



CARTA MENSAL

#setembro/2022



Gilberto Kfourir Jr.
CIO BNP Paribas Asset Management

“Ao longo do mês de setembro observamos movimentos relevantes no mercado internacional, especialmente em ativos relacionados aos países desenvolvidos, incluindo um enfraquecimento das bolsas de valores, elevação das taxas de juros e fortalecimento do dólar. O cenário externo tem enfrentado turbulências de diversas direções, tanto do lado econômico com a inflação avançando e atividade enfraquecendo, do lado financeiro com o *stress* no mercado de *bonds* do Reino Unido, abertura dos *spreads* de crédito e especulações de insolvência do Credit Suisse, quanto do lado geopolítico com a realização de referendos para a anexação de territórios ucranianos pela Rússia. No Brasil, as atenções estão voltadas para as eleições.”

ECONOMIA INTERNACIONAL

Ao longo do mês de setembro observamos movimentos relevantes no mercado internacional, especialmente em ativos relacionados aos países desenvolvidos, incluindo um enfraquecimento das bolsas de valores, elevação das taxas de juros e fortalecimento do dólar. O cenário externo tem enfrentado turbulências de diversas direções, tanto do lado econômico com a inflação avançando e atividade enfraquecendo, do lado financeiro com o *stress* no mercado de *bonds* do Reino Unido, abertura dos *spreads* de crédito e especulações de insolvência do Credit Suisse, quanto do lado geopolítico com a realização de referendos para a anexação de territórios ucranianos pela Rússia.

Nos Estados Unidos, o mercado de trabalho continua extremamente resiliente, com a criação de 315 mil postos de trabalho em agosto fazendo com que, para cada desempregado, existam 2 vagas disponíveis, maior patamar da história. Esse superaquecimento tem sustentado o crescimento de salários em 5,2% YoY (sigla para, *Year over Year*. Em português significa, ano a ano), incompatível com a convergência da inflação para 2%, descontando a produtividade do trabalho.

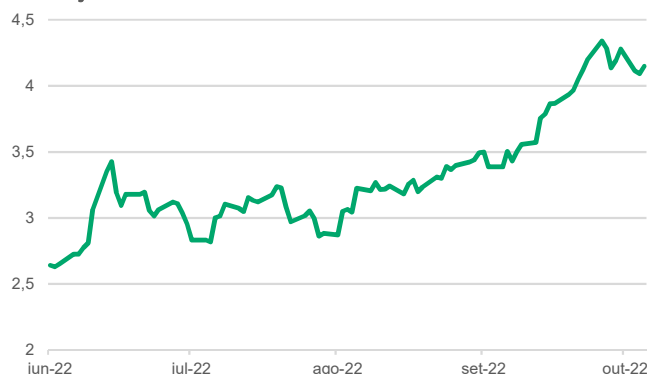
Em relação à abertura das taxas de juros lá fora, os principais eventos que influenciaram tal movimento foram a leitura da inflação americana muito mais elevada que o esperado – alta de 0,6% MoM (sigla para, *Month over Month*. Em português significa, mês a mês), no núcleo de exclusão de alimentos, energia e aluguéis extremamente elevados – e a postura mais dura do Federal Reserve Board (“Fed”) sobre o aperto da política monetária. Em sua última reunião, além de elevar novamente a taxa de juros em 75 bps para 3,00% - 3,25%, o Federal Open Market Committee (“FOMC”) divulgou projeções de seus membros acerca da trajetória de juros acima do esperado. A mediana indicou não só um ritmo mais forte de aperto nas próximas reuniões, mas também uma taxa terminal (intervalo de 4,50% - 4,75%) mais elevada que o precificado até então. A resultante dessas duas forças, inflação e Fed, foi uma elevação de quase 80 bps na taxa de juros de 2 anos dos EUA ao longo de setembro.



“O que gerou grande volatilidade nas taxas de juros esse mês foi o anúncio do novo plano econômico do Reino Unido com a posse da Liz Truss como Primeira Ministra.”

Gráfico 01

Taxa de juros americana de 2 anos



Fonte: Bloomberg. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 05 de outubro de 2022.

