



FOR PROFESSIONAL INVESTORS – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

OUTUBRO 2019

CENÁRIO ECONÔMICO

ECONOMIA INTERNACIONAL

Recentemente, o avanço das negociações comerciais entre EUA e a China e o adiamento da saída do Reino Unido da UE para 31 de janeiro de 2020, resultaram na melhora da perspectiva de crescimento econômico mundial para 2020 e, conseqüentemente, em melhora dos preços dos ativos. Em outubro, o maior otimismo com o cenário para o comércio gerou uma melhora marginal do PMI de manufaturado nos EUA. Contudo, o PMI de manufaturados global seguiu abaixo da linha d'água, na marca de 48,9 pontos (Gráfico 01), principalmente devido ao PMI de manufaturado emergente que permaneceu em trajetória de queda, alcançando a marca de 48,9 pontos, puxado pelo PIM manufaturado da Ásia em 47,8 pontos. Já os indicadores do setor de serviços ainda se mostram resilientes nas principais economias. Os indicadores de confiança permanecem em patamar expansionista (acima da linha d'água) e as taxas de desemprego perto de suas mínimas históricas.

Gráfico 01

Tabela PMI de Manufaturados

	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19
Emergentes	49.6	49.3	49.2	48.9
Economias Avançadas	49.0	49.0	48.9	49.0
China	49.7	49.5	49.8	49.3
Emergentes (ex-China)	49.5	49.1	48.7	48.6
Global	49.3	49.1	49.0	48.9

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

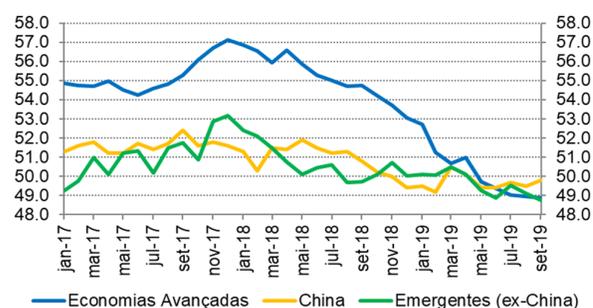


Tatiana Pinheiro
Economista Chefe
tatiana.pinheiro@br.bnpparibas.com

Olhando para frente, a expectativa ainda é que tanto o setor de serviços quanto o restante da economia global seja contaminado em algum grau pela fraqueza já observada no setor industrial. Entretanto, o grau de impacto parece que será minimizado pelos efeitos do recente afrouxamento monetário internacional, se prevalecer o cenário de redução dos conflitos comerciais e, eventual, redução de tarifas de importações.

Gráfico 02

Evolução do PMI industrial entre as economias



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

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 cortou a taxa de juros em -25 bps, pela terceira vez consecutiva, mas sinalizou intenção de finalizar o ciclo em



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

dezembro. Enquanto isso, o Banco Central Japonês também optou por não adotar novas medidas de estímulo monetário e o BCE decidiu manter a taxa de juros sobre depósitos em -0,50 p.a. e apenas seguir com os estímulos monetários já anunciados na última reunião de Mário Draghi como presidente da instituição. Já os Bancos Centrais da Austrália, Coreia do Sul, Indonésia, Turquia e Brasil, deram continuidade à política de afrouxamento monetário e cortaram a taxa de juros em outubro.

Acreditamos que a desaceleração da atividade global em 2020 pressionará as principais economias a realizarem estímulos monetários e fiscais adicionais, com intuito de suavizar o movimento de fim de ciclo econômico mundial. Por isso, esperamos que o FOMC corte a taxa de juros básica em dezembro, totalizando um ciclo de afrouxamento monetário de 100 bps. Além disso, esperamos que a China continue anunciando medidas de estímulo ao crédito.

Desta forma, o cenário base é de desaceleração do crescimento econômico mundial e alta liquidez. Para as 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.

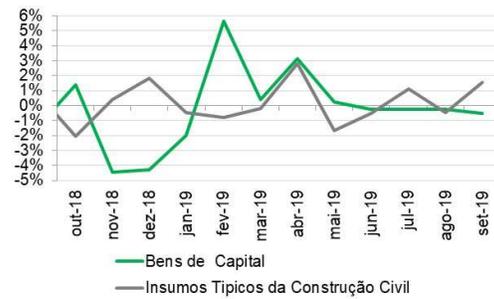
ECONOMIA BRASILEIRA

As agendas fiscal e microeconômica tiveram uma evolução importante no Congresso. O processo de aprovação da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) da Reforma da Previdência finalmente foi concluído, com a poupança nos próximos 10 anos, estimada pelo Governo, de R\$800 bilhões. A aprovação do projeto de lei que estabelece o novo marco legal do saneamento foi concluída na Câmara do Deputados e deve ser concluída no Senado neste ano.

