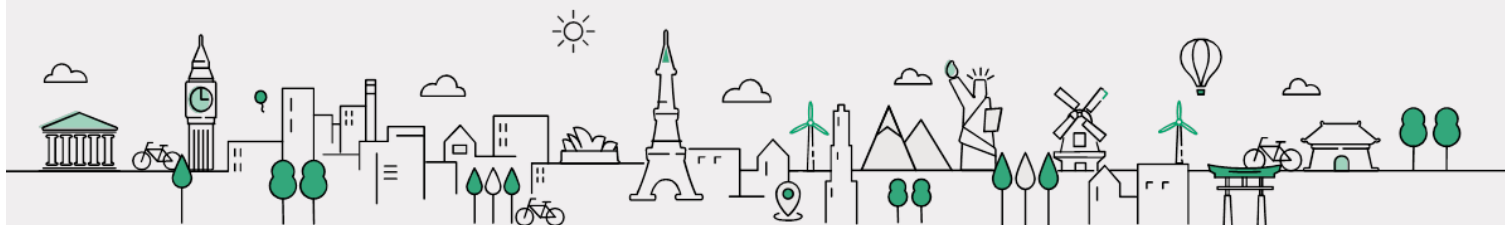


BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL – MAIO



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.....	6
Renda Variável.....	7
Crédito Privado.....	8

Segmento de Renda Variável

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

ÍNDICES

	Maio	12 meses
CDI	0,54%	6,37%
IRF-M	1,77%	13,33%
IMA-B	3,66%	23,73%
IMA-B5	1,39%	13,22%
IMA-GERAL	1,84%	13,76%
DÓLAR	-0,12%	5,45%
IBOVESPA	0,70%	26,42%
IBrX	1,14%	28,21%
SMLL	1,97%	27,61%
IDIV	3,14%	37,08%

Fonte: Quantum Axis. Elaboração: BNPP AM BRASIL



CENÁRIO ECONOMICO

TATIANA PINHEIRO
Economista Chefe
BNP Paribas Asset Management

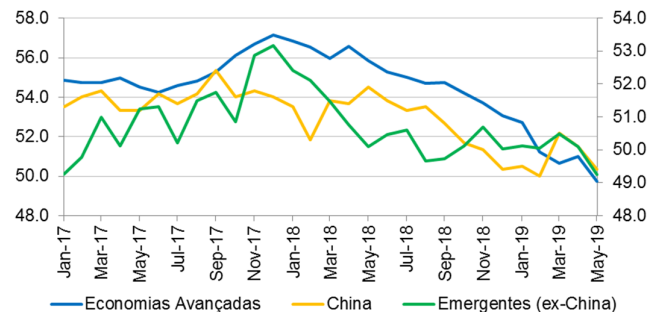
ECONOMIA INTERNACIONAL

A apreensão com relação ao crescimento econômico das economias avançadas aumentou de abril para maio. A deterioração da guerra comercial entre Estados Unidos e China, com o anúncio do Governo americano de aumento de 10% para 25% nas tarifas sobre US\$ 200 bilhões de produtos chineses e as intenções de retaliação a essa medida por parte do governo chinês, foi o maior responsável pela piora da perspectiva de crescimento global. Além disso, também contribuiu para piora do humor internacional, o resultado das eleições do Parlamento Europeu, com a perda do controle da maioria pelos dois partidos de centros e o aumento de assentos dos eurocéticos (aumento de 18 assentos no parlamento, maioria de extremistas) - como, por exemplo, o partido Brexit vencendo a eleição no Reino Unido - indicando o aumento da probabilidade de saída do Reino Unido sem acordo da comunidade europeia e maior pressão por flexibilização da política fiscal nos países da região (principalmente na Itália).