Além disso, o mercado tem respondido de forma muito sensível aos dados econômicos americanos, uma vez que o Fed está navegando em modo mais reativo (em contraste com o modo preventivo adotado antes da pandemia) e “data dependent”. Dados fortes de atividade, tem levado a reações de aversão ao risco no mercado, devido à expectativa de uma necessidade de avanço da política monetária em território ainda mais restritivo. Ou seja, dados positivos estão sendo interpretados de forma negativa. O oposto também está ocorrendo, dados de atividade mais fracos têm desencadeado movimentos positivos nos ativos de risco, visto que o desaquecimento da demanda daria margem para a adoção de uma postura mais frouxa pelo Fed.

Gráfico 02

Taxa de juros de 10 anos do Reino Unido



Fonte: Bloomberg. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 05 de Outubro de 2022.

Outro acontecimento que gerou grande volatilidade nas taxas de juros esse mês foi o anúncio do novo plano econômico do Reino Unido com a posse da Liz Truss como Primeira Ministra. Seu plano é estimular a economia via cortes de impostos, levando a uma perda fiscal da ordem de 50 bilhões de libras até 2026 e tentar segurar a inflação por meio do congelamento de preços de energia para a população. Se tudo isso fosse de fato implementado, o Reino Unido teria que conviver com uma maior inflação e juros mais altos, além de enfrentar uma situação fiscal delicada em termos de endividamento. No mercado, isso se refletiu em uma elevação de cerca de 150 bps nas taxas de juros de 10 anos do Reino Unido, o que levou o Banco Central da Inglaterra a intervir informando que compraria o volume necessário de *bonds* para evitar a disfuncionalidade no mercado de títulos.

ECONOMIA BRASILEIRA

No cenário doméstico, as atenções estão voltadas para as eleições. De forma geral, o resultado do 1º turno foi mais favorável ao Bolsonaro do que mostravam as pesquisas, especialmente em relação ao eleitorado do Sudeste. Ainda assim, Lula liderou nacionalmente com 5,2 pontos – Lula com 48,4% e Bolsonaro com 43,2% – e retém a maior probabilidade de vitória. Ao mesmo tempo, Bolsonaro está trabalhando nas alianças regionais com governadores e anunciando benesses (adiantamento do pagamento do Auxílio Brasil em outubro e a criação do 13º do Auxílio Brasil para mulheres a partir do ano que vem) para tentar virar o resultado a seu favor no 2º turno, algo que nunca aconteceu com o segundo colocado desde a redemocratização.

A maior surpresa, no entanto, não foi o desempenho do Bolsonaro, mas sim do seu partido (PL) no Congresso, que passou a ter a maior bancada em ambas casas. Nesse cenário, a centro-direita conta com uma maioria qualificada tanto para aprovar emendas constitucionais, quanto para aprovar um eventual processo de impeachment. A reação do mercado diante desse resultado foi notadamente positiva, uma vez que o fortalecimento da centro-direita garantiria a continuidade das políticas adotadas até então, em caso de uma vitória do Bolsonaro, ou então levaria o Lula a adotar políticas mais moderadas em caso de vitória.

Esse cenário de menor incerteza política se soma de forma positiva ao fim do ciclo de aperto da política monetária pelo Banco Central.

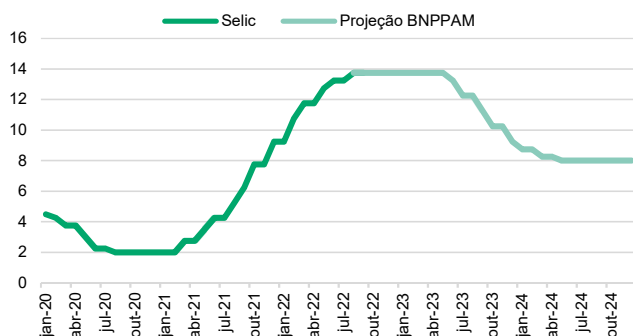


“Esse cenário de menor incerteza política se soma de forma positiva ao fim do ciclo de aperto da política monetária pelo Banco Central.”

