

FOR PROFESSIONAL INVESTORS – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

DEZEMBRO 2019

CENÁRIO ECONÔMICO



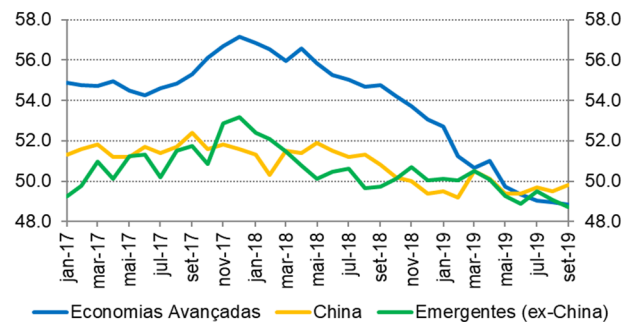
Tatiana Pinheiro
Economista Chefe
tatiana.pinheiro@br.bnpparibas.com

ECONOMIA INTERNACIONAL

Dezembro foi marcado pelo anúncio do acordo para a fase 1 das negociações da “guerra comercial” entre os Estados Unidos (EUA) e a China. Tal anúncio, evitou a elevação das tarifas e gerou otimismo quanto ao futuro pela perspectiva de redução parcial das tarifas já impostas. Porém, as incertezas em relação aos termos do acordo ainda não foram dissipadas, sendo a assinatura do acordo prevista para janeiro. Contudo, os indicadores econômicos divulgados em dezembro continuam a mostrar um setor industrial ainda em situação frágil. O PMI de manufaturados global caiu de 48.7 para 48.4, sendo os países desenvolvidos os maiores responsáveis pela queda, com destaque negativo para os Estados Unidos e Japão. Já os países emergentes apresentaram variação levemente positiva no mês. Por outro lado, o setor de serviços continua a mostrar força. O PMI de serviços global subiu de 53.4 para 53.7, continuando em patamar expansionista (acima da linha d’água de 50 pontos).

Gráfico 01

Evolução do PMI industrial entre as economias



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

Tabela 01

Tabela PMI de Manufaturados

	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
Economias Avançadas	47.7	48.0	48.1	47.4
Emergentes	49.5	49.1	49.6	50.0
China	49.8	49.3	50.2	50.2
Global	48.4	48.4	48.7	48.4

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

A resiliência do setor de serviços, deve manter baixas as taxas de desemprego nas economias avançadas e afastar a preocupação com o grau de contaminação da desaceleração industrial para os demais setores da economia. Além disso, a economia mundial contará com os efeitos defasados do recente afrouxamento monetário nas economias avançadas e emergentes, o que deve impedir uma desaceleração mais acentuada. A postura dos bancos centrais das economias avançadas em Dezembro foi de cautela. O Federal Reserve decidiu pela manutenção da taxa de juros, conforme sinalizado na reunião anterior, assim como os Bancos Centrais Europeu e Japonês que decidiram por não realizar estímulos monetários adicionais. Já os Bancos Centrais dos países emergentes continuam o processo de redução das taxas de juros, com



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

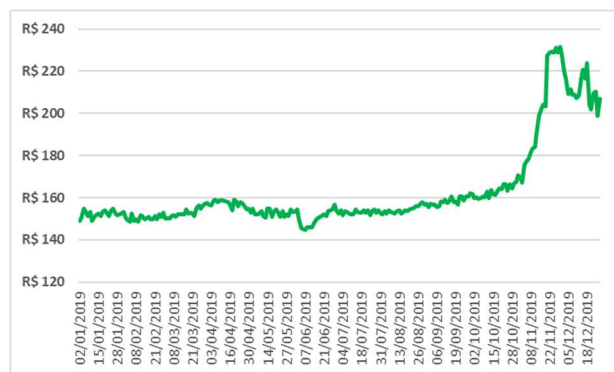
destaque para Rússia, México e Turquia, mas sinalizando mais cautela à frente. Fator importante para a concretização do cenário de desaceleração suave da economia global é a manutenção da política monetária em campo estimulativo e a adoção de estímulos fiscais adicionais, principalmente na China, onde esperamos a continuidade dos anúncios de medidas de estímulo ao crescimento. Para as demais 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 sempre ressaltamos, volatilidade é inerente a este cenário, o que significa que as expectativas estão altamente vinculadas ao desenrolar do cenário de comércio mundial.