Via o canal das expectativas futuras os indicadores de PMI de manufaturados apresentaram retração. Segundo nosso acompanhamento o PMI de manufaturados Global retraiu para 49,6 pontos em maio - abaixo da linha d'água de 50,0 pontos, indicando contração do setor de manufaturados -, após três meses parado em 50,6 - ligeiramente acima da linha d'água. Em maio o PMI de manufaturados das

economias avançadas retraiu para 49,7 pontos e das economias emergentes retraiu para 49,3 pontos. Com isso, é clara a tendência de queda do PMI Global de manufaturados, em maio de 2018 o indicador estava no patamar de 53,8. Essa piora nas expectativas em maio também foi evidente no desempenho das bolsas de valores das economias avançadas, que registraram queda de 6,5% (média simples entre os países) no mês e na inclinação das curvas de juros, que reduziram 11bps (média simples entre os países) no mês. No caso dos Estados Unidos, aumentou a inclinação negativa entre a taxa de juros pré/pós-fixado de 1 ano e de 10 anos - atingindo -0,16bp no último dia de maio -, já nos demais países as inclinações ainda são positivas, isto é a *swap* de 10 anos maior que o *swap* de 1 ano.

Gráfico 01
PMI Manufaturados



Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Gráfico 02
Tabela PMI de Manufaturados

	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19
Emergentes	49.7	50.5	50.1	49.3
Economias Avançadas	51.2	50.7	51.0	49.7
China	49.2	50.5	50.1	49.4
Emergentes (ex-China)	50.1	50.5	50.1	49.2
Global	50.6	50.6	50.6	49.6

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



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

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 de juros. Para as economias emergentes, acreditamos que no curto prazo o impacto da taxa de juros internacional mais baixa deve prevalecer a possibilidade de maior aversão ao risco, ajudando a manutenção das taxas de juros locais baixas e menor pressão sobre moedas. Já no longo prazo o que deve prevalecer sobre os preços dos ativos é o ritmo de desaceleração efetiva da economia global.

ECONOMIA BRASILEIRA

A capacidade de articulação do Governo continua sendo a questão a ser respondida. Contudo, a comunicação entre Governo e Congresso parece ter melhorado na segunda metade de maio e, principalmente, os Deputados Federais tomaram à frente dos debates com relação à Reforma da Previdência, o que fez com que a condução dos trabalhos na Comissão Especial na Câmara dos Deputados (CE) fluísse mais rapidamente do que ocorreu na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ). Como tínhamos discutido na carta mensal de abril, a melhora da comunicação Governo e Congresso era essencial para que a conclusão da aprovação da Reforma da Previdência na CE ocorresse no final de junho. Ao final de maio, a expectativa é que o relatório da Reforma da Previdência será aprovado até a terceira semana de junho (antes do feriado de Corpus Christi em 20 de junho).

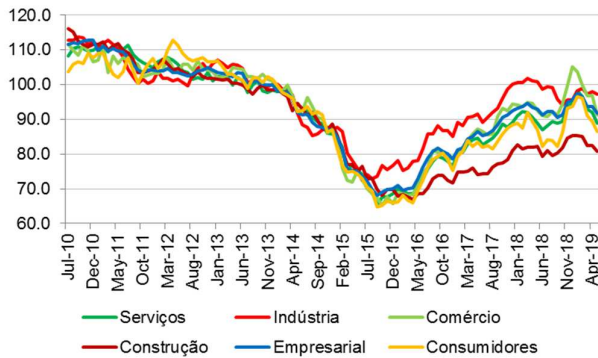
Apesar de um cenário político mais promissor na segunda metade de maio, do lado da economia real, os indicadores divulgados não foram promissores. Os índices de confiança (empresário, consumidor, industrial e serviços) registraram queda, seguindo a tendência registrada desde fevereiro. O crescimento real da economia, medido pelo PIB, deu o veredicto sobre a atividade econômica, registrando queda de 0,2% no primeiro trimestre de 2019 em relação ao quarto trimestre de 2018. Os destaques da queda foram investimentos, -1,7% t/t e exportações, -1,9% t/t. O mau desempenho dos investimentos é explicado pela interrupção da melhora da confiança na economia vivenciada no pós-eleições de outubro. O mau desempenho das exportações é explicado pela redução da mineração devido ao evento de Brumadinho e a



intensificação da crise econômica na Argentina, nosso terceiro maior parceiro comercial.

