

# BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

## RELATÓRIO MENSAL – JULHO



**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

	Julho	12 meses
CDI	0,57%	6,35%
IRF-M	1,09	15,28%
IMA-B	1,29%	27,47%
IMA-B5	0,97%	14,08%
IMA-GERAL	0,97%	15,39%
DÓLAR	-1,76%	0,27%
IBOVESPA	0,84%	28,52%
IBrX	1,17%	30,86%
SMLL	6,75%	43,96%
IDIV	2,76%	41,54%

Fonte: Quantum Axis. Elaboração: BNPP AM BRASIL



## CENÁRIO ECONOMICO

**TATIANA PINHEIRO**  
Economista Chefe  
BNP Paribas Asset Management

### ECONOMIA INTERNACIONAL

Os indicadores de atividade econômica das economias avançadas, principalmente as do setor industrial, continuam sinalizando a fase de fim de ciclo de expansão. Via o canal das expectativas futuras, os indicadores de PMI de manufaturados continuam em retração. Segundo nosso acompanhamento, o PMI de manufaturados Global estava em 49,3 pontos em julho – abaixo da linha d'água de 50,0 pontos, indicando contração do setor de manufaturados, após registrar 49,2 em junho. Em julho as expectativas com relação às atividades indústrias nas economias avançadas deterioraram mais do que as expectativas nas economias emergentes - o PMI de manufaturados das economias avançadas alcançou os 49,0 pontos, enquanto das economias emergentes e emergentes (excluindo China) alcançaram 49,6 pontos e 49,5 pontos, respectivamente. Acreditamos que a tendência de piora das expectativas permaneça no curto prazo devido à fase de fim de ciclo de expansão em que grande parte das economias está (fator estrutural) e ao recente recrudescimento da guerra comercial entre Estados e China (fator conjuntural), com o anúncio de imposição de tarifa de 10% sobre adicionais US\$ 300 bilhões de produtos chineses.

Gráfico 01

Tabela PMI de Manufaturados

	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19
Emergentes	50.1	49.3	49.1	49.6
Economias Avançadas	51.0	49.7	49.4	49.0
China	50.1	49.4	49.4	49.7
Emergentes (ex-China)	50.1	49.2	48.9	49.5
<b>Global</b>	<b>50.6</b>	<b>49.6</b>	<b>49.2</b>	<b>49.3</b>

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

A contínua revisão para baixo da expectativa de crescimento econômico mundial sustentará as rodadas de afrouxamento monetário pelo mundo. No final de julho, o Federal Reserve (FED) iniciou um ciclo de afrouxamento monetário, cortando em 25 bps o intervalo de juros básico de 2,5%-2,25% para 2,25%-2,0% a.a. Por sua vez, o Banco Central Europeu sinalizou a intenção de iniciar um ciclo de afrouxamento monetário a partir de setembro. Outros bancos centrais também iniciaram ciclos de afrouxamento monetário, entre eles: Austrália, Chile, Indonésia, Índia, Rússia, África do Sul, Turquia, Tailândia, Brasil e Nova Zelândia. Na América Latina é esperado que vários outros bancos centrais, além de Chile e Brasil, também adotem a estratégia de afrouxamento monetário. Assim, as taxas de swap pré/pós de 1 ano e de prazos mais longos já estão negativas na Europa e a relação entre a taxa de juros do título público americano de 10 anos com a do título público de 3 meses permaneceu negativa em torno de -0,08p.p. ao longo de julho.