ECONOMIA BRASILEIRA

Dezembro foi marcado pela elevação da inflação de carnes, sendo este fenômeno causado pelo aumento da demanda chinesa pelo produto brasileiro que ocorreu devido a febre suína que aflige a produção de proteína animal na China.

Porém, segundo nossas estimativas, a alta da inflação causada por este item se concentrará no final de 2019, sendo o seu impacto em 2020 severamente reduzido logo no começo do ano. Desta forma, projetamos que a inflação em 2019 será de 4,11%, puxado principalmente por carnes. Já em 2020, o ritmo de recuperação gradual da economia não deve gerar pressões inflacionárias relevantes, e, portanto, projetamos que a inflação ao final de 2020 será de 3,7%, abaixo da meta do Banco Central.

Gráfico 02
Preço do Boi Gordo ESALQ (R\$)



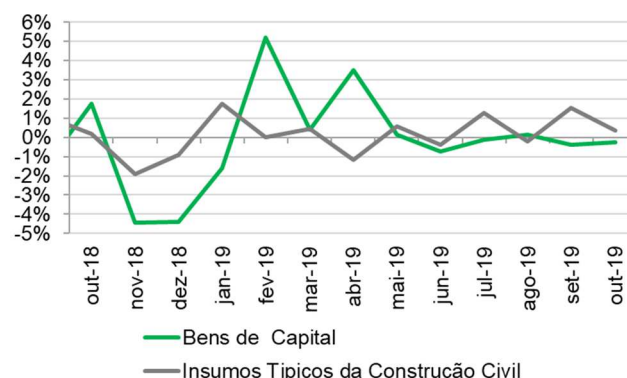
Fontes: CEPEA e BNP Paribas Asset Management.

Este cenário prescreve a manutenção de política monetária em terreno expansionista. Assim, o banco central deverá realizar mais dois cortes 0,25 pontos percentuais no 1^a trimestre de 2020, finalizando o ciclo de afrouxamento de monetário com a Selic a 4%. Acreditamos que o processo de recuperação gradual da economia garante que o processo de

normalização da política monetária comece apenas no final de 2020 e termine no começo de 2021. Portanto, projetamos que a Selic em 2020 terminará o ano em 4,75 e o ano de 2021 em 6,5%.

Para a atividade no quarto trimestre de 2019, esperamos que a liberação dos recursos do FGTS e PIS/PASEP continuem a impulsionar a economia, possibilitando que o ritmo de crescimento de 0,6% ao trimestre da demanda doméstica seja mantido e a economia cresça 1,1% em 2019. Acreditamos que a política monetária em campo estimulativo deverá auxiliar a manutenção da dinâmica de crescimento, estimulando tanto o consumo das famílias como o investimento, com destaque para a construção civil, resultando em um crescimento de 2.3% em 2020.

Gráfico 03
Produção Industrial, variação m/m s.a.



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

A agenda fiscal e microeconômica não avançou significativamente no Congresso após a aprovação da reforma da previdência no Senado no começo de Novembro, desta forma, o último mês do ano foi marcado pelo esvaziamento do noticiário político. Contudo, ressaltamos que este cenário benigno de taxa de juros mais baixa, com inflação ancorada nas metas e aceleração do ritmo de crescimento depende da aprovação e implementação das pautas mais estruturais da agenda econômica ao longo de 2020.

Por isso, o grau de afinamento político entre o executivo e o congresso nas discussões da agenda de reformas pós-previdência é o fator idiossincrático que irá ditar a tendência dos preços dos ativos domésticos neste segundo semestre. Para frente, a principal pergunta é: 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, conseqüentemente, decisões de consumo e investimento.