O processo de recuperação da atividade econômica continua muito gradual, como indicam as evoluções da confiança do consumidor e do empresário, todas abaixo da linha d'água de 100. Esperamos que o PIB cresça próximo de 0,2% t/t no 3º trimestre. O investimento não deve manter o ritmo forte observado no 2º trimestre, o que já foi revelado nas variações mensais da produção de bens de capital e insumo da construção civil de julho a setembro. O consumo das famílias pode acelerar marginalmente do ritmo de crescimento em 0,3% t/t observados nos trimestres anteriores, contudo as exportações devem seguir a tendência de contração vista desde o começo do ano. Para o final do ano, a liberação de recursos do FGTS e do PIS/PASEP deve impulsionar temporariamente o consumo das famílias e o faturamento dos setores de serviços, principalmente o segmento de comércio. Por isso, esperamos um crescimento de 0,8% em 2019 e de 2% em 2020.

Gráfico 03

Produção Industrial, variação m/m s.a.



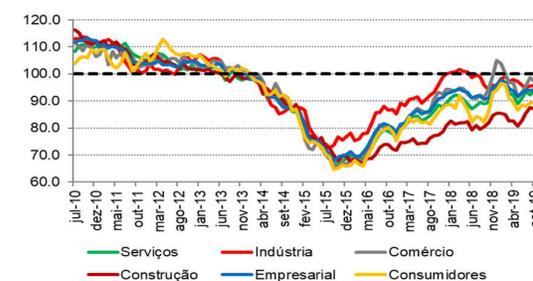
Fonte: IBGE e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Na nossa opinião, esse cenário para a atividade garante a ausência de pressões inflacionárias relevantes. Projetamos IPCA 2019 em 3,45% e IPCA 2020 em 3,85%, ou seja, inflação abaixo das metas estabelecidas. Esse cenário prescreve a adoção de política monetária expansionista. Assim, aproveitando o ciclo de afrouxamento monetário internacional, o Copom cortou 50 bps da Selic nas últimas três reuniões, indicando que cortará mais 50 bps em dezembro e abrindo espaço para que haja mais cortes em 2020. Por isso esperamos que a Selic termine 2019 em 4,5% a.a., e que o ciclo de afrouxamento monetário se encerre com Selic em 4% no 1º trimestre de 2020. Acreditamos que o processo de recuperação gradual da economia abre espaço para que o processo de normalização da política monetária só seja necessário ao longo de 2021.

Ressaltamos que este cenário benigno de taxa de juros mais baixa no tempo, com inflação ancoradas nas metas e aceleração do ritmo de crescimento depende da aprovação e implementação das pautas mais estruturais da agenda econômica ao longo do tempo. 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.

Gráfico 04

Confiança Consumidor, Empresário, Industria e Serviços



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

RENDA FIXA E MULTIMERCADO



Gilberto Kfourri
Head Renda Fixa
e Multimercados

MOEDAS

Dois importantes fatores foram responsáveis pelo fortalecimento generalizados das moedas frente ao dólar: o melhor desenrolar dos eventos geopolíticos mapeados - guerra comercial e Brexit - e o afrouxamento monetário dos principais Bancos Centrais. O destaque negativo de retorno no mês foi o peso chileno, devido a onda de protestos que assola o país.

No Brasil, a finalização do processo de aprovação da Reforma da Previdência no Senado e a expectativa de um grande fluxo advindo do leilão da cessão onerosa contribuíram positivamente para a performance da moeda. A postura cautelosa adotada pelo BCB quanto a cortes adicionais nos juros após os 50bps sinalizados para a última reunião do ano, freia, pelo menos no curto prazo, a espiral de consecutivas revisões para baixo do mercado para a SELIC terminal, o que gera um ambiente mais positivo para o Real. Após anos apresentando crescimento inferior aos principais pares, o Brasil nos parece 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, Dólar Canadense e Yen Japonês. As posições vendidas são Peso mexicano, Fraco suíço e Dólar americano.

