

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL – FEVEREIRO



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.....	6
Crédito Privado.....	7

Segmento de Renda Variável

Comportamento do mercado.....	8
O que fizemos.....	9
O que esperamos para frente.....	9

ÍNDICES

	Fevereiro	12 meses
CDI	0,49%	6,41%
IRF-M	0,29%	9,94%
IMA-B	0,55%	14,11%
IMA-B5	0,55%	10,10%
IMA-GERAL	0,48%	9,95%
DÓLAR	2,37%	15,21%
IBOVESPA	-1,86%	11,99%
IBrX	-1,76%	12,88%
SMLL	-1,82%	11,74%
IDIV	-2,03%	17,00%

Fonte: Quantum Axis. Elaboração: BNPP AM Brasil



CENÁRIO ECONOMICO

TATIANA PINHEIRO
Economista Chefe
BNP Paribas Asset Management

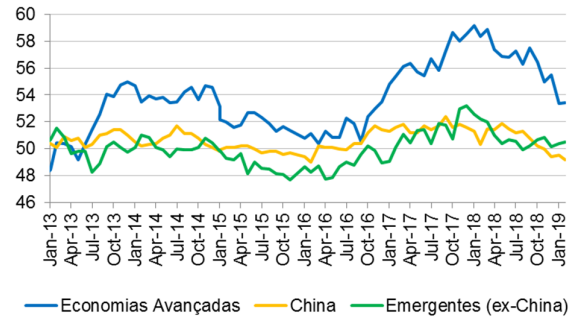
ECONOMIA INTERNACIONAL

O balanço do mês de fevereiro foi positivo uma vez que as expectativas favoráveis em relação ao acordo comercial entre EUA e China (extensão do prazo de elevação tarifária nos EUA de US\$ 200 bilhões de produtos chineses) e em relação à flexibilidade dos bancos centrais e suas políticas monetárias superaram os dados negativos de atividade econômica nas economias avançadas e China.

De acordo com o nosso acompanhamento de PMI de manufaturados Global, a atividade do setor indica atenção, em fevereiro o índice global caiu para 50,3 pontos ante 51,4 registrado em janeiro, a 4 décimos de sinalizar contração da atividade manufatureira global. Os destaques de enfraquecimento da atividade manufatureira foram: China e economias avançadas (principalmente, as europeias). Em fevereiro, o PMI de China caiu para 49,2 pontos – mantendo a indicação de contração da atividade manufatureira – e o PMI de economias avançadas recuou para 51,7 pontos. Na esteira de revisões de perspectiva de crescimento econômico em 2019, a Comissão Europeia revisou a perspectiva de crescimento econômico em 2019, de 1,5% para 1,3%, e, conseqüentemente, de inflação, de 1,8% para 1,4%.

Gráfico 01

Global PMI Manufaturado



Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Contudo, tanto a comunicação da autoridade monetária dos EUA quanto à da Zona do Euro reforçaram a sinalização de atenção ao possível enfraquecimento econômico, o que contrabalanceou o pessimismo com crescimento econômico com o aumento da expectativa dos mercados por políticas acomodatórias, principalmente em relação ao tamanho dos balanços dos bancos centrais. Adicionalmente, a extensão do prazo para a finalização de um acordo comercial entre EUA e China, sem elevação adicional de alíquotas, e o fim da paralização das atividades do setor público dos EUA ajudaram a melhorar as expectativas com relação ao desempenho econômico mundial para os próximos meses.

Neste sentido, março será importante na consolidação da expectativa de maior flexibilidade por parte das autoridades monetárias da Zona do Euro e dos EUA, dado que ambas tem reuniões de decisão monetárias marcadas para 7 e 20 de março, respectivamente. Também é esperada a conclusão das negociações comerciais entre EUA e China e o anúncio de medidas de política fiscal almejando manter o crescimento econômico acima da marca de 6% por parte da autoridade econômica chinesa. Além disso, será



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

importante monitorar os desdobramentos da discussão do Brexit, saída do Reino Unido da Comunidade Europeia. A princípio, o prazo para saída vence em 29 de março e a saída sem acordo entre as partes teria efeitos de contração de crescimento econômico para a região, em vista disso, é esperada a extensão do prazo para o alinhamento do acordo.