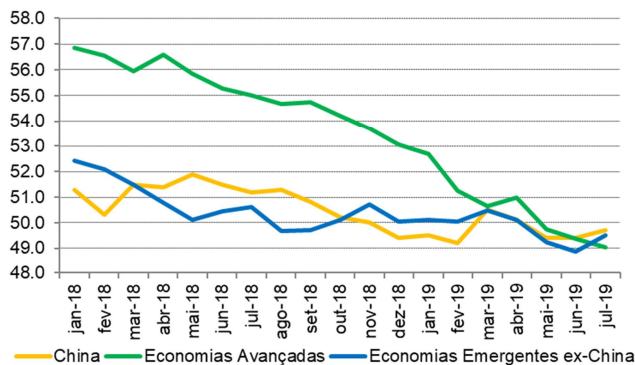


**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world

Gráfico 02

Evolução do PMI industrial entre as economias



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

Olhando para frente, o cenário de menor comércio mundial e, conseqüentemente, menor crescimento econômico mundial deve permanecer como cenário principal na precificação dos ativos, o que garante baixa taxa de juros internacional e alta liquidez, porém em um ambiente mais avesso ao risco, dado que o medo de desaceleração forte da economia mundial é o motivo da queda das taxas de juros. Para as economias emergentes, o efeito de curto prazo de maior liquidez internacional deveria prevalecer à aversão ao risco. Já, no longo prazo, o que deveria prevalecer sobre os preços dos ativos é o ritmo de desaceleração efetiva da economia global. Contudo, volatilidade é inerente a este cenário, o que significa que as expectativas estão altamente vinculadas ao desenrolar do cenário de comércio mundial.

## ECONOMIA BRASILEIRA

O processo de aprovação da Reforma da Previdência Social (RPS) na Câmara dos Deputados chegou à sua conclusão. Com isso, a discussão passará para o Senado. Esperamos que o processo de aprovação da RPS no Senado seja mais fácil e rápido. As mudanças das regras de aposentadoria para Estados e Municípios – parte importante da agenda de solvência fiscal do

setor público – deve ser endereçada em outra proposta de emenda constitucional (PEC) que será encaminhada também no Senado. Também, neste caso, a expectativa é que o processo de discussão e aprovação no Senado será fácil e rápido. A grande questão será quando a discussão das mudanças de regras de aposentadoria dos funcionários públicos dos Estados e Municípios chegar à Câmara dos Deputados. Até lá, acreditamos que o fator crucial para o seu sucesso na Câmara será ao alinhamento dos governadores e prefeitos em torno deste assunto. Outro tema que deve dominar a cena política no segundo semestre é o debate sobre a Reforma Tributária. Acreditamos que este tema é essencial para a dinâmica do crescimento econômico brasileiro.

A atividade econômica foi muito mais fraca que o esperado no primeiro semestre, com retração do setor industrial e expansão muito tímida do setor de serviços. Após retração do PIB no primeiro trimestre (-0,2% t/t), o segundo trimestre deve revelar crescimento abaixo dos +0,3% t/t (média observada entre 2017 e 2018). Como já afirmamos nas cartas anteriores, o crescimento econômico possível para 2019 é muito próximo de 0% - nossa expectativa é de 0,6% em 2019. Por enquanto, acreditamos em corte de 50 bps em setembro, totalizando ciclo de 100 bps. Contudo, a fraqueza da economia doméstica e internacional pode estender este ciclo para 150 bps facilmente. Apesar disso, acreditamos que tanto o ciclo adicional de juros quanto a liberação de R\$ 30 bilhões das contas de FGTS e PIS/PASEP devem ter efeitos limitados na economia. De acordo com os nossos modelos, o efeito do impulso monetário deve ter efeito marginal na atividade econômica a partir do segundo trimestre de 2020 e a liberação de recursos do FGTS e PIS/PASEP, apesar de efeito imediato na economia,



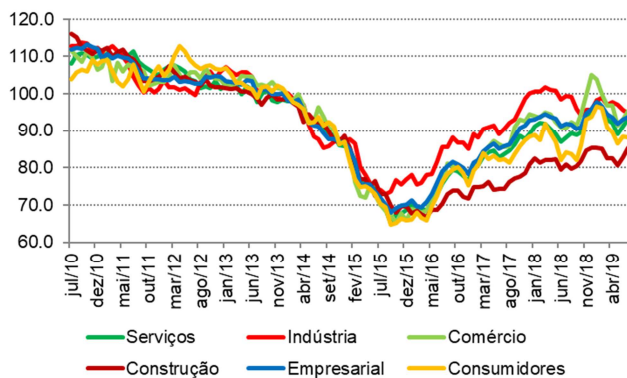
**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

terá efeito pequeno e concentrado nos segmentos do comércio e serviços.

