88%	0,62%	1,92%	10,28%
% CDI	-	218,36%	107,84%	13,13%	77,13%	97,74%	11,00%	74,25%	72,16%	79,59%	58,85%	165,46%	77,71%
2016 (%)	0,20%	1,15%	-0,43%	2,06%	1,32%	0,64%	2,41%	1,62%	1,32%	2,91%	0,24%	1,97%	16,48%
% CDI	18,54%	115,06%	-	195,66%	119,10%	55,05%	217,19%	133,35%	119,36%	277,13%	23,36%	175,91%	117,72%
2017 (%)	1,76%	1,45%	-0,18%										3,05%
% CDI	161,77%	167,62%	-										100,49%

Fonte e elaboração: BNP Paribas Asset Management

Rentabilidade	12 meses	24 meses
Fundo (%)	18,95%	28,81%
(%) CDI	137,67%	98,11%

Fonte e elaboração: BNP Paribas Asset Management



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

# EXPOSIÇÕES MÉDIAS AO LONGO DO MÊS

## Long and Short

*Gross Exposure:* 50%

Estratégia de Pares: 6%

Estratégia *Long & Short*: 44%

## DESTAQUES POSITIVOS

### POSIÇÕES LONG

#### CESP

A ação apresentou uma boa performance em março, seguindo uma indicação mais favorável de que a companhia conseguirá a extensão de sua concessão no processo de privatização.

Realizamos o investimento em Cesp no ano passado, observando que o preço da ação estava muito descontado diante da potencial geração de caixa e potencial pagamento de dividendos da companhia.

A tese da posição mudou diante da vontade do Governo de São Paulo de privatizar a empresa, ratificada pela posterior recomendação do Conselho de Administração da companhia para que o processo fosse iniciado. O Governo já estabeleceu um cronograma para a privatização e já contratou o banco avaliador.

A privatização da companhia deverá ser concluída até o segundo semestre de 2017 e existe a chance da União conceder a extensão da concessão de sua principal usina, Porto Primavera. A Cesp, valendo-se da Lei 13.360, que possibilitou a extensão da concessão das distribuidoras da Eletrobrás que serão privatizadas, solicitou o mesmo tratamento para o seu caso. O Ministério de Minas e Energia já sinalizou que o pleito da Cesp faz sentido: caso a extensão fosse concedida, tanto as condições para a privatização quanto o preço de venda estipulado melhorariam de forma substancial.

Diante da boa evolução do processo de privatização, com boas perspectivas de extensão da concessão, decidimos manter a posição comprada.



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world

## POSIÇÕES *SHORT*

### AES TIÊTE

Montamos uma posição vendida na unit, devido ao *valuation* caro e ao potencial maior impacto negativo do GSF sobre seus próximos resultados. A unit da AES Tietê apresentou uma performance negativa em março, principalmente, por conta desse risco de um impacto negativo maior advindo do GSF.

Acreditávamos que a unit da AES Tietê estava muito bem precificada no final de fevereiro, pois apresentava uma baixa taxa de retorno, inferior a taxa da NTN-B, utilizando como premissa um elevado preço de energia de longo prazo. Como a companhia possui muita energia descontratada a partir de 2019, seu retorno é totalmente dependente ao preço que ela conseguirá vender essa energia.

Além do *valuation* desfavorável, a constante hidrologia negativa, somada a necessidade de despacho de térmicas mais caras, pioraram de maneira relevante o quadro de GSF: isto é, a necessidade das geradoras hídricas de adquirir energia no mercado spot, ao preço da energia spot, para compensar a baixa geração.

Como para os próximos dois anos a empresa está com boa parte de sua energia vendida, essa necessidade de comprar energia no mercado spot, a um preço cada vez mais alto, representa um custo em seu resultado, o que afeta sua margem, reduz o seu lucro líquido e diminui sua capacidade de pagar dividendos.

Acreditamos que a correção de março trouxe o *valuation* da AES Tietê para um nível mais razoável, mas decidimos manter a posição vendida, devido a esse risco de GSF mais agressivo e mais duradouro.

## DESTAQUES NEGATIVOS

### POSIÇÕES *LONG*

#### SANEPAR

Montamos uma posição comprada em dezembro, aproveitando a oferta de ações realizada pela empresa. Desde a oferta a ação vinha se valorizando até a divulgação da nota técnica preliminar de sua revisão tarifária, no início de março.

Decidimos fazer o investimento em Sanepar, porque a ação apresentava taxas de retorno implícitas bastante elevadas em diversos cenários e por termos uma visão construtiva do setor de saneamento.



Acreditávamos que a introdução da metodologia de revisão tarifária mudaria a companhia de patamar, pois seu investimento passaria a ser remunerado por uma taxa condizente com seu custo de capital e o reajuste tarifário passaria a ser blindado de interferências do Poder Executivo do estado do Paraná, já que seria determinado por uma autarquia independente.