JUROS E INFLAÇÃO

O MERCADO

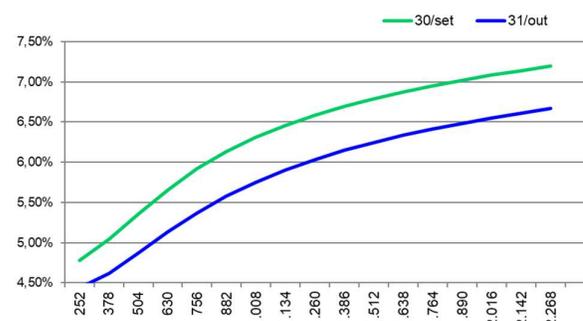
O mês de outubro foi bem positivo para o mercado de juros com impulsos vindos do exterior e também do *front* doméstico. Do lado externo, vimos um bom encaminhamento da fase 1 da disputa comercial entre Estados Unidos e China. Apesar de ainda não estar formalmente fechado, o mercado já dá como favas contadas que essa primeira fase está superada, o que acabou por impulsionar os ativos de risco mundo afora. O mercado acionário foi o mais beneficiado e as taxas mais longas subiram apesar do Federal Reserve entregar mais uma queda na taxa dos FED Funds. Começa a prevalecer também a sensação de que o mundo não entrará em recessão e que o pior pode ter ficado para trás.

Localmente os dados de inflação continuam vindo em patamares bastante confortáveis. Se não fosse pelo reajuste nas loterias e a mudança para bandeira vermelha 1 nos preços de energia, o Banco Central correria o risco de ver a inflação de 2019 chegar bem perto do piso do sistema de bandas. Para 2020 as expectativas continuam confortavelmente abaixo do centro da meta permitindo ao Banco Central reduzir pela terceira vez consecutiva a taxa básica em 50bps para 5% a.a. Não bastasse essa redução, o mesmo sinalizou um novo corte da mesma magnitude na reunião do Copom de dezembro. A partir de 2020 a decisão vai depender dos dados, mas a autoridade monetária fez questão de conter as expectativas do

mercado, o qual chegou a projetar a taxa terminal abaixo de 4%. Acreditamos que a inflação não será um empecilho para que o BCB possa reduzir em mais 100bps a taxa base, porém reduzindo o passo na primeira reunião do próximo ano.

Gráfico 05

Juro Nominal



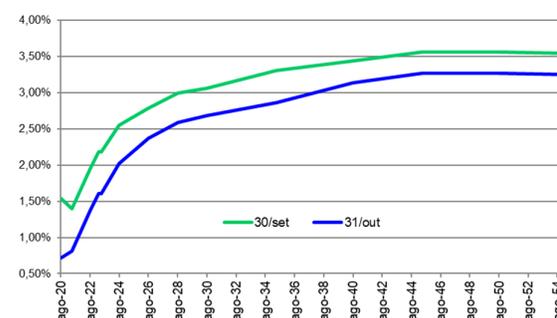
Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil

A curva de juros nominais apresentou quedas importantes com maior destaque para os vencimentos a partir de Jan22, que reduziram cerca de 65bps. A curva de juros reais, por sua vez, apresentou quedas ao redor de 40bps (já levando em conta o carregamento negativo) para os vencimentos até 2035. As NTN-Bs de prazos mais longos caíram cerca de 30bps, aumentando ainda mais a inclinação.

O IRF-M encerrou o mês com valorização de 1,70%, ficando 122bps acima do IMA-S, que subiu 0,48%. O IMA-B se valorizou 3,36% com desempenho 288bps superior ao IMA-S.

Gráfico 06

Juro Real



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



O QUE FIZEMOS?

No início do mês adicionamos uma posição em juro pré-fixado no vértice Jan25 que ajudou na geração de alfa e nos deixa menos expostos às decisões de 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 55% em juros nominal e 45% em inflação. Em termos de prazo, passamos a ter 65% das posições ativas até 5 anos e 35% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks* com pequeno aumento em relação ao fechamento do mês anterior.

RENTA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de outubro o índice Bovespa apresentou alta considerável, reflexo da melhora tanto no mercado local (continuação da tendência de juros descendentes e aprovação final da Reforma da Previdência), quanto no mercado externo (alívio das tensões comerciais entre China e EUA e conseqüente reflexo no crescimento global). Dessa forma, tivemos uma queda considerável da volatilidade realizada para 14,5%, levando a volatilidade implícita para 18%. Esse cenário foi bem positivo para nossas posições compradas em travas de alta e com venda de opções de compra fora do dinheiro com vencimento em dezembro.