ECONOMIA BRASILEIRA

O cenário de curto prazo permanece de baixa inflação e amplo horizonte para manutenção da taxa Selic no menor patamar histórico de 6,5% a.a.. Em grande parte, este cenário é devido à fraqueza da atividade econômica. Segundo a apuração do PIB pelo IBGE, a economia que crescia 0,5% na variação trimestral do 3º trimestre, cresceu apenas 0,1% no 4º trimestre. Em 2018, a economia cresceu 1,1%, o mesmo crescimento registrado em 2017. Consumo das famílias (que representa 68% do PIB total) cresceu 1,9% em 2018, ligeiramente acima dos 1,3% registrados em 2017, porém desempenho considerado fraco frente ao estímulo monetário de 775 bps de corte na taxa Selic.

Gráfico 03

Brazil: Crescimento do PIB (abertura)

	2015	2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB Total	-3.5	-3.5	1.1	1.1	2.7	3.0
Agropecuária	3.3	-4.3	11.5	0.5	1.6	3.0
Indústria	-5.8	-4	-0.5	0.6	1.5	2.5
Serviços	-2.7	-2.6	0.5	1.3	2.3	3.1
Consumo das Famílias	-3.2	-4.3	1.3	1.9	2.7	4.2
Consumo do Governo	-1.4	-0.1	-0.9	0.0	0.1	0.4
Formação Bruta de Capital Fixo	-13.9	-10.3	-2.6	4.1	3.4	6.8
Exportações	6.8	1.9	5.7	3.4	7.4	4.7
Importações (-)	-14.2	-10.2	5.5	7.6	2.3	10.8

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

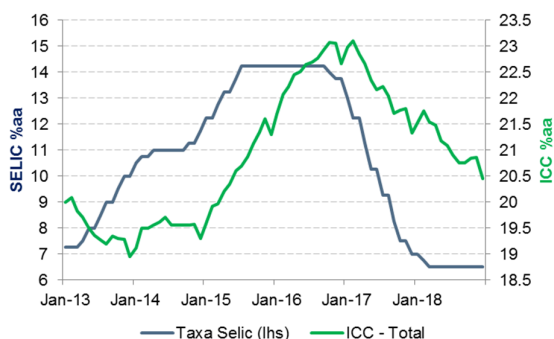
Os dados de atividade econômica de janeiro deste ano apontaram para a continuidade da fraqueza no ritmo de recuperação econômica. Os dados de crédito e do mercado de trabalho mostraram que ainda não se pode contar com impulsos de renda e crédito para intensificação do crescimento econômico. A taxa de desemprego em janeiro permaneceu em 12,2%, apenas 0,2 p.p. abaixo de janeiro de 2018 e a taxa de desemprego ampliada (taxa desemprego mais a população subocupada) subiu para 18,7%, 0,2 p.p. acima de janeiro de 2018. O volume de empréstimos para pessoa física cresceu 8,7% na comparação anual em janeiro, abaixo do ritmo de crescimento de dois dígitos registrados no último bimestre de 2018. A

criação de vagas formais de trabalho segue incipiente para atender a população desocupada, o que reduz o ímpeto do crédito e posterga a decisão de consumo pelas famílias.

Mantemos nossa expectativa de que 2019 será um ano de aceleração do ritmo de crescimento devido (i) à taxa básica de juros em patamar expansionista, (ii) à sinalização de melhora do canal de crédito, (iii) aos índices de confiança melhores na margem e (iv) ao governo eleito que se mostra comprometido com uma agenda de reformas, inclusive microeconômicas. Contudo, ajustamos nossa expectativa de crescimento econômico de +2,5% para +2,1% em 2019, devido aos dados de atividade econômica divulgados até a presente data.

Gráfico 04

Brasil: Taxa de Desemprego



Fonte: IBGE. Elaboração: BNPP AM Brasil.

No campo político - um dos pilares para o crescimento econômico em 2019 - em 20 de fevereiro foi iniciado oficialmente o processo de ajuste do sistema previdenciário. A nova proposta do governo enviada ao Congresso é mais abrangente que a proposta anterior (aprovada na Comissão Especial da Câmara dos Deputados), pois inclui os vários regimes especiais de previdência, além de aumentar a contribuição previdenciária dos maiores salários e

estipular idade mínima para aposentadoria no setor público e privado de 65 anos com 10 anos de transição para homens e 62 anos com 15 anos de transição para mulheres. Com isso, o governo estima poupar R\$ 1,070 trilhão em 10 anos, se a nova proposta for aprovada integralmente. Acreditamos que o direcionamento dado pelo governo é positivo, porque a inclusão de todos os segmentos da sociedade e a equiparação de alíquotas de contribuição (com maior cobrança para salários mais altos) facilitam a defesa social da proposta, além de dar margem de negociação com o Congresso para preservar os grandes fatores de poupança de gastos - idades mínimas, cálculo de benefícios e regras de transição.

