

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL – SETEMBRO



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager for a changing world

CONTEÚDO

Introdução

Cenário Econômico

Economia Internacional.....	2
Economia Brasileira.....	3

Segmento de Multimercado e

Renda Fixa

Moedas.....	5
Juros & Inflação.....	5
Renda Variável.....	7
Crédito Privado.....	7

Segmento de Renda Variável

Comportamento do mercado.....	8
O que esperamos para frente.....	8

ÍNDICES

	Agosto	12 meses
CDI	0,50%	6,35%
IRF-M	0,26%	16,67%
IMA-B	-0,40%	27,53%
IMA-B5	0,05%	14,43%
IMA-GERAL	0,16%	15,82%
DÓLAR	8,53%	-5,17%
IBOVESPA	-0,67%	31,90%
IBrX	-0,16%	34,86%
SMLL	0,48%	51,06%
IDIV	2,23%	50,25%

Fonte: Quantum Axis. Elaboração: BNPP AM Brasil



CENÁRIO ECONÔMICO

TATIANA PINHEIRO
Economista Chefe
BNP Paribas Asset Management

ECONOMIA INTERNACIONAL

Agosto foi marcado pela escalada da guerra comercial entre os EUA e a China. O anúncio de aplicação de tarifas de 10% sobre US\$ 300 bilhões de produtos chineses a partir de setembro, além dos US\$ 250 bilhões já tributados em 25%, teve como resposta a imposição de tarifas sobre US\$ 75 bilhões de produtos americanos por parte do governo chinês. Esta última decisão resultou, por sua vez, na elevação da tarifa de 10% para 15% sobre parte dos US\$ 300 bilhões de produtos chineses importados pelos EUA, além da promessa de aumento da alíquota de 25% para 30% sobre os US\$ 250 bilhões de produtos já tributados a partir de outubro.

O resultado do recrudescimento da guerra comercial foi a piora dos índices de confiança, com o PMI de manufaturados da China caindo de 49,7 para 49,5 e o ISM de manufaturados dos EUA caindo de 51,3 para 49,1, assim ambos estão abaixo da linha d'água de 50 - o que indica contração do setor. Os impactos da guerra comercial não ficaram restritos a estes dois países, sendo os emergentes os mais afetados, o PMI de manufaturados de emergentes excluindo a China caiu de 49,5 para 49,1, se firmando em patamar contracionista. Os PMI's de manufaturados dos países europeus também seguiram abaixo da linha d'água, indicando recessão em países importantes para a região, como a Alemanha, que registrou contração de

0,2% t/t no 2º trimestre deste ano. Com isso, o PMI de manufaturados global caiu de 49,3 para 49,1.

Gráfico 01

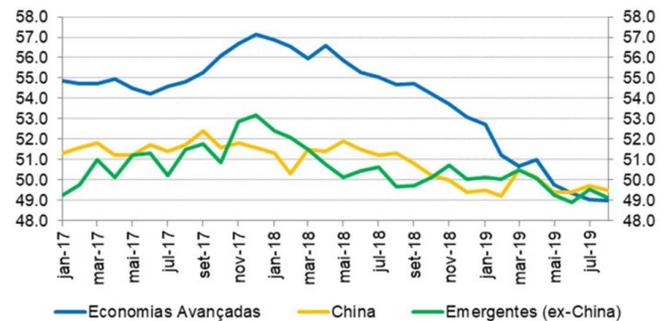
Tabela PMI de Manufaturados

	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19
Emergentes	49.3	49.1	49.6	49.3
Economias Avançadas	49.7	49.4	49.0	49.0
China	49.4	49.4	49.7	49.5
Emergentes (ex-China)	49.2	48.9	49.5	49.1
Global	49.6	49.2	49.3	49.1

Fonte: Bloomberg e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Gráfico 02

Evolução do PMI industrial entre as economias



Fonte: Bloomberg e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

A piora da atividade econômica no mundo com inflação consistentemente abaixo da meta abre espaço para mais estímulos econômicos. Na China, houve redução de compulsórios e adoção de medidas para estimular o crédito, com a possibilidade de o governo passar a se utilizar de estímulos fiscais para atingir a meta de crescimento econômico ao redor de 6,2%. Na Alemanha iniciou-se um debate sobre adoção de estímulos fiscais para recuperar a economia, algo raro no país com histórico de austeridade fiscal. Na Europa, é esperado que o Banco Central Europeu corte a taxa de juros na próxima reunião, além de um eventual anúncio de medidas de afrouxamento quantitativo para o curto/médio prazo, enquanto o Federal Reserve (FED) deve seguir com o ritmo de cortes de 25 bps nas



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

próximas reuniões. Com os dois principais bancos centrais afrouxando política monetária, o restante das autoridades monetárias também deve iniciar ou aprofundar seus estímulos monetários.