Gráfico 03

Confiança Consumidor, Empresário, Industrial e Serviços

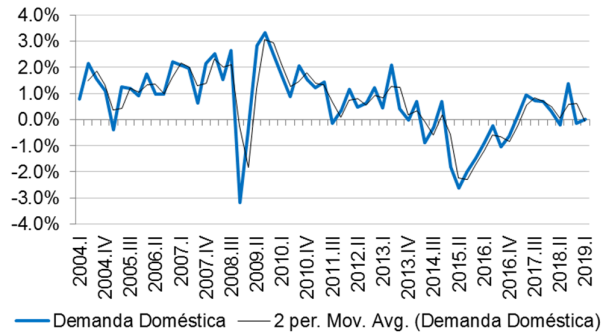


Fonte: FGV e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Contudo, o diagnóstico mais importante deste resultado do PIB no primeiro trimestre é que a demanda doméstica estagnou, registrando crescimento zerado, sendo que em 2018 a demanda doméstica cresceu 0,3% trimestralmente em média, já controlando os efeitos da paralisação no setor de transportes e os efeitos da transferência contábil das plataformas da Petrobras no PIB. Este resultado promoveu a continuidade da revisão para baixo das expectativas de crescimento do PIB em 2019 e, provavelmente, deve também afetar as expectativas para 2020. O consenso de mercado para crescimento do PIB em 2019 está em torno de 1% e para 2020 em 2,5%. Nossa expectativa é crescimento econômico de 0,8% em 2019 e 2,1% em 2020.

Gráfico 04

Demanda Doméstica, Variação t/t



Fonte: IBGE. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Gráfico 05

Tabela PIB

Data	PIB ótica da demanda, t/t dessazonalizado					TOTAL
	Consumo	Governo	Investimentos	Exportação	Importação	
1Q18	0.4%	-0.4%	0.7%	3.2%	2.3%	0.5%
2Q18	0.0%	-0.4%	-1.1%	-4.4%	-2.2%	0.0%
3Q18	0.6%	0.3%	5.7%	6.3%	9.2%	0.5%
4Q18	0.5%	-0.3%	-2.4%	3.7%	-6.1%	0.1%
1Q19	0.3%	0.4%	-1.7%	-1.9%	0.5%	-0.2%

Data	PIB ótica da demanda, Anual					TOTAL
	Consumo	Governo	Investimentos	Exportação	Importação	
2018	1.9%	0.0%	4.1%	3.4%	7.6%	1.1%
2019	1.6%	0.5%	-0.4%	3.6%	0.3%	0.8%
2020	2.2%	0.4%	4.6%	3.9%	5.1%	2.1%

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

De fato, a expectativa de crescimento econômico foi postergada para 2020 e o crescimento em 2019 ainda está ameaçado e dependendo, em nossa opinião, da capacidade de articulação política do Governo. A incerteza de cenário é o que explica a postergação das decisões de investimento e consumo por mais um ano, igual ocorreu em 2017 e 2018. Esta incerteza no cenário político deve manter a piora contínua da perspectiva de crescimento econômico este ano e, por conta disso, manter as apostas em um novo ciclo de corte da taxa Selic. Com relação à condução da política monetária, mantemos nosso cenário de manutenção da taxa Selic em 6,5% em 2019, mas concordamos que, após a aprovação da Reforma da Previdência e o afastamento da possibilidade de insolvência fiscal no curto e médio prazo, um ambiente de inflação abaixo

das metas e de expectativas de inflação ancoradas nas metas poderia abrir espaço para um ciclo adicional de corte de juros. Contudo, lembramos que a recomendação de condução de política monetária num arcabouço de meta de inflação – caso brasileiro - é de suavização nas decisões de juros. Com isso, entre um ciclo adicional de corte de juros de curto prazo e a manutenção da taxa de juros no patamar atual (já historicamente baixo) por mais tempo, acreditamos que a autoridade monetária deva optar pela manutenção da taxa de juros em patamar baixo por mais tempo.



