



FOR PROFESSIONAL INVESTORS – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

NOVEMBRO 2019

CENÁRIO ECONÔMICO

ECONOMIA INTERNACIONAL

A indefinição das questões comerciais (principalmente a Guerra Comercial entre Estados Unidos e China) marcou a dinâmica das expectativas em novembro. Contudo, a melhora marginal dos indicadores de atividade econômica nas economias avançadas e nas emergentes foi determinante para o aumento do otimismo com relação ao crescimento global para 2020 que, consequentemente, gerou boa performance dos preços dos ativos. Uma das consequências do fortalecimento das economias foi a melhora nos indicadores de confiança. O PMI de manufaturados global interrompeu a tendência de queda observada desde maio. Em novembro o PMI global alcançou a marca de 49,6 pontos, ainda abaixo da linha d'água de 50 pontos que indica contração de atividade, embora tenha sido o maior nível desde maio deste ano quando houve recrudescimento da Guerra Comercial. Tanto o PMI das economias avançadas quanto das economias emergentes variaram positivamente. O PMI de serviços nas principais economias continua em patamar expansionista (acima da linha d'água de 50 pontos).

Tabela 01

Tabela PMI de Manufaturados

	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19
Emergentes	49.2	49.2	48.9	49.3
Economias Avançadas	49.0	48.9	49.0	49.8
China	49.5	49.8	49.3	50.2
Emergentes (ex-China)	49.1	48.7	48.6	48.6
Global	49.1	49.0	48.9	49.6

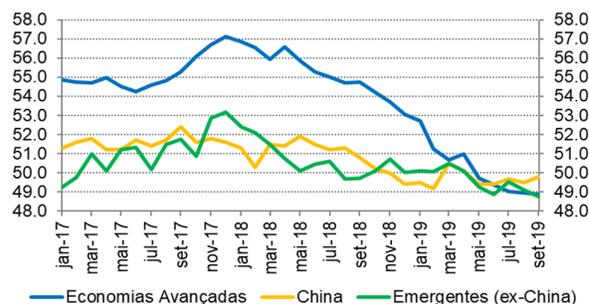
Fonte: Bloomberg e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.



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

Gráfico 01

Evolução do PMI Industrial entre as economias



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

Acreditamos que a resiliência do setor de serviços deva manter baixas as taxas de desemprego nas economias avançadas, fazendo com que a desaceleração econômica mundial seja suave. A recuperação marginal observada no setor manufaturado e a resiliência dos resultados do setor de serviços afasta 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 do recente afrouxamento monetário em economias avançadas e emergentes para suavizar a desaceleração do crescimento econômico. Olhando para frente, o evento mais importante será a evolução das negociações comerciais entre Estados Unidos e China marcado para 15 de dezembro, que trará a sinalização se prevalecerá o cenário de redução dos conflitos comerciais e eventual redução de tarifas de importações em 2020.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

Diante desse cenário menos negativo para a atividade, os bancos centrais das economias avançadas decidiram desacelerar o ritmo de estímulos dados à economia. O *Federal Reserve* (FED) sinalizou intenção de finalizar o ciclo de corte de juros em dezembro. Enquanto isso, o Banco Central japonês também optou por não adotar novas medidas de estímulo monetário. O Banco Central Europeu (BCE) manteve a taxa de juros sobre depósitos em -0,50 p.a. e os estímulos monetários já anunciados. Os bancos centrais da Austrália, Nova Zelândia, Reino Unido, Filipinas e Israel são casos que interromperam seus ciclos de corte de juros ou frustraram expectativas de início de corte.

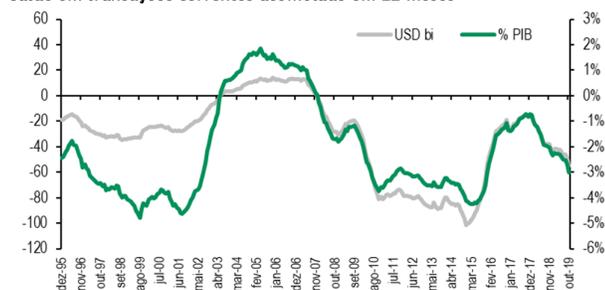
Fator importante para a concretização do cenário de desaceleração suave da economia global é a adoção de estímulos monetários e fiscais adicionais, principalmente na China, onde esperamos a continuidade dos anúncios de medidas de estímulo ao crédito. Para as demais economias emergentes, no curto prazo, 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, a volatilidade é inerente a este cenário, o que significa que as expectativas estão altamente vinculadas ao desenrolar do cenário de comércio mundial.

ECONOMIA BRASILEIRA

A agenda fiscal e microeconômica não avançou significativamente no Congresso após a aprovação da Reforma da Previdência no Senado no começo de novembro.