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

MOEDAS

A combinação entre a redução das tensões comerciais entre Estados Unidos e China e a eleição britânica a qual reduziu as perspectivas de um Brexit sem negociações foram os eventos responsáveis pela boa performance das moedas ao longo do mês de dezembro. Após forte desvalorização, devido turbulências locais, o Peso Chileno foi destaque de performance devido ao forte programa de intervenção anunciado pelo Banco Central do Chile e redução dos protestos. A desvalorização observada no mês anterior na cotação do Real foi praticamente revertida em dezembro, não houve venda de spot apenas colocação de linha adicional para fazer frente as remeças sazonais de final de ano. Acreditamos que a recente redução dos eventos caudais e os estímulos feitos pelos principais bancos centrais resultará em um ambiente positivo para alocação em ativos de risco no curto prazo, antes que a eleição dos EUA entre em pauta. As posições compradas são Real, Dólar Canadense, Dólar Australiano, Dólar Neozelandês, Lira Turca e Peso Mexicano. As posições vendidas são Fraco Suíço, Euro, Peso Chileno, Yuan Chinês e Dólar Americano.

JUROS E INFLAÇÃO

O MERCADO

O mês de Dezembro foi marcado pelo aumento da volatilidade no mercado de renda fixa oferecendo boas oportunidades de posicionamento e mudança de estratégias. O início do mês foi positivo, com as taxas caindo ao longo de toda curva, na expectativa de que o Banco Central continuasse com um discurso mais *dovish* na reunião do Copom. Na reunião do dia 11 a autoridade monetária reduziu a taxa básica em 50bps para 4,50%, mas acabou por ser mais conservador no discurso deixando a porta aberta tanto para mais uma queda quanto por encerrar o ciclo mantendo o patamar atual na primeira reunião do ano. A interpretação do mercado é que caso o Bacen reduza os juros o passo será menor e a curva passou a precificar um pouco mais de 50% de chance de manutenção e o restante em uma queda adicional de 25bps. Os vencimentos intermediários e mais longos inverteram a mão passando a operar em alta em relação ao fechamento de Novembro, impulsionados por uma perspectiva de maior crescimento e pela alta da inflação corrente puxada pelo preço de alimentos.

Depois de digerir os excessos do movimento de preços pós Copom a curva voltou a cair acompanhando o movimento global de busca por ativos de risco após o anúncio de que China e Estados Unidos finalmente chegaram a um acordo para a assinatura da fase 1 da “guerra comercial”.

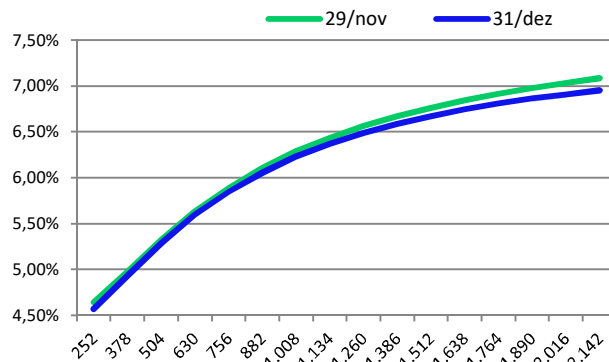
A curva de juros nominais encerrou o mês com queda quase paralela entre 10 e 15bps. A curva de juros reais apresentou uma queda mais forte se considerarmos o carregamento em função da alta inflação corrente, com os vencimentos intermediários (2022 a 2024) sendo os de melhor desempenho e quedas ao

Gilberto Kfourri
Head Renda Fixa
e Multimercados



redor de 30bps. Os mais longos também apresentaram um excelente desempenho caindo quase 20bps.