Desta forma, o cenário base é de crescimento econômico mundial baixo e alta liquidez. Para as economias emergentes, no curto prazo, a maior liquidez internacional deve prevalecer frente à aversão ao risco gerada pelo menor crescimento. Já, no médio e longo prazo, o que deve prevalecer é o ritmo de desaceleração da economia global. Contudo, como ressaltamos na carta passada, volatilidade é inerente a este cenário, o que significa que as expectativas estão altamente vinculadas ao desenrolar do cenário do comércio mundial.

ECONOMIA BRASILEIRA

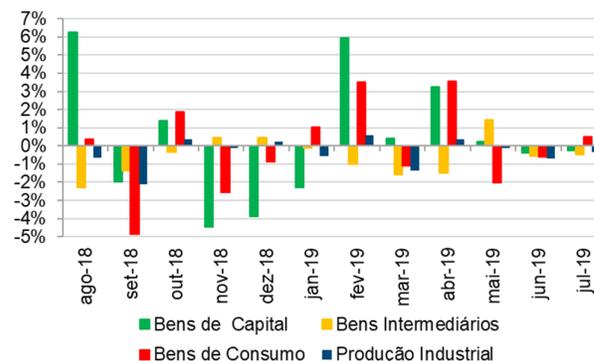
Após a volta do recesso, o Congresso foi menos ativo na agenda econômica. Mesmo assim, houve um avanço importante com a apresentação e aprovação do relatório da proposta de emenda constitucional (PEC) da Reforma da Previdência na Comissão de Constituição e Justiça do Senado sem adições ao texto. Assim, se a PEC for aprovada no Senado, em dois turnos, sem alteração, a reforma estará promulgada sem a necessidade de voltar para a Câmara dos Deputados. É esperado que toda e qualquer alteração à reforma - como a inclusão dos estados e municípios - seja incluída em uma PEC "paralela".

No final do mês houve uma surpresa positiva na atividade, com o PIB do segundo trimestre crescendo 0,4% t/t com ajuste sazonal. O principal responsável por esse número mais forte foi o investimento, que cresceu 3,2% t/t puxado pela produção de bens de

capital, enquanto o consumo das famílias permaneceu no ritmo de crescimento de 0,3% t/t e as exportações contraíram 1,6% t/t. Apesar do dado de investimento ter sido positivo, acreditamos que esse crescimento não é sustentável, dado que a produção de bens de capital, responsável por metade do investimento nas contas do IBGE, está em queda desde junho. Além disso, as exportações não devem mostrar recuperação no curto prazo, dado a crise na Argentina, principal destino das vendas de automóveis fora do Brasil, além do cenário de desaceleração mundial. A liberação dos recursos do FGTS e PIS/PASEP deve trazer impulso para o crescimento do consumo no último trimestre de 2019, mas este deve ser temporário e concentrado nos segmentos de comércio e serviços. Com isso, a nossa expectativa de crescimento esperado para 2019 é de 0,7%. Esse cenário de atividade fraca permite que o Comitê de Política Monetária (Copom) mantenha o ritmo de corte de juros em 50 bps na próxima reunião em setembro. Projetamos a taxa Selic em 5% no final de 2019. De acordo com os nossos modelos, esse impulso monetário terá efeito marginal na atividade a partir do segundo trimestre de 2020, permitindo a convergência da inflação em direção à meta de 4% já no ano que vem.

Gráfico 03

Produção Industrial, variação m/m s.a.