Em sua última reunião, o Comitê de Política Monetária (“Copom”) decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75%, em linha com a nossa expectativa, ressaltada em nossa última carta. Em relação à trajetória da política monetária à frente, continuamos com a perspectiva de manutenção da taxa nesse patamar até junho e possibilidade de cortes robustos no segundo semestre, especialmente considerando o provável enfraquecimento da atividade entre o quarto trimestre desse ano e meados do ano que vem. Enxergamos tal enfraquecimento de forma positiva, na medida em que será condição necessária para desacelerar a inflação.

Gráfico 03

Projeção da Taxa Selic



Fonte: BCB. Elaboração e projeções: BNPP AM Brasil. Data base: 30 de Setembro de 2022.

No entanto, no curto prazo, nos deparamos com uma situação *“goldilocks”* (expressão referente à história Cachinhos Dourados, usada no mercado como uma combinação entre atividade forte e inflação baixa) em nossa economia. Na nossa visão, isso deriva de alguns desdobramentos positivos do lado da oferta.

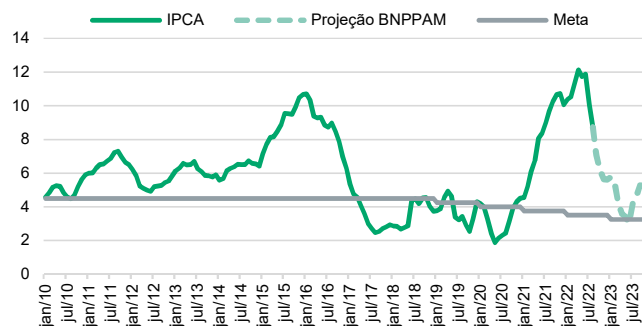
Mais detalhadamente, o setor de serviços tem liderado a expansão econômica, beneficiado pela melhora do mercado de trabalho e, paralelamente, observamos o início de uma desaceleração na inflação de serviços. Acreditamos que essa combinação é resultado da queda dos salários reais em relação ao pré-pandemia, que permitem uma maior contratação e ao mesmo

tempo reduzem o custo de produção desses serviços. A flexibilização do mercado de trabalho como efeito da reforma trabalhista também contribui nesse sentido.

Olhando para a indústria, notamos o avanço na produção de bens de consumo ao mesmo tempo em que os preços dos bens industriais cedem no IPCA. Isso é derivado de uma melhora dos problemas nas cadeias globais de oferta, que tem possibilitado um aumento da produção de bens e aliviado as pressões sobre os preços.

Gráfico 04

IPCA - YoY



Fonte: IBGE e BCB. Elaboração e projeção: BNPP AM Brasil. Data base: 30 de Setembro de 2022.

O resultado provavelmente é um crescimento acelerado do PIB esse ano, de 3% na nossa projeção, acompanhado de uma inflação de 5,6%, cedendo 4,5 pontos em relação à inflação do ano passado. No entanto, para o ano que vem, esperamos uma contração do PIB de -0,2%, puxada por uma queda no consumo, tanto de bens quanto de serviços, como resposta ao aperto monetário. Do lado da inflação, nossa expectativa é de uma alta de 4,9% para o ano que vem, impactada pelo efeito base causado pelas medidas de cortes de impostos esse ano, ainda que não haja reversão de tais medidas em 2023.



Andressa Castro
Economista-chefe



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable investor for a changing world

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Tivemos performances distintas entre os instrumentos de renda fixa. As NTN-Bs sofreram com mais um mês de *carry* negativo devido a deflação de -0,36% em agosto, cujo impacto ficou mais evidente no IMA-B5, que fechou o mês em +0,42% e menos sentido nos papéis mais longos, com IMA-B5+ fechando o mês em +2,39%, contra um CDI de +1,07%.

NOSSA VISÃO

Como no mês passado, a tônica do mercado local foi dado pelos desdobramentos externos, em temas já conhecidos: o combate à inflação nos países desenvolvidos, com destaque para a inflação americana cujo núcleo voltou a acelerar de 5,9% para 6,3% YoY; a geopolítica e seus desdobramentos sobre preço de energia e a novidade da conturbada política econômica da nova primeira ministra do Reino Unido, com impactos negativos relevantes na curva de juros naquele país, acabou respingando pelo globo em certa medida.