A definição de um reajuste superior a 25%, utilizando essa metodologia, veio acima de nossas expectativas, mas a decisão preliminar da Agepar, órgão regulador do estado, de diferir esse reajuste em oito anos, exerceu um impacto muito negativo na ação. Mesmo que as parcelas diferidas sejam corrigidas por Selic, esse período longo de diferimento gerou um desconforto em relação à independência da agência.

A decisão final ainda será divulgada em abril e existe a chance de ser modificada pela Agepar. Após várias contribuições dos agentes econômicos, incluindo a defesa forte da companhia para que esse diferimento fosse reduzido para, no máximo, quatro anos, existe a possibilidade de uma nova decisão da agência, o que ajudaria a dirimir esse risco regulatório.

Entendemos que, mesmo que não haja alteração na decisão preliminar da Agepar, o preço atual da ação está bastante descontado, pois embute uma elevada taxa de retorno real, mesmo em cenários, onde a tarifa sequer é reajustada pela inflação anual.

## PETROBRAS

A ação da Petrobras apresentou uma performance negativa em março, refletindo a queda de 7% do preço do petróleo observada no mês – a maior queda mensal desde Julho de 2016. Acreditamos que a ação sofreu por fatores alheios ao resultado operacional da companhia, acompanhando o movimento do preço da *commodity*.

Montamos uma posição comprada em Petrobras no segundo semestre de 2016, pois avaliávamos que o preço da ação não refletia os avanços operacionais realizados pela nova gestão, o impacto positivo da apreciação cambial e a recuperação dos preços do petróleo dos deprimidos patamares do primeiro trimestre de 2016.

A nomeação de Pedro Parente como o novo CEO da companhia e a divulgação do novo plano de negócios reforçaram a tese de mudança de cultura, controle rigoroso de custos, redução de investimentos e extensão da estratégia de venda de ativos.

Avaliamos que a nova gestão da companhia está focada na estratégia correta de desalavancagem e otimização da alocação de capital, com foco total na atividade de Exploração e Produção. A companhia apresenta fluxo de caixa livre há sete trimestres consecutivos, através da adoção de preços de combustíveis realistas e competitivos, redução de custos e CAPEX, aumento de produtividade dos campos e desinvestimentos.

Observamos que a companhia está passando por uma transformação operacional e que tem adotada a estratégia correta.

Em relação ao petróleo, acreditamos que o preço deverá seguir uma trajetória construtiva, de acordo com o que é apontado pela curva futura do petróleo, porque as perspectivas para os próximos anos são de que a demanda cresça a um ritmo superior ao da oferta. O acordo dos países produtores da OPEP, mais agressivo do que o mercado esperava, representou mais um fator de pressão altista para o preço do petróleo e existe uma chance razoável de ser estendido até o final do ano.

Mantivemos a posição comprada em Petrobras, pois observamos que a ação ainda apresenta uma relação de risco-retorno positiva pelo potencial geração de valor que a venda de ativos irá gerar (particularmente daqueles que ainda apresentam resultados operacionais abaixo do esperado), pela contínua redução de custos que a empresa vem realizando, pelo crescente aumento de produtividade que os poços do Pré-Sal apresentam e pela redução da alavancagem da empresa.

## MINERVA

Minerva sofreu uma queda de quase 10% no mês de março VS uma performance negativa de quase 3% da bolsa. Podemos atribuir a totalidade dessa queda aos impactos da operação Carne Fraca, deflagrada pela PF no dia 17 de março. Apesar da Minerva não ter sido citada e apenas uma planta de bovino de uma pequena empresa ter sido envolvida (de um total de 21 plantas bloqueadas), a ação sofreu junto com o segmento. Após o enorme esforço de esclarecimento por parte do governo brasileiro, as restrições impostas por alguns países importadores de carne bovina brasileira duraram poucos dias e não devemos ter maiores impactos nas exportações brasileiras. Os números recém-divulgados pela SECEX corroboram a nossa tese, com queda de volumes apenas na semana após a operação e a normalização dos volumes na semana seguinte.



O cenário para os próximos anos segue muito promissor, com o aumento esperado da disponibilidade de gado no Brasil aliada a falta de gado nos principais concorrentes (como EUA e Austrália). Dado o ambiente favorável e múltiplo atrativo, aproveitamos para aumentar nossa posição após a queda forte.

## PRINCIPAIS ALOCAÇÕES PARA O PRÓXIMO MÊS:

Para o mês de abril, as principais alocações setoriais na ponta compradora são nos setores de celulose, petróleo, alimentos, varejo e elétrico. Por outro lado, na ponta vendida, os setores de consumo e concessão.