Gráfico 03

Confiança do Consumidor, Empresário, Industrial e Serviços



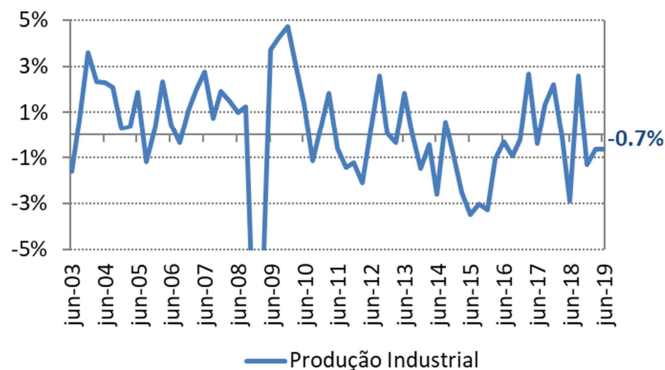
Fonte: FGV e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

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 de Reforma Tributária e medidas da agenda microeconômica que irão 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? Essa resposta depende do desempenho das confianças (consumidor e empresários domésticos), do fluxo de entrada de capital, das condições financeiras e, conseqüentemente, das 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 final de 2020.

Gráfico 04

Produção Industrial, variação t/t



Fonte: IBGE. Elaboração: BNPP AM Brasil.



RENTA FIXA / MULTIMERCADO

**GILBERTO KFOURI JR**  
Head de Renda Fixa E Multimercado  
BNP Paribas Asset Management

## MOEDAS

O início de julho foi positivo para a performance das moedas em geral diante o viés acomodaticio adotado pelo presidente do FED e da evolução das negociações entre Estados Unidos e China. Porém, nas últimas semanas do mês tanto o Banco Central Europeu (BCE) quanto o Federal Reserve (FED) desapontaram os mercados quanto a expectativa de estímulos a serem adotados. O FED reduziu a taxa básica de juros em 25bps conforme esperado, no entanto em sua comunicação indicou que o corte se deve-se a um ajuste de meio de ciclo de expansão, ou seja, não daria início a um processo de cortes nas taxas de juros já refletido nos preços.

O Real se sobressaiu aos seus pares, a performance relativa se deve a uma tramitação melhor do que o esperado da Reforma da Previdência na Câmara dos Deputados. A frustração com os Bancos Centrais e retorno das tensões comerciais torna o cenário externo mais desafiador, acreditamos que a forma mais eficiente de explorar o tema é via valor relativo.

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

No mês de julho vimos finalmente a tão esperada Reforma da Previdência andar em um ritmo mais adequado para que possamos virar de vez essa página e avançar nos outros temas relevantes e voltarmos a crescer. Conforme amplamente esperado a Comissão Especial e posteriormente o plenário da Câmara efetuaram alguns ajustes no relatório vindo da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ) e o impacto fiscal sofreu uma redução, mas não a ponto de comprometer a sua essência. Devido ao recesso parlamentar, a PEC foi aprovada apenas em primeiro turno na Câmara ficando o segundo turno para os primeiros dias de agosto. A boa notícia foi a larga margem de votos favoráveis, 379 a favor que é um número bem superior aos 308 necessários.

O mercado de juros antecipou a votação e mostrou uma tendência positiva ao longo do mês com a convicção de que o Banco Central entregaria a tão esperada queda de juros caso houvesse avanço no parlamento. A reunião do Copom coincidiu de cair no mesmo dia da reunião do FED nos Estados Unidos, sendo que essa aconteceu poucas horas antes. O FED jogou um banho de água fria com um corte de 25bps e uma sinalização mais *hawkish* colocando pressão no Copom. O nosso comitê por sua vez já via espaço para queda, mas preferiu aguardar o encaminhamento da Reforma, optou por um corte mais agressivo de 50bps sinalizando que teremos novas quedas à frente.