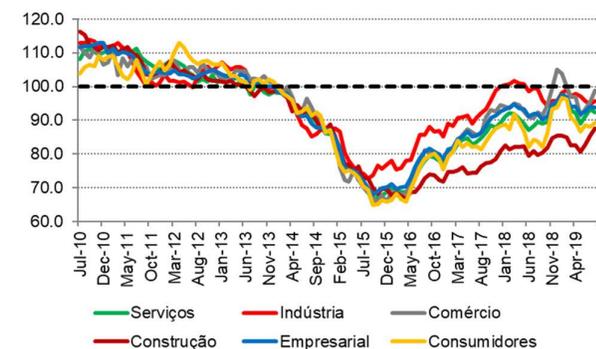
Fonte: IBGE e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Com isso, as pautas mais estruturais na agenda econômica são necessárias para que sejam dados estímulos na economia de mais longo prazo. Por isso, acreditamos que o grau de afinamento político nas discussões da Reforma Tributária e das medidas da agenda microeconômica são o fator idiossincrático que irá ditar a tendência dos preços dos ativos domésticos neste segundo semestre. O nome do jogo agora é crescimento econômico. Qual será a capacidade de crescimento econômico de 2020 em diante? Desta resposta depende o desempenho das confianças (consumidor e empresários domésticos), o fluxo de entrada de capital, as condições financeiras e, consequentemente, decisões de consumo e investimento.

Ainda somos positivos com relação à retomada da atividade econômica no médio e longo prazo, por isso vemos o Copom iniciando o processo de normalização de juros no começo de 2021.

Gráfico 04

Confiança Consumidor, Empresário, Industrial e Serviços



Fonte: FGV e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.



MOEDAS

O acirramento da guerra comercial, com resposta mais duras do governo chinês quanto as novas tarifas anunciadas pelo governo dos Estados Unidos, foi responsável pelo aumento de aversão nos mercados globais e incerteza em relação a perspectiva de crescimento futuro. O início do ciclo de afrouxamento do FED somado a maior incerteza sobre o crescimento global fizeram com que outros Bancos Centrais adotassem política monetária mais acomodatória e as curvas de juros ao redor do mundo ficassem mais achatadas. Na Argentina, tivemos eleições primárias onde o mercado foi surpreendido pelos 15% de vantagem obtida pelo candidato de oposição, Alberto Fernández, a qual não se refletia nas pesquisas eleitorais. A repercussão do resultado das primárias tiveram grandes efeitos sobre os ativos do país, o ARS apresentou depreciação de 26,25% e a bolsa caiu 41,49% no mês. Com o forte fluxo de saída de Dólares, o Governo iniciou um processo de reestruturação da dívida, o qual mais recentemente culminou no anúncio de controle de capital no país.

A *performance* das moedas foi característica de um movimento de aversão ao risco, Iene e Franco Suíço se apreciando frente ao Dólar e o Dólar ganhando força de maneira disseminada frente todas as demais. O BRL apresentou a segunda pior *performance* do mês. Acreditamos que a moeda foi em grande parte

contaminada pela situação do país vizinho. Por mais que o cenário externo de aversão a risco não seja positivo para moedas emergentes acreditamos que a distorção do Real cria oportunidades para operações de valor relativo contra outros emergentes.

Estamos comprados em Real, Peso Chileno, Coroa Norueguesa e Dólar Americano. As posições vendidas são Rand Sul-Africano, Dólar Australiano, Euro e Peso Mexicano.

JUROS & INFLAÇÃO

O MERCADO

Depois de quatro meses muito positivos para o mercado de renda fixa tivemos finalmente um mês para frear esse movimento e motivos não faltaram para essa reversão. O principal fator de preocupação a ser monitorado, foi o acirramento das tensões comerciais entre Estados Unidos e China. Quando parecia que as duas potências estavam caminhando rumo a um acordo o presidente Donald Trump decidiu impor novas tarifas sobre USD 300 Bi de produtos chineses que por sua vez retaliaram com a mesma moeda. Outra reação das autoridades chinesas foi a de desvalorizar gradualmente sua moeda com o intuito de compensar parte da competitividade de seus produtos. Posteriormente os EUA baixaram um pouco o tom e decidiram que esse novo aumento de tarifas seria para parte dos produtos deixando para dezembro o aumento para os produtos remanescentes. Esse vai e vem ao longo do mês ajudou a aumentar a volatilidade do mercado gerando preocupações quanto a uma queda mais forte no crescimento mundial com risco até de uma recessão no futuro. Infelizmente essa retórica deve continuar por muito tempo e a volatilidade deve permanecer.

Ainda no *front* externo as primárias na Argentina apontaram uma vitória expressiva do candidato da oposição Alberto Fernández sobre o presidente Mauricio Macri surpreendendo a todos principalmente pela larga margem. O clima de desconfiança tomou conta dos investidores com a moeda local se desvalorizando fortemente na abertura dos mercados. Em poucos dias o país se viu obrigado a anunciar uma renegociação unilateral de sua dívida seguida posteriormente de controle de capitais.