Fundos de Investimento	Data Início	Horário	Regime de	Resgate				Valores Mínimos (R\$)			TAXAS			Observações	Ratings	Tratamento Tributário Perseguido
				Conversão	Carência	Conversão	Liquidação Financeira	Aplicação Inicial	Movimentação	Saldo	Administração	Performance	Saída			
Multimercado																
LONG AND SHORT (a)	04/06/2007	15:30	Fechamento	D0	não há	D+14	D+15	5.000	5.000	não há	2.00% a.a.	20% s/ 100% CDI	sim*	(II, III, IV)	não há	Longo Prazo

#### Taxa de Administração:

É apropriada diariamente sobre o valor da cota sendo paga mensalmente até o 5º dia útil subsequente ao vencimento;

#### Taxa de Performance:

É apropriada diariamente sendo paga semestralmente no último dia útil dos meses de dezembro e junho ou no resgate total ou parcial das cotas, o que ocorrer primeiro;

#### Taxa de Entrada:

Nenhum fundo mencionado possui taxa de entrada;

#### (a) Taxa de Saída:

BNP Paribas Long and Short: Caso o cotista solicite, de forma expressa, o resgate com conversão das cotas em D+0/ Liquidação das cotas D+1, será cobrada uma taxa de saída de 5% sobre o valor total resgatado. Esta taxa será descontada no dia da efetivação do resgate e revertida ao patrimônio líquido do fundo.

#### Utilização de Derivativos:

II – Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

#### Ativos negociados no exterior:

(III) Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.

#### Concentração de emissores:

(IV) Este fundo pode estar exposto à significativa concentração em ativos de Renda Variável de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

#### Tratamento Tributário Perseguido:

Não há garantia de que os fundos mencionados acima terão tratamento tributário para fundos de Longo Prazo.

Público Alvo: Investidores em Geral



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world



## DISCLAIMER

Este documento foi produzido pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. ou por suas empresas subsidiárias, coligadas e controladas, em conjunto denominadas "BNP Paribas", com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos. O Banco BNP Paribas Brasil S.A. é instituição financeira regularmente constituída e em funcionamento no país e devidamente autorizada pelo Banco Central do Brasil e habilitada pela Comissão de Valores Mobiliários para administrar fundos de investimentos. Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, o BNP Paribas não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação. Esse documento contém informações e declarações prospectivas referentes ao Banco BNP Paribas Brasil e ao mercado em geral. Essas declarações não constituem fatos históricos e abrangem projeções financeiras e estimativas, bem como hipóteses sobre as quais estão baseadas declarações relativas a projetos, objetivos e expectativas relacionadas às operações, produtos e serviços futuros ou performances futuras. Essas declarações prospectivas podem ser identificadas pelas palavras «esperar», «antecipar», «acreditar», «planejar» ou «estimar», bem como por outros termos similares; Informações e opiniões contidas neste documento foram obtidas de fontes públicas por nós consideradas confiáveis, porém nenhuma garantia, explícita ou implícita, é assegurada de que as informações são acuradas ou completas, e em hipótese alguma podemos garantir a sua ocorrência. O BNP Paribas Brasil não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. O BNP Paribas Brasil não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. Este documento foi produzido pelo BNP Paribas Brasil S.A. e é de uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido, ao todo ou em parte, sem prévio consentimento do BNP Paribas Brasil S.A. Caso V.Sa. não seja o destinatário pretendido, qualquer divulgação, cópia, distribuição ou qualquer ação conduzida ou omitida para que se baseie nisso, é proibida e pode ser considerada ilegal. Informações importantes referentes ao fundo BNP Paribas Long and Short: Taxa de Administração: 2% a.a. - É apropriada diariamente sobre o valor da cota sendo paga mensalmente até o 5º dia útil subsequente ao vencimento; Taxa de Performance: 20% sobre o que exceder a variação do CDI - É apropriada diariamente sendo paga semestralmente no último dia útil dos meses de dezembro e junho ou no resgate total ou parcial das cotas, o que ocorrer primeiro; Taxa de Entrada: O fundo não possui taxa de entrada. Taxa de Saída: caso o cotista solicite, de forma expressa, o resgate com conversão das cotas em D+0/ Liquidação das cotas D+1, será cobrada uma taxa de saída de 5% sobre o valor total resgatado. Esta taxa será descontada no dia da efetivação do resgate e revertida ao patrimônio líquido do fundo. Tratamento Tributário Perseguido: Este fundo busca manter uma carteira de ativos com prazo médio superior a 365 dias. Não há garantia de que o fundo terá tratamento tributário para fundos de Longo Prazo. Público Alvo: O fundo é destinado à Investidores em Geral. Utilização de Derivativos: O fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação de aportar recursos adicionais. Ativos negociados no exterior: O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Concentração de emissores: O fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de Renda Variável de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. O fundo possui datas de conversão e de pagamento diversas da data do pedido de resgate; Auditoria: Pricewaterhouse Coopers Auditores Independentes. Administração: Banco BNP Paribas Brasil S/A. Gestão: BNP Paribas Asset Management Brasil Ltda. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, doze meses. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. 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 obtida no passado não representa garantia nem promessa de rentabilidade futura. Leia o Formulário de Informações Complementares, a Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento do Fundo antes de investir. Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone – 0800-7715999 ou através do e-mail: [ouvidoria@br.bnpparibas.com](mailto:ouvidoria@br.bnpparibas.com) - O horário de funcionamento da Ouvidoria é de segunda-feira à sexta-feira, das 09h00 às 18h00. Acesse: [www.bnpparibas.com.br](http://www.bnpparibas.com.br).



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

**The asset manager  
for a changing  
world**