A curva de juros nominais caiu entre 30 e 35bps até os vencimentos no ano 2022 e entre 20 e 30bps nos vencimentos mais longos. Essa queda aconteceu de maneira mais intensa nos primeiros dias do mês



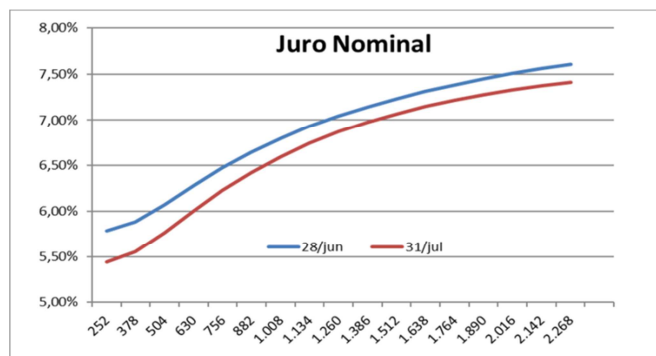
**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

conforme os sinais positivos da Câmara avançavam favoravelmente. A inflação implícita continuou a cair acompanhando os dados positivos da inflação corrente com as taxas das NTN-B's caindo menos do que as taxas nominais de prazo equivalente. Os vencimentos mais curtos caíram entre 15 e 25bps (já levando em conta o carregamento negativo) e os mais longos apresentaram uma redução de cerca de 10bps nas taxas.

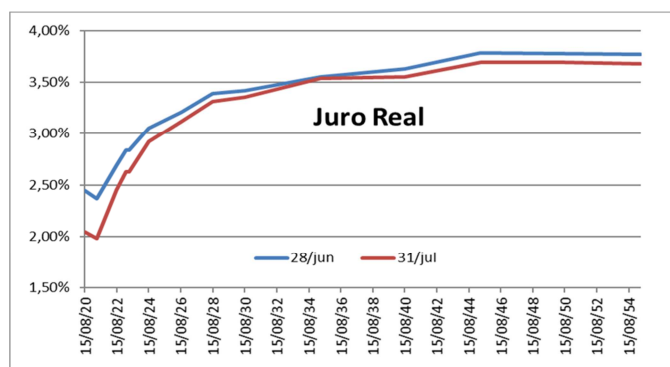
O IRF-M encerrou o mês com valorização de 1,09%, ficando 52bps acima do IMA-S que subiu 0,57%. O IMA-B se valorizou 1,29% com desempenho 72bps superior ao IMA-S. Apesar do desempenho do IMA-B ter sido ligeiramente superior ao do IRF-M, resultado se inverte se ajustarmos pelo risco.

Gráfico 06



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

Gráfico 07



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

## O QUE FIZEMOS?

Adicionamos uma nova posição em juros nominais no vértice Jan22. Com um ciclo de 50bps esse vértice deve apresentar um resultado positivo. As outras posições foram mantidas.

## OLHANDO PARA FRENTE

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



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

## RENDA VARIÁVEL

### ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de julho o índice Bovespa iniciou com um movimento de alta, mas que não se concretizou em função da abstinência de notícias positivas, reflexo do recesso político e da previsão de resultados mais fracos das empresas locais. Essa falta de direção fez a volatilidade realizada ceder para abaixo de 11% e a implícita para abaixo de 19% até dezembro 2019. Esse cenário não ajudou nossas posições compradas em travas de alta para agosto, tanto no índice Bovespa quanto em ações de *commodities* que tiveram uma performance muito fraca. No entanto aproveitamos esse cenário de baixa volatilidade para comprar travas de baixa para dezembro e venda de inclinação.

No mercado de câmbio, o Real teve uma desvalorização considerável seguindo a melhora das moedas emergentes em relação ao dólar com grande queda de volatilidade realizada. Isso foi reflexo do melhor cenário de crescimento global com o possível corte mais acentuado das taxas de juros pelo FED mas que acabou não se realizando. Na posição tínhamos uma trava de baixa 3800/3700 para o final do mês que apenas funcionou parcialmente com a valorização do Dólar no final de julho.

Esperamos uma alta do Dólar para colocar travas de baixa, vencimento outubro e novembro.

## CRÉDITO PRIVADO

O mês de julho foi semelhante ao de junho em termos de volume de novas emissões, com um total de R\$ 13 bi em emissões analisadas.