O Banco Central do Brasil finalmente encerrou o ciclo e manteve a Selic estável em 13,75%, uma decisão de certo modo esperada, mas não sem consequências em termos de mercado. Afinal, há uma mudança de ordem prática no comportamento dos agentes diante de eventuais surpresas negativas com inflação, por exemplo, enquanto o ciclo está em aberto, é natural se especular com probabilidade de aperto maior na próxima reunião nessas situações, enquanto que com o ciclo fechado, a barra para apostar em retomada do ciclo fica mais alta. Por esse motivo, muitos investidores preferem cogitar posições aplicadas somente a partir do final do ciclo de alta. Sobre o alerta dado pelo Banco Central de que poderia retomar a elevação da Selic, se necessário, vemos mais como um recurso retórico para segurar o ímpeto do mercado em precificar quedas muito rapidamente na curva. Em nossa avaliação, precisaria de uma nova informação negativa e relevante na inflação

para que esse cenário se concretizasse. Acreditamos na Selic estável até meados de 2023, quando vislumbramos uma possível quebra mais consistente da dinâmica inflacionária, sobretudo no resiliente setor de serviços. Acreditamos que para ocorrer uma antecipação desse cenário, requererá surpresas inflacionárias benignas ou queda inequívocas das incertezas fiscais.

Por fim, o desfecho do primeiro turno das eleições no Brasil revelou um cenário potencialmente positivo no que diz respeito às expectativas na gestão das contas públicas. A grande novidade foi o avanço das forças de centro direita no Congresso, que tem como consequência provável uma maior centralidade no debate fiscal, seja afastando o candidato Lula da heterodoxia econômica, ou por elevação marginal na probabilidade de reeleição. Dada a relevância do tema fiscal para os preços dos ativos, sobretudo juros, acreditamos em uma melhora da curva de juros.

Fizemos incrementos em nossas posições aplicadas em pré-fixado Jan/27 e Jan/29. Com um passo na redução de incertezas fiscais, vemos espaço para uma possível queda relevante nos prêmios de inflação embutidos nos trechos mais longos.

MOEDAS

Tivemos elevada volatilidade e depreciação das moedas frente ao dólar. A forte inflação nos Estados Unidos e comunicação dura do Fed levaram as taxas de juros americana a novos picos, com o nominal de 10 anos atingindo 4,00%. O BRL vem apresentando boa performance relativa, trabalhando na banda entre R\$5,10 e R\$5,40, no entanto os movimentos têm sido intensos em curto espaço de tempo, o que nos leva a operar bastante taticamente. Estamos comprados em dólar.



Michael Kusunoki
Head Renda Fixa & Multimercados



CRÉDITO PRIVADO

O mercado de crédito privado teve novamente um desempenho misto em setembro. Os ativos indexados ao CDI tiveram desempenho positivo e acima do referencial com mais uma pequena compressão dos *spreads*. Lembrando que a compressão de *spread* tem efeito positivo no curto prazo, mas o carregamento menor também implica em redução da capacidade de absorção de volatilidade à frente. Na classe de ativos indexados ao IPCA tivemos desempenho marginalmente positivo, mas fracos em termos nominais. A curva de juros em IPCA teve desempenho fraco na parte mais curta, na região do IMA-B5, e mais positiva na região mais longa, do IMA-B5+. Adicionalmente observamos o segundo mês com descompressão nos *spreads* de crédito indexados ao IPCA, fruto da menor demanda de investidores, que têm dado preferência aos ativos isentos indexados ao CDI. Importante mencionar que os *spreads* locais são geralmente mais comprimidos que no exterior, mas temos observado que a extensão desta divergência parece estar caminhando para um nível onde veremos uma reversão, seja com redução dos *spreads* externos ou com descompressão do doméstico.