Agora o foco torna-se monitorar as várias etapas do processo de discussão na Câmara dos Deputados. Em março é esperado a instalação da Comissão de Constituição e Justiça (CCJ), que verifica a admissibilidade constitucional da proposta, e a instalação da Comissão Especial (CE), que julgará o mérito da proposta, votará o texto final da nova proposta e encaminhará para a votação em dois turnos no plenário da Câmara dos Deputados. Isto é, tudo ocorrendo de acordo com o previsto, ao fim de março, já teremos uma melhor ideia das linhas gerais da reforma da previdência que de fato será votada no plenário.



MOEDAS

Depois de um mês bastante forte em janeiro, as moedas devolveram parte dos ganhos frente ao Dólar em fevereiro, sobretudo nos países emergentes: Lira Turca -3,2%; Rand Sul Africano -5,9%; Real -2,9%. Esse movimento se deu sem um catalisador muito claro. No Brasil, a chegada da PEC da Previdência ao Congresso marcou o melhor momento do Real, que chegou a ser cotado ao redor de R\$ 3,65 / USD 1,00; mas ao longo do mês, voltou a colar nos pares emergentes e terminou pouco acima de R\$ 3,75.

Olhando adiante, parece haver uma conjuntura positiva para as moedas frente ao Dólar. Diante da preocupação com ritmo de crescimento global, os bancos centrais dos países centrais voltaram ou estão em vias de adotarem políticas monetárias mais frouxas. Também a China, que nitidamente sofre consequências econômicas da guerra comercial com os EUA, tem adotado várias medidas de estímulos tanto fiscais como monetárias. Em última instância trata-se de medidas que no seu conjunto voltam a irrigar o mundo com liquidez, o que tende a beneficiar países emergentes.

No contexto local, uma reforma da previdência robusta é fundamental para que o Brasil se beneficie desta maré positiva que pode estar se desenhando. Mantemos um viés positivo para o Real, embora

reconheçamos que o trâmite da PEC no Congresso poderá trazer volatilidade de curto prazo.

JUROS & INFLAÇÃO

O MERCADO

Após a eleição para a presidência das duas casas legislativas o foco passou a ser totalmente voltado para a reforma da previdência. Apesar de o resultado ter sido favorável ao governo os dias que se seguiram foram de percalços o que gerou volatilidade no mercado de juros. A ideia original de se partir do projeto de reforma do governo Temer foi imediatamente abortada pelo presidente da Câmara dos Deputados Rodrigo Maia sob a justificativa de receio de judicialização. O ministro da economia, Paulo Guedes, apresentou uma reforma que se aprovada sem alterações geraria uma economia bem mais significativa do que a do projeto anterior, da ordem de R\$ 1,1 tri, mas ninguém acredita nessa hipótese. Nem mesmo o presidente, que na primeira oportunidade já falou em mudança na idade mínima para as mulheres. Outro ponto relevante é a ausência da reforma dos militares que virá via um projeto de lei. Os deputados se recusam a dar início ao cronograma da PEC enquanto o projeto de lei não for enviado ao Congresso.

Essas idas e vindas fizeram com que o mercado oscilasse ao sabor do noticiário. O Real perdeu 2,9% do seu valor, mas o mercado de juros se mostrou bem mais comportado. A curva de juros nominais subiu quase que paralelamente ao redor de 10 a 15bps. Já as NTN-B's encerraram o mês perto da estabilidade, com exceção da NTN-B 2019 que caiu mais de 100bps com o mercado precipitando uma alta nas projeções de inflação dos próximos três meses, alta esta que deve

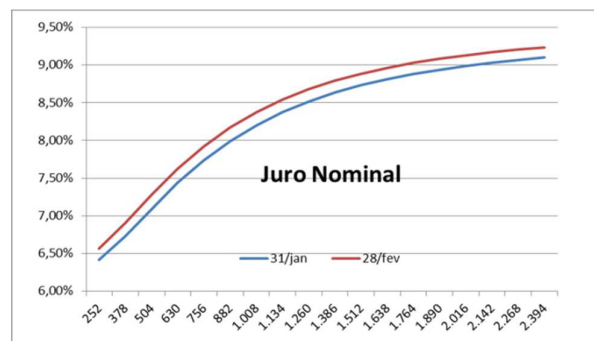


ser temporária visto que a projeção para o ano fechado pouco se alterou.