MOEDAS

Em maio vimos o Dólar romper a barreira dos R\$ 4,00 e atingir o pico de R\$ 4,10, novas máximas desde o início do governo Bolsonaro. Ruídos na cena política explicam em parte esse movimento, mas uma importante contribuição veio do cenário externo, notadamente da piora das expectativas quanto à guerra comercial entre EUA e China. A tensão tem piorado a expectativa de crescimento global, com consequências negativas para o desempenho das *commodities* e dos países emergentes, de modo que as moedas desse grupo foram as que mais depreciaram. Já na segunda metade do mês, as notícias locais foram ganhando ares mais positivos, em direção a melhoria de entendimento entre os poderes Executivo e Legislativo, o que fez o Real se descolar de seus pares, fechando próximo a R\$ 3,92.

Há espaço para valorização adicional, mas essa possibilidade está muito atrelada ao avanço da agenda de Reformas, sem o qual não se resolve o principal entrave do país ao crescimento, que é a situação fiscal.

Estamos comprados em Real via opções, comprados em Libra Esterlina e Peso Chileno. As posições vendidas são Rand Sul-Africano, Dólar Australiano e Euro.

JUROS & INFLAÇÃO

O MERCADO

O mercado de renda fixa teve uma performance mais benigna. A despeito da pressão observada no Dólar, uma conjunção de fatores positivos fez que as taxas caíssem acentuadamente. O primeiro ponto foi a fraqueza da atividade doméstica. A divulgação dos dados fechados do primeiro trimestre, divulgados ao longo de maio, consolidou a expectativa de retração econômica nos primeiros meses do ano e desencadearam uma onda de revisão de crescimento de PIB para 2019 da faixa de 2% para algo mais próximo a 1%. Isso levou uma parcela do mercado a incorporar queda na Selic em seus cenários. O segundo ponto foi o recuo da inflação, com destaque para forte queda de alimentos e alguns preços administrados, como preço de energia e combustível. Terceiro ponto, a despressurização de risco político, já mencionado acima. Por fim, a expectativa de menor crescimento global derrubou juros pelo mundo todo de modo sincronizado.

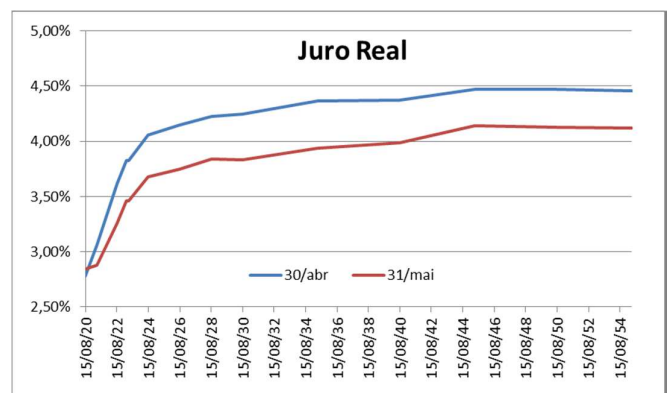
Os juros nominais terminaram o mês com quedas expressivas (25 bps no vértice Jan20 e cerca de 60 bps nos vencimentos Jan21 em diante). As NTN-B's também fecharam bem, cerca de 35 / 40 bps ao longo da curva.

A curva de juros embute atualmente chances de queda da Selic em 2019. Cumulativamente, as reuniões de 2019 somam cerca de 25 bps de corte, mais concentrados nas últimas 3 reuniões do ano. Como dito, falta de tração na atividade e a inflação ancorada tem alimentado esse movimento. Por ora, não contemplamos esse cenário por acreditarmos que a Selic não será a solução para o fraco crescimento, que advém da falta de clareza quanto ao cenário fiscal dos

próximos anos, daí a importância da Reforma da Previdência. Além disso, observamos que os núcleos de inflação estabilizaram-se há algum tempo, mesmo com a economia patinando, ou seja, a inflação menos sujeita a itens voláteis parou de cair.