O mercado primário em setembro foi menos ativo e nossa expectativa é que a atividade retorne a níveis maiores no último trimestre do ano. Notamos total predominância na emissão de ativos indexados ao CDI que foram absorvidos pelo mercado a *spreads* levemente abaixo dos vistos em agosto. Notamos também que o mercado continua buscando aumentar o carregamento de suas carteiras através da extensão dos prazos, o que é algo a ser monitorado nos próximos meses pois pode indicar mais volatilidade à frente.

Para as carteiras CDI, mantivemos a estratégia de alocar no setor financeiro, em prazos ao redor de 2 a 3 anos, principalmente nos nossos fundos abertos. Para fundos exclusivos,

que não tenham tanta necessidade de liquidez, continuamos a fazer também alocação em prazos mais longos no setor não financeiro, aproveitando a própria dinâmica de vencimentos da carteira. A estratégia em modo conservador segue justificada pelos riscos percebidos: a inconsistência da política fiscal brasileira agravada pela campanha eleitoral presidencial, o aperto monetário nos mercados desenvolvidos, a inflação e a continuidade dos choques recessivos e inflacionários originados pelo conflito na Ucrânia e pela estratégia de Covid zero adotada pela China para o enfrentamento da pandemia.

Na nossa estratégia de infraestrutura, mantivemos a alocação em risco IPCA ao redor de 90% e *duration* superior ao IMA-B5 com menor alocação em títulos até 2025.

Mantemos a visão otimista para o mercado de crédito privado, mas também antevemos alguma volatilidade por conta das incertezas mencionadas. Ativos indexados ao CDI permanecem atrativos por conta do ciclo monetário, com Selic na casa dos 13,75% que será mantida por um tempo longo o necessário até que as expectativas de inflação se tornem mais alinhadas com a meta do Banco Central.

Os ativos indexados ao IPCA, principalmente os que têm *duration* um pouco além do IMA-B5, também permanecem atraentes apesar das incertezas da trajetória da inflação. Estamos chegando ao fim do ciclo de alta da Selic e, portanto, esperamos que a curva real de juros se acomode em nível mais baixo que o atual.

Reforçamos a recomendação de investimento no nosso fundo de Debêntures Incentivadas como opção otimizada às alocações em IMAB-5, disponível tanto para investidores pessoa física como institucionais.



Fábio Oliveira
Head de Crédito Privado

RENDA VARIÁVEL

Em setembro foi observado um fluxo de retirada de investimentos em ativos de maior risco nos mercados globais, devido ao aumento na taxa de juros dos EUA realizado pelo Fed, assim como pela maior probabilidade de recessão da economia norte-americana. Desta maneira, o S&P fechou o mês com queda de 9,34%, o Euro Stoxx caiu 6,84% e o MSCI World fechou em queda de 9,37%. Na mesma direção, o mercado de *commodities* apresentou queda no preço do minério de ferro de 6,16% (fechando abaixo dos 100 dólares) e no petróleo que caiu 8,84% (abaixo dos 90 dólares).

No Brasil, mantivemos a tendência positiva de agosto, com o Ibovespa apresentando novamente performance superior ao mercado internacional, fechando o mês com uma alta de 0,47%. Movimento que pode ser explicado pela sinalização do Banco Central de que chegamos no topo da taxa de juros, levando ao mercado a iniciar um movimento de precificação de uma queda na taxa de juros já em 2023. Apesar dessa ligeira alta, setembro foi um mês de extrema volatilidade causada principalmente pelas eleições presidenciais, além do ambiente externo mais desafiador. Como destaque positivo nesse mês podemos falar das empresas do setor financeiro que se tornaram um porto seguro para o mercado. Já do lado negativo, podemos falar das empresas do setor de petróleo que fecharam o mês em queda, dado a redução significativa do preço do barril, assim como pelo risco eleitoral.