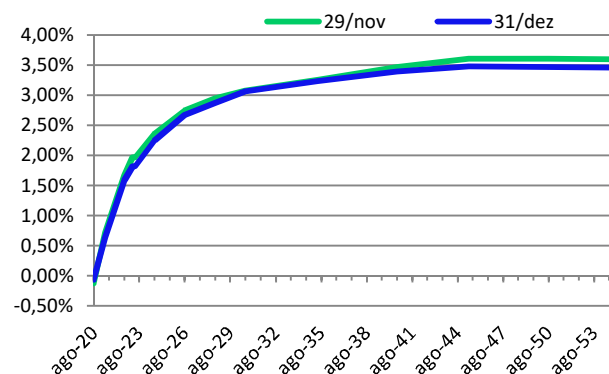
Gráfico 04
Juros Nominal



Fonte: Anbima e BNP Paribas Asset Management Brasil

O IRF-M encerrou o mês com uma variação de 0.62%, ficando 24bps acima do IMA-S que subiu 0,38%. O IMA-B se valorizou 2.01% com desempenho 163bps superior ao IMA-S. No ano o IRF-M subiu 2 vezes mais do que o IMA-S e o IMA-B por sua vez apresentou um resultado quase 4 vezes superior ao índice de curto prazo, mostrando que quem alongou carteiras em 2019 não tem do que reclamar.

Gráfico 05
Juros Real



Fonte: Anbima e BNP Paribas Asset Management Brasil

O QUE FIZEMOS?

Fizemos algumas mudanças nas carteiras, sendo que a mais relevante foi um aumento de *duration* quando as taxas bateram perto das máximas no mês, adicionando uma posição nominal no vértice Jan25. Trocamos também uma parte da NTN-B 2022 por juro nominal vencendo em Jan21. Por fim,

adicionamos a NTN-B 2028 reduzindo uma NTN-B mais curta e a NTN-B 2050, mas mantendo o mesmo risco. Essa última estratégia foi efetuada na expectativa que acabou se concretizando de o Tesouro Nacional deixar de oferecer o título que adicionamos em seus leilões de 2020 retirando uma pressão vendedora sobre esse vencimento.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo ficou mais equilibrado entre juro nominal e juro real com cerca de 50% cada. Em termos de prazo, passamos a ter 1/3 das posições ativas até 5 anos e 2/3 além desse prazo reduzindo nossa exposição à política monetária. A duração das carteiras permanece acima da duração dos benchmarks com aumento em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

Os últimos 3 meses do ano de 2019, foram marcados por uma reavaliação nos preços dos ativos de crédito, o que provocou abertura dos *spreads*, resultando em diversas emissões de debêntures encarteiradas, suspensas e adiadas.

No mês de Dezembro, esse movimento parece ter encontrado um equilíbrio, com o mercado secundário bem menos vendedor, comparado aos meses de Outubro e Novembro e as taxas encontrando um novo patamar de prêmios.

Mesmo neste cenário adverso, 2019 fechou o ano com volume recorde de emissões de debêntures, com um total de R\$ 150 bilhões até Novembro, cerca de 12% acima do volume apresentado no mesmo período de 2018.

A expectativa do mercado para 2020, é de que o volume de novas emissões seja menor, comparado ao ano anterior. Com a nova realidade de taxas, as empresas devem buscar o mercado de capitais principalmente para financiar os novos investimentos, que por sua vez dependem da retomada mais forte da atividade econômica. O movimento observado ao longo de 2019, em que as empresas aproveitaram o bom momento do mercado para trocar e alongar dívidas mais caras, parece não fazer mais sentido neste novo cenário.

Nosso *pipeline* de novas emissões para Janeiro ainda é fraco, mas esperamos que algumas das emissões adiadas no final de 2019, já comecem a retornar ao mercado ainda este mês.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de Dezembro o Ibovespa teve uma alta praticamente contínua, tendo apenas uma realização no último dia do ano, já com liquidez bem baixa. Nesse ambiente positivo a volatilidade realizada chegou a bater abaixo de 17%a.a. mas a volatilidade implícita se manteve acima dos 18%a.a., com uma alta de um ponto no último dia de negociação. No mercado

americano tivemos um comportamento parecido com o VIX atingindo o patamar de 12 pontos de volatilidade. As opções de Ibovespa que tínhamos na posição para Dezembro venceram dentro do dinheiro e compramos volatilidade de ações versus volatilidade de Ibovespa pois o diferencial está em patamares atrativos.