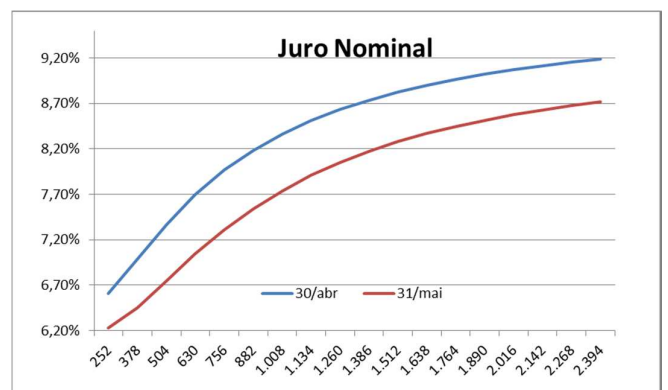
O IRF-M encerrou o mês com valorização de 1,77%, muito acima do IMA-S que subiu 0,55%. O IMA-B se valorizou 3,66%, também superando em larga escala o IMA-S refletindo o bom desempenho dos papéis indexados à inflação.

Gráfico 06



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

Gráfico 07



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



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

O QUE FIZEMOS?

Alongamos metade do risco da NTN-B 2020 para NTN-B 2022. Fizemos uma redução marginal de risco na NTN-B 2050. Por fim, reduzimos uma parcela da posição pré-fixada no vértice Jan 2022. Essas alterações levaram a uma pequena redução do risco relativamente ao mês anterior.

OLHANDO PARA FRENTE

Acreditamos em Selic estável por tempo prolongado e que a Reforma da Previdência pode implicar em redução adicional de prêmio ao longo da curva. Estamos sem exposição à parte curta, que precifica quedas.

O nosso risco ativo continua a ser aproximadamente de 1/2 em juro nominal e 1/2 em inflação. Em termos de prazo, estamos com um perfil pouco mais alongado, com 44% das posições acima do *benchmark* até 5 anos e 56% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks* porém com uma pequena redução em relação ao fechamento do mês anterior.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de maio o índice Bovespa parecia estar fadado a repetir o velho ditado “*Sell in May...*” mas surpreendentemente houve uma reversão de expectativas e o mês terminou ligeiramente positivo.

Além da melhora no cenário da Reforma da Previdência, onde se pode ver um entendimento das lideranças em acelerar a pauta de votação, o Dólar acabou se tornando um amortecedor para os papéis locais, pois quanto mais o Dólar se fortalecia, mais atrativa ficava a bolsa para o investidor estrangeiro. Obviamente no mercado de volatilidade tivemos uma alta tanto da volatilidade realizada como da implícita, mas a realizada não se sustentou durante o mês, ficando a volatilidade implícita cara no final do mês. Durante a queda do índice fizemos uma compra de trava de alta, exercícios 93,000 e 94,000 com venda adicional da opção de compra de 100,000 para baratear a estrutura e se beneficiar da volatilidade mais cara (vencimento 12/junho/2019).

No mercado de FX, a trajetória do Real seguiu de perto a desvalorização da bolsa local e com a mesma subsequente reversão. Tivemos uma alta da volatilidade realizada com a rápida valorização do Dólar acima do 4,10, mas a implícita ficou bem comportado orbitando ao redor do 13,50%. Tínhamos uma trava de baixa exercício 3925, 3700 numa razão de 1 para 3 afim de baratear a estrutura e se beneficiar do suporte do Dólar na faixa de 3,70. Sem dúvida era estrutura certa, mas como vencimento foi no final do mês e alta foi maior do que imaginávamos, não pudemos capturar a valorização do Real.



CRÉDITO PRIVADO

O mês de maio foi o mais movimentado no ano em termos de volume de emissões analisadas, com um total de R\$ 10 bilhões.

O mercado continua concentrado em emissões de empresas mais óbvias e que acessam recorrentemente o mercado de crédito local. Alguns exemplos de empresas que emitiram em maio foram: Ecorodovias, Multiplan, Sabesp e Taesa.

Quanto aos emissores inéditos no mercado local vale destacar as emissões de: Eneva (antiga-MPX) que conseguiu captar mais de R\$ 2 bilhões, a Ômega Energia que levantou R\$ 750 milhões e a Minerva que pretendia emitir R\$ 600 milhões em debêntures, mas obteve apenas R\$ 400 milhões de demanda, com parte do volume sendo “encarteirado” pelos bancos coordenadores devido à execução da garantia firme.