Tendo como pano de fundo este contexto global de alta incerteza, tem se tornado cada vez mais complexo analisar o cenário externo e fazer a tradução disso para um cenário local, principalmente para o mercado de ações. Portanto, preferimos segregar nossa análise por região:

- **China:** ainda sofrendo com os efeitos da Covid sobre a atividade, com muitos questionamentos sobre quando podem ter uma reabertura da economia de fato, sendo os três principais cenários de redução nas restrições: (i) depois da recondução do Xi Jinping; (ii) depois das eleições do congresso no segundo trimestre de 2023, e (iii) pode ser mais rápido do que todos imaginam, dado as sinalizações de que Hong Kong já deve receber alguns grandes eventos durante o mês de outubro;
- **Europa:** além da questão já bem debatida sobre a guerra entre Rússia e Ucrânia e a falta de gás na Alemanha, há um aumento na preocupação com relação aos países dentro da União Europeia, já que o aumento das taxas de juros afeta cada economia de forma diferente. Por exemplo, a Itália tem posição fiscal mais desafiadora que a Alemanha. O que torna a situação ainda mais sensível é o fato de que a inflação na região, que continua em patamar elevado, pode levar a uma resposta ainda mais dura por parte do Banco Central. Adiciona-se a isso, a

recente volatilidade no Reino Unido, devido ao efeito de corte de impostos e a expansão fiscal por parte da nova primeira ministra. Isso teve impacto direto na moeda da região que sofreu forte desvalorização desde o anúncio de corte de impostos;

- **EUA:** continuamos com uma visão cautelosa, na qual o Banco Central Americano continua com uma postura mais dura para combater a inflação, o que pode levar a uma recessão no país. Além disso, temos monitorado que os ativos relacionados a crédito estão bem estressados, principalmente devido ao aumento das taxas de juros, tanto de curto quanto de longo prazo.

Dito isso, temos um cenário externo muito diferente de outras crises globais. No passado, as grandes crises tiveram como ponto de partida uma crise de crédito que repercutiram em um efeito dominó no sistema financeiro. No atual momento estamos vivenciando desafios pontuais em determinadas regiões, o que complica ainda mais a análise para saber qual o real efeito do cenário internacional para os ativos da bolsa brasileira, considerando que nossa economia é relativamente fechada.

O primeiro efeito mais evidente é o impacto direto da queda nos preços das *commodities* na bolsa brasileira em um cenário de desaceleração da demanda global, dado que empresas exportadoras de *commodities* tem peso de aproximadamente 40% no índice Ibovespa. Como efeito secundário, preços menores de *commodities* tiram o poder de compra e o desenvolvimento de regiões importantes do país, como o Centro Oeste com o agronegócio e o Norte do país com a produção de minério de ferro.

Por outro lado, um mundo em desaceleração deveria refletir em uma inflação menor globalmente, passados os grandes choques de oferta e uma menor demanda projetada. Dito isso, o Brasil está em uma situação de vantagem comparativa, pois iniciou seu ciclo de aperto monetário antes do resto do globo e, provavelmente, será o primeiro a entrar no processo de afrouxamento monetário.

Antes, queria relembrar que precificamos o valor das ações através do fluxo de caixa descontado de uma empresa. Projetamos os fluxos de caixa da empresa, trazemos a valor presente descontando uma determinada taxa de desconto. Claramente, essa taxa de desconto oscila ao longo do tempo, devido ao custo de oportunidade de investir em um ativo livre de risco como a taxa Selic. Quando a Selic está em patamares mais elevados, naturalmente o custo de oportunidade de ter uma ação aumenta. Por isso, costumamos falar que há uma relação inversamente proporcional entre juros e ações, quanto menor os juros, maior deveria ser o valor da ação.

Além disso, temos que lembrar que o lucro de uma empresa é resultado da receita gerada pela companhia deduzida



dos custos variáveis, custos fixos, impostos e custos financeiros (que normalmente é atrelado ao CDI). Portanto, além do fator taxa de desconto, com a queda da Selic em um cenário de menor inflação, deveríamos ter um reflexo positivo nas empresas que estão mais alavancadas com a diminuição dos custos financeiros, assim como, um efeito positivo com redução de custos fixos dado a menor inflação – resultando em lucros melhores para frente.