No mercado de câmbio, tivemos a valorização do Real impulsionada pela melhora do cenário comercial global com o entendimento entre EUA e China e as atuações do Banco Central na venda de Dólares. Como resultante tivemos a queda da volatilidade realizada para próximo de 8%a.a., um dos níveis mais baixos durante o ano, e da volatilidade implícita próxima aos 10%a.a. A nossa posição vendida em inclinação funcionou muito bem e vamos manter para o ano que vem essa estratégia. Como já comentamos anteriormente a presença do Banco Central na venda cria um teto temporário para o real.



Gilberto Nagai
Head Renda Variável

RENDA VARIÁVEL

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Mercados globais continuaram sua escalada (ACWI +2,21%, S&P 2,86%) com clima de otimismo em torno do acordo comercial entre EUA e China, política monetária do Banco Central americano e eleições no Reino Unido. O mês começou no vermelho após alguns *tweets* de Donald Trump em relação a China, mas rapidamente se recuperou com a melhora no noticiário sobre *Trade War* – de acordo com o representante americano, Robert Lighthizer, os países devem assinar a “Fase1” do acordo em Janeiro. Os Bancos Centrais americano e europeu mantiveram, conforme o esperado, as suas taxas inalteradas, fator que fortaleceu a confiança. Além disso, a eleição no Reino Unido, com maioria para o partido conservador, reduziu a incerteza em relação ao Brexit. Diferentemente do mês anterior, o movimento positivo foi uníssono, com mercados emergentes e commodities também apresentando desempenho forte: EEM +5,48%, minério de ferro +9,46%, petróleo +10,74% e cobre +5,3%.

Na contramão de novembro, o Real (+5,42%) e Ibovespa (+6,85%) foram destaques positivos. O Banco Central cortou a Selic para 4,5% e renovou a mínima histórica. Adicionalmente, no relatório trimestral de inflação, melhorou suas expectativas de PIB para 2019 e 2020, o que também colaborou para um maior conforto dos investidores. Como anedótico, apenas 5 ações do Ibovespa apresentaram performance negativa em Dezembro, fator que demonstra robustez – o índice fechou o ano pouco mais de um por cento abaixo de sua máxima histórica. No ano, o Brasil (EWZ +27,67%) terminou como uma das melhores performances dentro do universo *Emerging Market*, atrás apenas de (ICOL +28,68%), Taiwan (EWT +33,36%) e Rússia (ERUS +49,4%).

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Juros baixos, discussões geopolíticas, eleições e preocupação em relação a desaceleração econômica são temas que devem trazer volatilidade para o mercado em 2020. O efeito do *Trade War* ainda é incerto e novos capítulos devem se desenrolar nesse tema. Com maior incerteza e sem pressões inflacionárias, os Bancos Centrais ao redor do mundo podem continuar com política expansionista vista em 2019 – mais de 30 Bancos Centrais cortaram juros neste ano. No âmbito político, além do desenrolar da série de disputa comercial entre Estados Unidos e China, eleições norte-americanas, Brexit e manifestações populares na América latina são temas que continuarão nas manchetes.

Nosso cenário para Brasil permanece o mesmo: i) aceleração da atividade, ii) reformas com foco no resultado fiscal de longo prazo, iii) juros baixos por um longo período, iv) projetos de infraestrutura que devem impulsionar investimento. Nosso maior desafio será destilar teses de investimento a partir de grandes temas que serão discutidos no próximo ano. As empresas de tecnologia continuaram com excelente performance? Como se comportarão as ações atreladas a *commodities*, dado o cenário externo? Ativos relacionados a juros vão continuar a se valorizar, mesmo sem a expectativa de quedas de juros adicionais? Encontrar as melhores respostas para essas perguntas é o início do caminho para a seleção de investimentos e estratégias para 2020.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Dezembro	0,37%	0,62%	0,90%	2,01%	1,24%	-4,58%	6,85%	7,27%	12,65%
12 meses	5,96%	12,03%	12,82%	22,95%	13,15%	4,02%	31,58%	33,39%	58,20%

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



Gestão de Recursos