Entre os destaques do mês, estão as emissões da Cemig Distribuição com R\$ 3,7 Bi, Copel GT com R\$ 2,0 Bi, Hapvida que fez sua primeira emissão pública, sendo bem sucedida na captação de R\$ 2,0 Bi, Engie Transmissão com R\$ 1,6 Bi e EDP Transmissão com R\$ 800 Mi.

Do lado dos bancos, tivemos somente emissão do já recorrente Banco RCI, que vem a mercado de 2 a 3 vezes ao ano e captou R\$ 550 Mi em Letras Financeiras.

Com base no *pipeline* atual, devemos ver o mês de agosto bem mais fraco, comparado aos anteriores. Até agora estão previstas as emissões da Natura e do Banco Toyota.

O movimento que vimos nos últimos meses, com as empresas vindo a mercado aproveitar o bom momento de demanda por ativos de crédito e fechamento de taxas para refinar dívidas e alongar os passivos parece estar desacelerando. Esperamos que com aprovação da reforma no segundo semestre, as companhias retomem investimentos e consequentemente voltem a captar recursos no mercado de capitais.





## RENDA VARIÁVEL

**GILBERTO NAGAI**  
Head de Renda Variável  
BNP Paribas Asset Management

### RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

O índice americano atingiu sua máxima histórica, ultrapassando o nível dos 3000 pontos durante o mês de julho. O S&P foi beneficiado pelo baixo patamar das taxas de juros – o mercado previa uma queda entre 0,25% e 0,50% na reunião do FOMC que ocorreu no fim de julho. Esse otimismo se esvaiu rapidamente após um corte de 0,25% e uma sinalização que o ciclo não seria longínquo. Além da frustração com a política monetária americana, o mercado voltou a precificar o risco de *Trade War* depois que o presidente Donald Trump anunciou que iria impor novas tarifas aos produtos chineses.

Dessa forma, as *commodities* tiveram uma menor volatilidade durante o mês de julho, mas, apresentaram grande volatilidade já no início do mês de agosto. Tanto o petróleo quanto o minério de ferro se depreciaram nesse início de mês.

No Brasil, o Ibovespa começou com uma forte performance mas recuou na segunda quinzena. Mesmo com um cenário político mais calmo devido ao recesso dos parlamentares, o mês foi marcado por eventos importantes. O primeiro foi o corte de 0,50% - reduzindo a Selic para 6% - no Copom no último dia do mês, o que ajuda principalmente a linha de despesa financeira das empresas. Outra notícia importante foi a liberação do FGTS, o qual pode ajudar na atividade

doméstica de forma relevante. Nas contas do governo o impacto positivo seria de 0,35% no PIB. Além disso, o governo continuou a agenda de desinvestimentos: BR Distribuidora e IRB tiveram suas ações ofertadas na bolsa. Algumas outras medidas microeconômicas, vistas como positivas, estão sendo veiculadas na imprensa.

Em conjunto com essas notícias, começaram a ser reportados os resultados das companhias listadas. Analistas estavam mais otimistas, pois o segundo trimestre do ano passado foi marcado pela greve dos caminhoneiros e esse fator colabora para um melhor número comparativo entre 2019 e 2018 (denominador menor). Porém, a atividade mais fraca impactou negativamente a receita das empresas. Até o momento, os resultados vieram abaixo das expectativas.

### O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Neste mês o Congresso deve terminar a votação da Reforma da Previdência, consideramos esse tema como dado. Caso tenha alguma notícia negativa seria um risco negativo não esperado.

Vamos continuar monitorando as possíveis reformas microeconômicas. Entre elas, a Reforma Tributária que foi vinculada durante o recesso, além de pequenas medidas que poderiam impulsionar o PIB.

Devemos continuar vendo ofertas de capital ao longo do segundo semestre. Já foram realizados no ano de 2019 ao redor de R\$50 bilhões de oferta.

Continuamos investidos em companhias que apresentaram crescimento mesmo nesses momentos mais desafiadores e possuem diretoria



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world



reconhecidamente capacitada e também ações cujas empresas estejam passando por uma melhora operacional.

## 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](mailto: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](http://www.bnpparibas.com.br).



FFC 45.2019



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

**The asset manager  
for a changing  
world**