Para o mês de junho, com base no *pipeline* atual, esperamos um mês mais fraco em número de emissões, contudo o volume ainda deverá permanecer acima dos R\$ 10 bilhões. Isto se deve principalmente a duas grandes emissões de empresas que não acessavam o mercado local há alguns anos: CEMIG Distribuição que vêm com uma emissão de R\$ 3,6 bilhões em séries institucional e incentivada e a Cielo com emissão de R\$ 3 bilhões.

Além destas duas emissões, ainda estão previstas emissões principalmente de infraestrutura de: Eletropaulo, Copasa, Movida, Dasa, Copel, Arteris, Neoenergia e Energisa, emissores recorrentes no mercado de capitais local que têm aproveitado o bom momento para refinar e alongar dívidas mais caras.



RENDA VARIÁVEL

GILBERTO NAGAI
Head de Renda Variável
BNP Paribas Asset Management

RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

O recrudescimento da guerra comercial entre os Estados Unidos e China foi o grande destaque no âmbito dos mercados internacionais. A escalada no tom depreciou as ações chinesas e também americanas – principalmente mais relacionados à tecnologia, conhecidos como FAANG’s (Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google). Isso se deve por menções sobre restrições ao comércio de tecnologia, fornecimento de insumos e também pela característica mais alavancada a percepção de risco de mercado desses ativos. O S&P apresentou uma queda de 3,90%, enquanto a bolsa chinesa queda de 5,52%, em moeda local.

Outra classe de ativos que sofreu bastante como consequência do *Trade War* foram *commodities*. O petróleo voltou para níveis do início do ano, cotado a 53 Dólares por barril, queda de 16%. Além do atrito entre Estados Unidos e China, dados de confiança piores na Europa preocupam os investidores. Do lado da oferta, os países da OPEC estão questionando se o corte de produção deve continuar: a próxima reunião da organização é no final de junho e até lá a volatilidade deve continuar alta.

O minério de ferro, por outro lado, continua em movimento de apreciação indicado em cartas anteriores. Em maio, atingiu o maior nível desde 2014



(USD103.50/ton minério de 62%). Outro item importante da pauta de exportação brasileira que continua em ascensão de preços são as proteínas. O noticiário recente sobre a gripe suína na China tem indicado que a doença continua se disseminando por outras regiões, o que causaria um impacto ainda maior.

Apesar de grande volatilidade no mês, o Ibovespa fechou em território positivo. A grande preocupação continua sendo a interlocução do Governo com o Congresso. Se por um lado houve questionamento sobre o Governo não conseguir votos nem para as Medidas Provisórias que expiravam no início do mês de junho (foram votadas com prazos apertados), notícias recentes que indicam prazos mais curtos para aprovação no plenário e economia em 10 anos acima da expectativa de mercado impulsionaram o preço das ações.

Outro monitoramento constante da equipe têm sido a atividade doméstica. Esta continua sem tração, principalmente com investimento ainda aquém do esperado. Além disso, a demanda doméstica continua fraca, o que não impulsiona a economia de forma mais rápida.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Começamos junho com a Reforma da Previdência na Comissão Especial, fórum onde ocorrerão as discussões sobre as emendas. Esperamos que durante o mês tenhamos uma maior percepção do tamanho da economia da Reforma. O prazo ainda ficará em pauta.

Na atividade, revisões para baixo continuam a acontecer, sem muita clareza para aparecer grandes estímulos. Esperamos, em consenso com o mercado,

que a economia tenha um impulso após a Reforma da Previdência. Acreditamos que o aumento da confiança da indústria e do consumidor deve elevar o nível de consumo e investimento.

Continuamos investindo em dois temas: companhias que apresentaram crescimento mesmo em momentos mais desafiadores e possuem diretoria reconhecidamente capacitada e também ações cujas empresas estejam passando por uma melhora operacional.



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. O BNP Paribas Brasil não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. 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 21.2019



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**The asset manager
for a changing
world**