As discussões sobre política monetária se intensificaram ao longo do mês. O fraco PIB do 4º trimestre que culminou com um píffio crescimento de apenas 1,1% no ano de 2018 ajudou muitos analistas a revisarem para baixo o crescimento de 2019. A ociosidade da economia somada a uma demora de uma retomada mais forte tem impulsionado a discussão sobre a necessidade ou não de um novo ciclo de queda na taxa básica. Esse não é o nosso cenário básico, mas revisamos o início do ciclo de alta para o início de 2020. Esse ciclo não deve ser superior a 200bps enquanto a curva projetava uma alta ao redor de 370bps ao final de fevereiro.

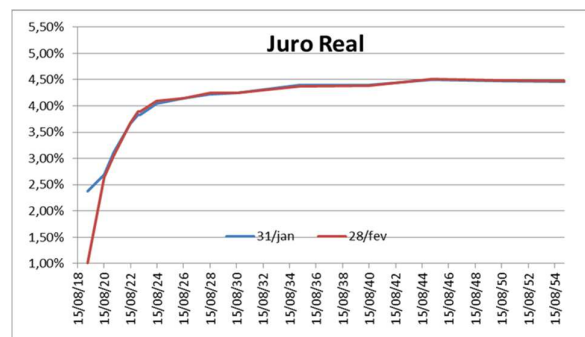
O IRF-M encerrou o mês com valorização de 0,29%, ficando 20bps abaixo do IMA-S que subiu 0,49%. O IMA-B se valorizou 0,55% ficando apenas 6 bps acima do IMA-S refletindo a estabilidade dos papéis indexados à inflação.

Gráfico 05



Fonte: Anbima. Elaboração: BNPP AM Brasil

Gráfico 06



Fonte: Anbima. Elaboração: BNPP AM Brasil

O QUE FIZEMOS?

No risco ativo mantivemos o *duration* das carteiras inalterado, mas alongamos a posição curta que havíamos adicionado no mês anterior para 2023. Preferimos manter as nossas estratégias focadas em manutenção da Selic por um período mais prolongado em detrimento de posições que se beneficiam de queda adicional de juros no ano corrente.

OLHANDO PARA FRENTE

Mantivemos o risco das carteiras com 2/3 em juro nominal e 1/3 em inflação. Em termos de prazo, nosso risco ativo apresenta 43% das posições até 5 anos e 57% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks* e eventualmente faremos alterações táticas em função do movimento dos mercados.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de fevereiro, o índice Bovespa teve uma performance sem direção definida, iniciando o mês de forma robusta, mas diante da incerteza do cenário local e internacional, fechou o mês em queda. Nesse cenário onde o índice não conseguia romper abaixo

dos 95,000 pontos e faltava força para superar os 100,000 pontos, decepcionando o investidor local que sustentava e apostava na continuidade da *performance* positiva do mercado acionário, a volatilidade implícita e realizada ficaram bem estáveis.

Nossas travas de alta venceram dentro do dinheiro e após o vencimento do mercado futuro e de opções observamos uma queda considerável da liquidez.

No mercado de FX, o Dólar teve um desempenho bem definido de alta em relação ao Real, refletindo o movimento global da moeda norte-americana e um cenário mais prolongado de juros locais baixos. Nesse ambiente a força do real ficou muito limitada e o valor de R\$3,70 se tornou um suporte técnico muito relevante que resistiu mesmo com as melhores notícias locais sobre previdência. Diante disso montamos um condor 3600/3650/3750/3800 vencimento Março/19, vislumbrando o ponto médio de R\$3,70, e que funcionou muito bem no vencimento, já que o Dólar apesar da alta no início do mês se manteve dentro de intervalo estipulado. Continuamos a acreditar que na manutenção desse cenário de incerteza, são muito baixas as chances de o Real romper o suporte de R\$3,70.

CRÉDITO PRIVADO

Fevereiro foi um mês bastante movimentado em número de emissões, com destaque para as emissões da Cosan com R\$ 1,7 bilhões à taxa de 106% para 2 anos, Coelce R\$ 650 milhões a DI + 0,58% para 4 anos, Estácio R\$ 600 milhões a CDI + 0,58% para 3 anos e CDI + 0,75% para 5 anos e BRMalls com R\$ 600 milhões a 107,5% para 6 anos. Também vimos outras emissões menores de lochpe, Sonae Sierra e Algar Telecom.