Apesar da ausência de noticiário político, houve bastante volatilidade nos mercados, causada pelas revisões estatísticas nas contas externas. O saldo de Transações Correntes, que representa o balanço das necessidades de financiamento externo do país que inclui balanço comercial e de renda, foi revisado em 1% do PIB. Passou de déficit de 2% do PIB no acumulado de 12 meses até setembro – patamar considerado de equilíbrio para as contas externas brasileiras – para 3% do PIB no acumulado até outubro. Esta revisão revelou que a economia brasileira apresenta fragilidade externa, mesmo sem expansão econômica acelerada. Tudo indica que essas contas continuarão sendo revisadas, porque ainda serão incorporadas revisões recentes das exportações e importações dos últimos três meses. Do lado positivo, as estatísticas de PIB foram revisadas.

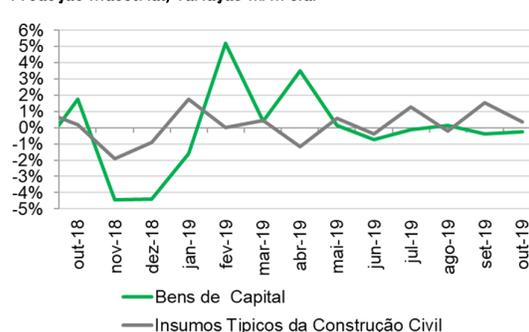
Gráfico 02
Saldo em transações correntes acumulado em 12 meses



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

A divulgação do PIB do 3º trimestre revelou um cenário de atividade econômica melhor, onde a demanda doméstica em 2019 até setembro cresceu em média 0,6% trimestralmente, enquanto crescia em média 0,3% em 2018. Além disso, também foram revistas as taxas de crescimento econômico de 2017 e 2018 para 1,3%, anteriormente apurado em 1,1%. Este foi o melhor resultado em 2019, puxado principalmente pelo consumo das famílias e construção civil estimulados por taxa de juros baixa e a liberação do saque do FGTS. Para frente, 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% da demanda doméstica seja mantido e a economia cresça 1,1% em 2019. Para 2020, acreditamos que a dinâmica de crescimento será mantida, resultando em 2% de crescimento econômico em 2020.

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



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

Na nossa opinião, esse cenário para a atividade ainda não deve causar pressões inflacionárias relevantes. Projetamos IPCA 2019 em 3,60% e IPCA 2020 em 3,85%, ou seja, inflação abaixo das metas estabelecidas. Esse cenário prescreve a manutenção de política monetária em terreno expansionista. Aproveitando o ciclo de afrouxamento monetário internacional, o Copom indicou que cortará mais 50 pbs em dezembro, podendo ainda realizar outros cortes em 2020. Por isso, esperamos que a Selic termine 2019 em 4,5% a.a. e finalizando o ciclo de afrouxamento monetário com Selic em 4% no 1º trimestre de 2020. Acreditamos que o processo de recuperação gradual da economia garante que o processo de normalização da política monetária seja necessário ao longo de 2021.

Ressaltamos que este cenário benigno de taxa de juros mais baixa no tempo, com inflação ancorada nas metas e aceleração do ritmo de crescimento depende da aprovação e implementação das pautas mais estruturais da agenda econômica. Por isso, acreditamos que o grau de afinamento político 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.



Gilberto Kfoury
Head Renda Fixa
e Multimercados

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

MOEDAS

O dólar se fortaleceu frente as moedas emergentes ao longo do mês de novembro. O Real apresentou a segunda pior performance ficando à frente apenas do Peso Chileno, onde as manifestações populares iniciadas no mês anterior persistiram ao longo do mês corrente. As turbulências nos países vizinhos aumentam o prêmio de risco da região. A grande frustração com o resultado dos leilões de petróleo e revisões ruins que ocorreram no dado de conta corrente foram responsáveis pela performance ruim da nossa moeda. A mesma iniciou o mês cotada próximo aos R\$4,00/US\$ e chegou a ser negociada a R\$4,27/US\$, o que representa uma desvalorização de aproximadamente 6,75%. O Banco Central do Brasil, enxergando processo disfuncional de formação de preço, atuou três vezes vendendo reservas no mercado à vista.

Após anos apresentando crescimento inferior aos principais pares, o Brasil aparenta estar ciclicamente melhor posicionado, tanto pelo diferencial de crescimento quanto pelo diferencial de juros prospectivos. Gostamos de explorar teses de valor relativo na moeda. As posições compradas são Real, Coroa Norueguesa, Dólar Australiano, Dólar Neozelandês, Lira Turca e Peso Mexicano. As posições vendidas são Franco Suíço, Euro, Rand Sul Africano, Rublo e Dólar Americano.