Costumamos calcular que o índice Ibovespa tem um *duration* (anos de fluxo de caixa) ao redor de 15. Isso quer dizer que, num cenário de queda de 1% da taxa de desconto, deveríamos ter uma alta de 15% no índice Ibovespa. Porém, é importante mencionar que a correlação da taxa de desconto é mais significativa com o juros real do que com juros nominal, pois como mencionado acima há um efeito inflacionário no lucro das empresas. Além disso, o juros real está mais atrelado a saúde fiscal de longo prazo do que o juros de curto prazo. Embora haja correlação entre os juros de curto prazo e o de longo, ela é menor. E isso acaba contribuindo para os fatores mencionados acima. Em nossa visão, o que deve

determinar o juros real estrutural de médio e longo prazo será o resultado das eleições e o que o próximo presidente estará disposto a fazer do ponto de vista fiscal.

Portanto, a melhor maneira que vemos para ter um portfólio hoje, é ter uma carteira balanceada com: (i) ativos que possam entregar resultados mesmo em um cenário desafiador para frente; (ii) empresas que possam ser defensivas em um cenário externo mais desafiador; e (iii) ações que já precificam cenários que consideramos irreais. Dessa forma, estamos balanceando nosso portfólio com ativos de crescimento com ativos de valor.



Marcos Kawakami
Head Renda Variável

FUNDO DE FUNDOS

Em setembro prosseguiu-se o que vimos em agosto com o tema inflação dominando os mercados, fazendo com que os Bancos Centrais reagissem de forma mais *hawkish*. Nos Estados Unidos, com a aceleração da inflação e o mercado de trabalho ainda aquecido, o Fed sinalizou em sua última reunião de Política Monetária mais uma alta de 75 bps, elevando assim a expectativa do mercado com taxa terminal próxima de 5%. Esse cenário de aperto das condições financeiras contagiou também a Europa, onde a inflação segue alta e persistente, exigindo do Banco Central Europeu (ECB, sigla em inglês para European Bank Central) também uma postura mais firme. A dificuldade é ampliada com o conflito russo-ucraniano que teve recente escalada, com consequências geopolíticas e econômicas a partir do impacto nos preços de energia e na indústria europeia.

No Reino Unido, uma desastrosa decisão de redução de impostos para estimular a economia sem contrapartidas fiscais meio a um cenário inflacionário com juros em alta, levou ativos britânicos a severas quedas, tendo a Libra Esterlina atingido seu menor patamar histórico frente ao Dólar e as Gilts (títulos emitidos pelo governo do Reino Unido) passando por uma abertura de juros típica dos mercados emergentes. E por fim, dois fatores internos

mantém a China em situação desafiadora economicamente: a política Covid zero que tem mantido regiões fechadas, afetando as cadeias de ofertas e as especulações sobre bolhas no mercado imobiliário.

Estes movimentos somados levaram à piores significativas no apetite a risco global, derrubando bolsas americanas (S&P, -9,3%; e Nasdaq, -10,5%), Europeias (Euro Stoxx, -5,7%), Asiáticas (MSCI China, -14,72%; e MSCI Japan -11,16%) e emergentes (MSCI EM -11,90%), fortalecendo o Dólar globalmente (+7,68% frente à cesta de moedas do DXY) e levantando taxas pelo mundo todo.

Como descrito na carta do mês anterior, o Brasil tem se descolado dos ativos globais e tornou-se uma opção interessante de investimentos. Alguns motivos explicam: (i) estarmos adiantados em relação à política monetária, com deflação corrente e a discussão evoluindo para o questionamento de quando se dará o início do corte de juros; (ii) revisões altistas de crescimento econômico; (iii) evolução do cenário político, com uma grandiosa questão, sobretudo ao redor da âncora fiscal do próximo governo mostrado como favorito nas pesquisas eleitorais até a votação do 1º turno. Nas hipóteses do mercado, o governo incumbente traz

políticas e equipe econômicas conhecidas, porém o seu opositor, que em pesquisas demonstra uma maior probabilidade de vitória nas eleições até então, não havia discutido em sua campanha nem equipe, nem eventuais políticas.