Ainda em fevereiro, tivemos 4 emissões de FIDC que totalizaram R\$ 1,5 bilhão, e incluiu o FIDC de Furnas, Nubank, Paraná Banco e Sabemi. E por fim, as emissões de LF do Banco Daycoval, Banco Volkswagen, Banco Toyota, RCI e Porto Seguro, totalizando mais de R\$ 4,0 bilhões.

Continuamos a ver as taxas bastante fechadas, principalmente em função da grande demanda por parte dos investidores nas últimas emissões, inclusive nas séries de prazos mais longos.

Um fato relevante recente foi o acordo de leniência assinado essa semana, entre a CCR e a sua controlada Rodonorte e o Ministério Público do Estado do Paraná, que, por um lado encerra as discussões sobre corrupção na companhia e diminui as incertezas, o que é positivo para o crédito. Por outro lado, o valor do acordo de R\$ 750 milhões, foi maior do que o esperado, que era em torno de R\$ 500 milhões. De qualquer forma, o pagamento será R\$ 35 milhões a vista, 30% via de redução nas tarifas por no mínimo 1 ano, até alcançar R\$ 350 milhões e os R\$ 365 milhões restantes serão investidos pela companhia em obras na área de concessão. Lembrando que a companhia já havia assinado acordo de leniência de R\$ 80 milhões com o Estado de SP em novembro de 2018.

A CCR de forma consolidada, mantém uma boa condição econômico financeira, com boa liquidez e capacidade de honrar as dívidas e obrigações financeiras deste ano, sem necessidade de levantar novas dívidas. O grupo se beneficia de um *portfolio* de concessões maduras e com baixa necessidade de investimentos obrigatórios.





RENDA VARIÁVEL

GILBERTO NAGAI
Head de Renda Variável
BNP Paribas Asset Management

RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

As bolsas mundiais (MSCI World) continuaram fortes em fevereiro (+2,8% em dólares) impulsionado pela possível resolução da guerra comercial entre EUA e China e também pela percepção de que o FED vai ser cauteloso na elevação da taxa de juros.

Os preços de petróleo (Brent) subiram 8%, em linha com o bom humor do mercado e principalmente porque a OPEP continua com o seu discurso de corte de produção. A Arábia Saudita e a Rússia aparentemente vão entregar cortes de produção maiores do que o acordo.

Os índices de metais também tiveram uma *performance* positiva (+2,8%), puxado pelos preços de cobre (+5,9%) que tiveram um problema de oferta no Peru. E finalmente, os preços de minério de ferro continuaram subindo reagindo ao desastre da barragem de Brumadinho da Vale do Rio Doce.

Apesar do cenário benigno global, o Brasil teve uma *performance* negativa no mês (-4,5% em Dólares e -1,9% em Reais). Acreditamos que o desempenho pode ser explicado de duas formas: 1) parte foi a reversão da *performance* positiva de destaque em janeiro (+12,0% em dólares) vs 7,8% dos mercados de bolsa globais; 2) parte porque os investidores estão digerindo que a aprovação da reforma da previdência

possa levar mais tempo ou que a economia fiscal possa ser menor.

O QUE FIZEMOS?

No mês de fevereiro, ficamos em linha com o índice. Sendo os destaques positivos as nossas posições sub-compradas de Serviços Financeiros, nossas posições compradas de Celulose e os destaques negativos as nossas posições compradas no setor de Consumo.

No Brasil, estamos quase no final da temporada de resultados do 4º trimestre de 2018. Das empresas que reportaram, 39% apresentaram resultados acima da estimativa e 22% abaixo do esperado. Nós aumentamos taticamente a posição em setores de Energia e *Commodities*. Foram os setores que apresentaram as maiores surpresas positivas de resultados.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Esperamos que a volatilidade seja persistente nos próximos meses na medida em que as discussões sobre a reforma da previdência ganham corpo. Podemos taticamente vender posições que são muito alavancadas à atividade doméstica para ultrapassar esse período. No entanto, no médio prazo, continuamos bastante otimistas com a aprovação da Reforma e a perspectiva de crescimento do Brasil.

Estamos investidos em empresas que tenham alta previsibilidade de geração de caixa e que de preferência vão crescer lucro de maneira estrutural, empresas que também não são demasiadamente sensíveis ao PIB.

Existem algumas empresas com essas características no setor de bancos, consumo e shoppings.



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 06.2019



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world