JUROS E INFLAÇÃO

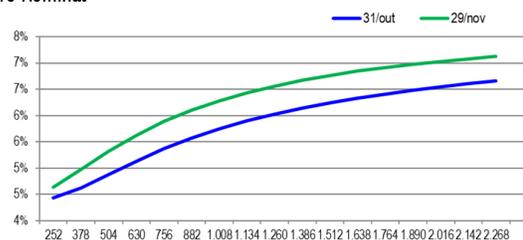
O MERCADO

O mês de novembro apresentou uma forte reversão na tendência positiva que o mercado de renda fixa vinha apresentando ao longo de todo o ano. O fraco desempenho do leilão do pré-sal foi o primeiro catalizador. Havia uma expectativa de forte entrada de recursos e dos quatro blocos ofertados dois ficaram sem propostas e a Petrobras arrematou 90% do maior bloco e 100% do outro bloco. A consequência foi a frustração dos que esperavam uma entrada forte de divisas que acabou por não acontecer e a moeda norte-americana entrou em um processo de alta ao longo de todo mês fazendo com que o Banco Central atuasse no mercado oferecendo a moeda estrangeira em momentos de disfuncionalidade.

A inflação corrente também deu um salto, puxada basicamente pelo setor de alimentos em função da alta no preço das proteínas, consequência direta do aumento da demanda do mercado chinês que vem sofrendo com a gripe suína. Também colaborou para a alta alguns preços administrados como o de energia elétrica e o de loterias. O dado fechado para 2019, que chegou a ter sua expectativa pelos agentes apenas um pouco acima de 3%, deve fechar o ano ao redor de 3,70%, ainda abaixo da meta. Apesar dessa forte revisão para cima ainda estamos confortáveis para a perspectiva inflacionária ao longo de 2020 pois vemos o hiato do produto bem aberto, oferecendo espaço para o Banco Central reduzir um pouco mais a taxa Selic. A alta do Dólar combinada

com uma postura um pouco mais conservadora do Banco Central fez com que os agentes revisassem as expectativas de queda muito além dos 4,50% que está precificado na curva de juros para o encerramento do ciclo.

Gráfico 05
Juro Nominal

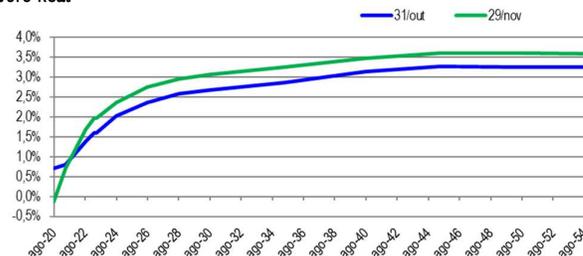


Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil

A curva de juros nominais subiu paralelamente a partir do vértice Jan22, com movimentos ao redor de 45bps. Nos vencimentos mais curtos as altas foram de menor magnitude. Já na curva de juros reais o movimento foi parecido, com altas ao redor de 35bps a partir da NTN-B 2022. Já as duas NTN-B de vencimento anterior (2020 e 2021) apresentaram quedas em função da forte alta na inflação corrente que gerou uma demanda por esses títulos.

O IRF-M encerrou o mês com uma variação de -0,46%, ficando 84bps abaixo do IMA-S que subiu 0,38%. O IMA-B se desvalorizou 2,45% com desempenho 283bps abaixo do IMA-S. Apesar do desempenho negativo, tanto o IFR-M quanto o IMA-B estão com desempenho significativamente superior ao IMA-S no ano e o mês de novembro não deve ser uma reversão da tendência positiva para esses índices.

Gráfico 06
Juro Real



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



O QUE FIZEMOS?

No início do mês nós retiramos a posição em juro nominal com vencimento em Jan21 diminuindo nossa exposição à política monetária. Na parcela de juros reais mantivemos as posições já detidas nas NTN-B 2022, 2028 e 2050.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo passou a ser de 25% em juro nominal e 75% em inflação. Em termos de prazo, passamos a ter 50% das posições ativas até 5 anos e 50% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos benchmarks com pequena redução em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

O movimento de abertura dos *spreads* de crédito se manteve durante o mês de novembro. Com início no mês de agosto e consequência de um ajuste técnico devido à queda da taxa Selic, o movimento acabou gerando e retroalimentando um problema de liquidez em alguns participantes do mercado. Com uma maior necessidade por liquidez, o mercado secundário se tornou vendedor, afetando os *spreads* de crédito e consequentemente a rentabilidade dos fundos de crédito. Devido aos maiores *spreads* de crédito e o mercado secundário mais ativo, o mercado primário se retraiu no mês de novembro.

Apesar do momento de abertura dos *spreads*, é importante ressaltar que as empresas continuam em situação financeira favorável e não há um aumento significativo do risco de *default*. Esperamos que no curto prazo a crise de liquidez se resolva e os *spreads* de crédito se normalizem.