No Brasil, a questão das queimadas na Amazônia e as ameaças do presidente francês de colocar em risco o acordo já firmado entre Mercosul e a União Europeia enquanto o Brasil não tomasse atitudes mais concretas serviram no mínimo para causar danos à nossa imagem no exterior. Alguns boicotes a produtos brasileiros já começam a aparecer, mas por enquanto o impacto econômico é pequeno.

O impacto desses eventos no mercado foi uma desvalorização das principais moedas frente ao Dólar, com exceção do Iene japonês e do Franco suíço, com os emergentes sendo os que mais perderam valor. Entre as principais moedas, o Real apresentou o segundo pior desempenho com perda superior a 8% sendo superado apenas pelo Peso argentino.

O mercado de juros acompanhou a alta da moeda norte-americana e operou em alta ao longo do mês, mas diferentemente do Dólar, que fechou muito perto das máximas, os juros recuaram do pico passando a se descolar da moeda. Os vértices mais curtos (até um ano) operaram na contramão e fecharam o mês em queda beneficiados pela decisão do Copom de julho que reduziu a Selic em 50bps pela inflação baixa e sem pressão a despeito da desvalorização do câmbio. Acreditamos que até o patamar atual o repasse para



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

os preços é muito baixo a ponto de não impedir o Banco Central de manter o passo no próximo Copom. Diferentemente da curva de juros nominais as NTN-B's apresentaram alta nas taxas para todos os vencimentos.

O IRF-M encerrou o mês com valorização de 0,26%, ficando 25bps abaixo do IMA-S que subiu 0,51%. O IMA-B apresentou uma perda de 0,40% com desempenho 91bps inferior ao IMA-S.

OLHANDO PARA FRENTE

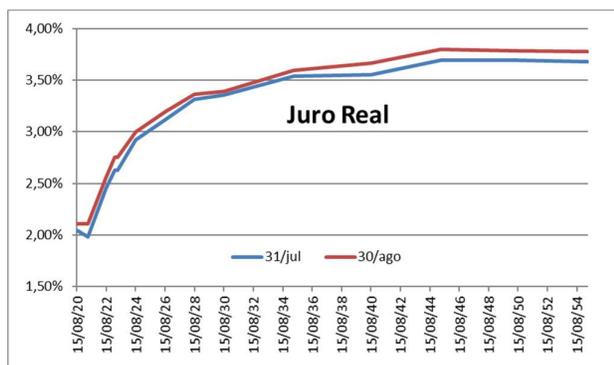
O nosso risco ativo continua a ser de 50% em juro nominal e 50% em inflação. Em termos de prazo, mantemos 60% das posições ativas até 5 anos e 40% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks* com mudanças marginais em relação ao fechamento do mês anterior.

Gráfico 05



Fonte: Anbima e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil

Gráfico 06



Fonte: Anbima e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil

O QUE FIZEMOS?

Nesse mês não efetuamos nenhuma mudança relevante nas carteiras



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de agosto o índice Bovespa voltou a negociar abaixo dos 100.000 pontos, reflexo de novos atritos na relação comercial entre China e EUA e o péssimo resultado do presidente argentino nas primárias. No entanto tivemos um comportamento bem estável da volatilidade mesmo com o vencimento das opções listadas do índice. Acreditamos que essa estabilidade da volatilidade veio da forte desvalorização do real que acaba resultando num preço bem atrativo da bolsa local em Dólares, criando uma sustentação que vem sendo respeitada. Em relação a inclinação da volatilidade tivemos um pequeno arrefecimento, mas ainda continua em patamares altos. Em relação a posição, aproveitamos o movimento de queda para comprar travas de alta para outubro e venda de inclinação para outubro e dezembro.

No mercado de moedas, o Real teve uma *performance* muito ruim, exigindo a intervenção do Banco Central (BC) no mercado a vista de Dólares (venda de 560 milhões de dólares à vista). Importante mencionar que o BC já vinha realizando leilões de venda de moeda e recompra dos *swaps* cambiais para equilibrar a falta de divisas e não interferir na posição cambial do mercado. Diferentemente do mercado acionário, no Real tivemos um alta relevante da volatilidade realizada de quase 7 pontos, reflexo do protagonismo que o Dólar/Real tem quando se busca proteção no mercado emergente, ainda mais quando o epicentro do problema é um dos nossos vizinhos, parceiro comercial e com pouca liquidez no mercado local. Mantemos nossas posições de compra de trava de opção de venda que vence em outubro.