A surpresa da votação ficou no âmbito Legislativo, com expressiva eleição de uma massa de centro direita que deve exercer força gravitacional ao redor de programas econômicos ortodoxos e reduzindo os riscos de programas radicais já testados no passado. Além do mais, o incumbente teve votação superior ao que as pesquisas demonstraram até as vésperas. Portanto, o mercado leu a votação como uma chance maior de reeleição, tendo ainda o desafiante como favorito, porém com uma necessidade percebida de moderação em direção ao centro. O Brasil, assim, encerrou um trimestre com sólidos ganhos à despeito das condições internacionais bastante negativas.

Em nossas carteiras “CDI+”, conseguimos produzir resultados consistentes mesmo com a volatilidade durante o mês, causada pelo cenário internacional e também pelos últimos dias antes das eleições. O acréscimo dos fundos *Long Bias* no início de agosto produziu bons frutos pois capturaram o beta da bolsa local com *hedges* em diversos ativos, como as próprias bolsas internacionais. Os fundos multimercados tiveram desempenho igualmente forte conforme capturaram o pessimismo no exterior a partir das posições tomadas em juros desenvolvidos, venda de bolsas nestas geografias e posições otimistas em Brasil na renda fixa e variável. Interessante também o desempenho do Dólar contra praticamente todas as moedas mundiais neste cenário de aversão ao risco, porém não contra o Real, refletindo bem a mudança de comportamento dos ativos locais e internacionais.

Com este desfecho parcial das eleições, passamos a nos questionar sobre o acréscimo das posições que contenham um beta maior. A grande questão é: teria o Brasil força suficiente para seguir performando bem, resistindo aos ventos desfavoráveis do exterior? Até que ponto nossos ativos têm robustez suficiente para superar a deterioração de ativos internacionais?

Já nas carteiras que possuem *benchmarks* compostos, seguimos com uma alocação menor nos ativos internacionais por conta do cenário global deteriorado e força do Real. Na renda variável local estamos em ponto neutro, houve bom desempenho no trimestre, porém a questão acima também limita nosso apetite por uma expansão neste momento até que questões como juro terminal e crescimento norte americanos sejam mais claras.

Seguimos sem grandes alterações, caminhando para um segundo turno de candidatos e políticas econômicas sem radicalismos, além da força moderadora do Congresso. A partir de novembro teremos visibilidade destas novas forças administradoras.

Em resumo, optamos por seguir nas carteiras CDI+ com bons multimercados (que seguem fazendo um excelente ano, com ótimos retornos), crédito privado selecionado, expandindo o risco aos poucos e com proteção, dado ainda convivermos com CDI elevado e grandes problemas nos países do G10.



Tiago Bellodi Costa Cesar
Head Fundo de Fundos

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Setembro	1,07%	1,40%	1,26%	1,48%	0,42%	4,39%	0,47%	-0,05%	-1,84%
2022	8,89%	6,96%	7,80%	6,12%	7,07%	-3,12%	4,97%	4,43%	-8,06%
12 meses	10,90%	8,01%	9,24%	7,25%	9,25%	-0,60%	-0,85%	-1,33%	-18,43%

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” e tem fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta ou recomendação de investimento ou desinvestimento. O BNP Paribas é uma instituição financeira regularmente constituída, com seu funcionamento devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil e habilitada pela Comissão de Valores Mobiliários para Administrar fundos de investimento. Apesar do cuidado na obtenção e 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 sofrer mudanças a qualquer momento sem aviso prévio. Esse material não caracteriza nenhuma oferta de investimento. Antes de qualquer decisão de investimento, é obrigatório certificar-se sobre o seu perfil de risco X perfil de risco do produto pretendido, nos termos da regulamentação em vigor. Esse documento contém informações e declarações prospectivas referentes ao BNP Paribas 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 não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Este documento foi produzido para uso exclusivo do seu destinatário, não podendo ser reproduzido, ao todo ou em parte, sem prévio consentimento do BNP Paribas. 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. O BNP Paribas não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone – 0800-7715999 ou através do e-mail: ouvidoria@br.bnpparibas.com – O horário de funcionamento da Ouvidoria é de segunda-feira à sexta-feira, das 9h às 18h. Acesse: bnpparibas-am.com.br. MATERIAL DE DIVULGAÇÃO, Outubro/2022.



JMM 87.2022