Nesse cenário, continuamos conservadores em nossas alocações de crédito, dando preferência a bons emissores e aproveitando a maior rentabilidade dos ativos de crédito.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de novembro o Ibovespa chegou a ceder um pouco contaminado pela desvalorização do real, mas acabou se recuperando e terminou o mês no mesmo patamar que iniciou. Isso fez com que a volatilidade realizada do índice permanecesse abaixo dos 16% a.a., puxando a volatilidade implícita para abaixo dos 18% a.a.- patamar mais baixo do ano até o momento. O mercado continua apostando cautelosamente numa alta do índice para dezembro através de travas de alta, pois não acredita que essa alta seja substancial para o final do ano. Além disso o fantasma da guerra comercial não permite uma maior convicção nas posições. Estamos com travas de alta com vencimento em dezembro que devem ficar dentro do dinheiro.

No mercado de FX, o tão esperado leilão da cessão onerosa criou uma distorção considerável no Real em novembro. O mercado fez uma aposta relevante na compra da moeda local, esperando uma massiva entrada de recursos para esse leilão que não ocorreu. Isso fez com que a moeda desvalorizasse mais de 6% em 25 dias, ajudada pelas declarações inoportunas do ministro Paulo Guedes sobre o patamar do real e que culminou com a intervenção do Banco Central no mercado à vista, vendendo divisas. A volatilidade realizada teve uma alta de 1% a.a., que não teve efeito sobre a volatilidade implícita por dois motivos: muitas travas de baixa foram desfeitas e a presença do Banco Central na venda cria um teto temporário para o real. Continuamos com nossa trava de baixa alavancada, vendido em inclinação.





Gilberto Nagai
Head Renda Variável

RENDA VARIÁVEL

COMPORTEAMENTO DO MERCADO

Podemos dizer que novembro foi um mês de divergências. Enquanto as bolsas nos países desenvolvidos renovaram máximas históricas, mercados emergentes apresentaram performance negativa, afetados pela desvalorização de suas moedas. O principal fator que impulsionou o mercado foi a melhora da narrativa na novela *Trade War*, onde a “Fase1” do acordo parece estar encaminhada. Além disso, dados econômicos melhores que o esperado nos Estados Unidos e Europa suportaram a valorização dos ativos – o S&P subiu +2,4% e o EUROSTOXX +2,3%. Por outro lado, agitação social e protestos em Hong Kong e América Latina (Chile e Colômbia) influenciaram negativamente essas regiões, com forte desvalorização de suas moedas. O índice MSCI Emerging Markets caiu -1,6% no período, mesmo com *commodities* exibindo desempenho positivo – minério de ferro +2,9%, petróleo e cobre praticamente estáveis.

O Brasil foi um dos principais destaques negativos, com o Real se desvalorizando -5,61%. A moeda brasileira iniciou o movimento de depreciação após o leilão da Cessão Onerosa, quando investidores locais tinham a expectativa de grande fluxo de capital para o país. Com aumento da volatilidade, a moeda foi infectada por movimentos regionais (crise política no Chile e Colômbia) e chegou a ultrapassar o nível de 4,25. O Ibovespa ficou praticamente estável, mas, como dito anteriormente, o mês foi de divergências: empresas de mineração, siderúrgicas, papel & celulose apresentaram forte desempenho, enquanto ações de bancos e petrolífera (que haviam sido destaque positivo em outubro) caíram.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Devemos dividir a discussão em curtíssimo prazo (mês de dezembro) e 2020. Para dezembro, acreditamos que os dados de consumo devem impulsionar a atividade e mostrar o início da recuperação. Em partes devido ao efeito liberação de FGTS, e adicionalmente, a uma recuperação econômica devido aos impulsos monetários, melhora no emprego e expectativas. Por outro lado, podemos ter algumas incertezas vindas do mercado externo que impacte a percepção de risco.

Para 2020, também iremos quebrar a discussão em duas, cenário interno e externo. No cenário externo, 2020 deve ser um ano de grande volatilidade. Principalmente devido a expectativa de desaceleração econômica, juros baixos e discussões geopolíticas. O conflito entre Estados Unidos e China devem impactar de forma mais significativa a economia desses países no próximo ano. E consequentemente, a economia global. Nas discussões políticas teremos eventos importantes como: i) eleições nos EUA, ii) continuação do *Trade War*, iii) BREXIT, entre outros.

No cenário interno, continuamos confiantes principalmente devido: 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.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Novembro	0,38%	-0,46%	-0,71%	-2,45%	-0,28%	5,49%	0,95%	0,97%	5,14%
12 meses	6,09%	13,05%	13,13%	22,52%	13,30%	9,34%	20,93%	22,52%	43,38%

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.



FFC61.2019