CRÉDITO PRIVADO

O mês de agosto apresentou uma forte desaceleração no volume de novas emissões, comparado aos meses anteriores, o destaque do mês foi a emissão da Natura de R\$1,7bi, 5 anos e CDI + 1,15%. O Banco Toyota que faria emissão pública de letras financeiras, suspendeu a operação.

Depois de vários meses vendo *spreads* de créditos bastante pressionados, começamos a ver um sinal de abertura nas taxas das recentes emissões e, ainda, uma demanda por parte dos investidores por emissões indexadas ao CDI + %, ao invés de % do CDI. Nossa percepção é de que se trata muito mais de um ajuste, em função da tendência de queda da Selic, dado que a demanda dos investidores por crédito ainda está aquecida.

Com base no *pipeline* atual, devemos ver um mês de setembro ainda calmo, em relação ao primeiro semestre, mas melhor que agosto. Entre as emissões que estamos analisando estão a da Petrobrás com R\$ 3 bilhões, a Taesa com R\$ 450 milhões, FIDC Acqio com R\$ 450 milhões e o Banco John Deere vindo a mercado pela primeira vez com uma emissão de R\$ 300 milhões.

Olhando para frente, acreditamos que grande parte das empresas já aproveitou a janela favorável para refinarçar e alongar suas dívidas de curto prazo e garantir os recursos necessários para os projetos em andamento. A retomada no volume de emissões depende agora principalmente de um novo ciclo de investimentos pelas empresas, que deverá vir com a melhora do cenário macroeconômico.





RENDA VARIÁVEL

GILBERTO NAGAI
Head de Renda Variável
BNP Paribas Asset Management

RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

O S&P apresentou grande volatilidade durante o mês de agosto devido aos novos capítulos da novela *Trade War*. O presidente Trump anunciou que os Estados Unidos iriam impor tarifas adicionais sobre produtos chineses a partir de setembro. Para retaliar essa imposição, o governo chinês diminuiu a rigidez do controle sobre o Yuan, fato que resultou na maior depreciação mensal da moeda nos últimos 10 anos. Com o aumento da incerteza com relação ao preço das *commodities*, países emergentes foram negativamente impactados: o minério de ferro perdeu quase 30% de valor e o petróleo caiu quase 6% no mês.

Devemos destacar também o resultado das prévias das eleições argentinas. O partido de esquerda, liderado por Alberto Fernandez, abriu mais de 15% do segundo colocado, Mauricio Macri, praticamente definindo a eleição de outubro. Com a chapa Fernandez-Kirchner praticamente eleita, o Peso argentino depreciou quase 17% no dia seguinte das prévias e alcançou 35% no mês, sendo que o atual governo já decretou controle de capital e possível extensão para os pagamentos do FMI. Este evento também acabou por contaminar todo o universo de mercados emergentes e principalmente países da América Latina que possuem maiores laços comerciais com a Argentina.

O Ibovespa apresentou uma queda modesta (-0,67%) se comparada com o noticiário global, argentino e os movimentos das *commodities*. O início do mês foi bem conturbado, mas uma forte recuperação - de quase 5% - nos últimos quatro pregões garantiu a boa *performance* da bolsa brasileira. Os destaques na retomada do índice foram ativos cíclicos locais: consumo, construção civil e infraestrutura.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

O cenário de curto prazo para os ativos de bolsa parece ser desafiador devido à aversão a risco do investidor global, bem como o possível *pipeline* de ofertas de capital. IPOs, *follow-ons* e possíveis desinvestimentos do BNDES podem somar mais R\$50bi.

No longo prazo continuamos a acreditar nas reformas microeconômicas e a suas contribuições para um crescimento sustentável, cenário mais benéfico para as empresas se comparado com uma atividade muito forte de forma não recorrente.

Acreditamos que nesse momento a seleção adequada de ativos será mais relevante do que apenas uma tendência de mercado.



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 'Banco BNP Paribas Brasil', 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. Leia a Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento do Fundo antes de investir. 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 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. Fundos de investimento não contam com a garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. 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 sentimento 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. 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: www.bnpparibas.com.br.



FFC 53.2019



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**The asset manager
for a changing
world**