No mercado de câmbio, o real teve uma valorização de mais de 4% se usarmos como parâmetro as máximas dentro do mês. A melhora do cenário internacional, a atuação correta do BCB em trocar reservas por derivativos e a proximidade com a cessão onerosa contribuíram para essa valorização. Nossa posição funcionou muito bem nesse cenário com queda cadenciada do dólar e ligeira queda da volatilidade implícita. Mantemos nossa posição e devemos mais adiante vender mais opções de venda com preços de exercício abaixo de 3750 para se beneficiar do carregamento.

CRÉDITO PRIVADO

Desde agosto temos visto um movimento de abertura nos *spreads* de crédito, que até então vinham bastante pressionados. Esse movimento se intensificou no mês de outubro, com diversas emissões sendo revistas e reprecificadas pelos bancos coordenadores, principalmente aquelas que foram estruturadas há alguns meses atrás, quando o cenário era bastante diferente.

A abertura dos prêmios também foi impulsionada pela menor demanda por parte dos investidores, que têm sido mais conservadores, preservando a liquidez dos fundos. Entre as emissões que estão no mercado hoje, temos visto uma preferência pelas debêntures de infraestrutura e uma menor demanda pelas indexadas ao CDI. Nossa percepção é de que

ainda se trata de um ajuste, em função da tendência de queda da Selic, dado que a qualidade de crédito e situação econômico financeira das empresas continuam favoráveis.

Nesse cenário, estamos sendo mais conservadores nas nossas alocações, dando preferência para prazos mais curtos e selecionando bons emissores com boas oportunidades de *spreads*. Olhando para frente, esperamos que este novo patamar de taxas dos papéis de crédito se estabilize e reflita num melhor carregamento para os fundos nos próximos meses.





Gilberto Nagai
Head Renda Variável

RENDA VARIÁVEL

COMPORTAMENTO DO MERCADO

A divulgação de um dado relacionado à atividade industrial nos Estados Unidos combinado com comentários mais duros de ambos os lados na novela *Trade War*, afetou a confiança dos investidores e fez com que o mês de outubro iniciasse com uma forte realização dos mercados globais. O bom humor veio a tona após chineses e americanos anunciarem a “Fase 1” de um acordo comercial. Terminamos o mês com o Ibovespa (+2,36%) e o S&P (+2,04%) nas máximas históricas após boa aceitação da ação dos Bancos Centrais – no Brasil vimos um corte de 0,50% e nos EUA 0,25%, com comunicação clara em relação aos próximos passos da política monetária em ambos os países. Na Europa, vimos novos episódios do Brexit, tema que continua sem resolução final. Apesar número do PIB chinês do terceiro trimestre vir abaixo do esperado, o caminho para resolução do impasse comercial fez com que o desempenho da bolsa de Shanghai fosse positivo (+0,82%).

Juntamente com o sentimento do mercado, o preço das *commodities* se recuperou ao longo de outubro. O índice da Bolsa de Metais de Londres subiu +1,5% enquanto o petróleo Brent subiu +1,95%. Por outro lado, os estoques de minério de ferro na China aumentaram e o preço caiu -3,19% em dólares.

O bom desempenho do Ibovespa pode ser atribuído principalmente a performance de bancos e da Petrobrás. A petrolífera que colaborou com mais de mil pontos para o índice, surfou a melhora do preço da *commodity* e apresentou um bom resultado, com crescimento de produção – fator relevante para a precificação desta ação. Do lado negativo, a ação de uma cervejaria sofreu bastante após o resultado e foi o principal peso para a bolsa. A temporada de resultados, iniciada no dia 23, trouxe ainda outras surpresas e impactou, positiva e negativamente, várias empresas.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

O cenário externo parece ter melhorado na margem, principalmente devido ao entendimento da “Fase 1”, o que diminuiu nossa preocupação de curto prazo. Continuamos com a mentalidade que as ofertas de capital permanecem, com pressões de venda por parte do BNDES e de empresas (*follow-on's* e *IPOs*).

Nosso otimismo estrutural continua, devido às reformas microeconômicas. Notícias recentes mostram o projeto do governo para atingir uma estrutura de gastos e dívida pública mais saudável no longo prazo. Além disso, esperamos leilões para as concessões de infraestrutura.

Acreditamos que nesse momento a seleção adequada de ativos será mais relevante do que apenas uma tendência de mercado.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL	IDIV
Outubro	0,48%	1,70%	1,72%	3,36%	1,65%	-3,85%	2,36%	2,20%	2,28%	1,52%
12 meses	6,20%	14,69%	14,80%	26,74%	13,78%	7,70%	22,64%	24,80%	42,89%	39,23%



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. 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. 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 60.2019



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager for a changing world