

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL – SETEMBRO



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.....4

Juros & Inflação.....5

Renda Variável.....7

Crédito Privado.....8

Segmento de Renda Variável

Comportamento do mercado.....8

O que esperamos para frente.....8

ÍNDICES

	Setembro	12 meses
CDI	0,47%	6,28%
IRF-M	1,44%	16,83%
IMA-B	2,86%	31,37%
IMA-B5	1,74%	15,40%
IMA-GERAL	1,46%	16,78%
DÓLAR	0,63%	4,01%
IBOVESPA	3,57%	32,02%
IBrX	3,21%	34,84%
SMLL	2,08%	57,29%
IDIV	1,89%	52,83%

Fonte: Quantum Axis. Elaboração: BNPP AM Brasil



CENÁRIO ECONOMICO

TATIANA PINHEIRO
Economista Chefe
BNP Paribas Asset Management

ECONOMIA INTERNACIONAL

Após o acirramento da guerra comercial entre EUA e China em agosto, o tema em setembro foi o aprofundamento do relaxamento monetário no mundo. O BCE cortou -10 bps da sua taxa de referência para -0,5% a.a. e anunciou a volta do afrouxamento quantitativo monetário, enquanto o Fed anunciou mais um corte de -25 bps na Fed Fund (taxa básica de juros). O movimento nas principais economias foi acompanhado pelo resto do mundo, com os bancos centrais de Brasil, México, Egito, Filipinas, China, Turquia, Rússia, Chile e Austrália também cortando a taxa de juros de referência.

Esse movimento de afrouxamento monetário é explicado pela fraqueza da indústria global e a perspectiva de ampliação da fraqueza econômica para os demais setores com a continuidade da desaceleração do comércio mundial. O PMI de manufaturados na Europa caiu para 45,7, devido à fraqueza do setor na Alemanha, principal economia da região, que registrou PMI de manufaturados em 41,7, o menor patamar desde a crise de 2009. Nos EUA e na China a situação é similar, com o PMI de manufaturados americano (medido pelo ISM) permanecendo abaixo da linha d'água de 50 pelo 2º mês consecutivo e o PMI de manufaturados chinês (medido pela IHS Markit) em patamar contracionista desde fevereiro. Assim, segundo nossas estimativas o PMI de manufaturados global caiu novamente em

setembro, para 49 pontos. O setor de serviços ainda se mostra resiliente nas principais economias, com as taxas de desemprego nas economias avançadas em patamares bastante baixos em termos históricos. Porém, olhando para frente, a expectativa é que o setor de serviços seja contaminado em algum grau pela fraqueza do setor industrial, resultando em recessão na Europa e desaceleração nos EUA e na China no próximo ano.

Gráfico 01

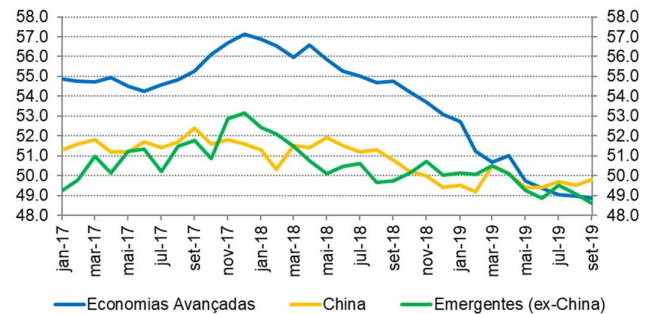
Tabela PMI de Manufaturados

	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19
Emergentes	49.1	49.6	49.2	49.1
Economias Avançadas	49.4	49.0	49.0	48.9
China	49.4	49.7	49.5	49.8
Emergentes (ex-China)	48.9	49.5	49.1	48.6
Global	49.2	49.3	49.1	49.0

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

Gráfico 02

Evolução do PMI industrial entre as economias



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

Acreditamos que o cenário negativo para a atividade global pressionará as principais economias a realizarem estímulos monetários e fiscais adicionais, com intuito de suavizar o movimento de fim de ciclo econômico mundial. Esperamos que o Fed corte mais 2 vezes a sua taxa de juros em 2019, totalizando um ciclo de corte de 100 bps, enquanto o BCE deve cortar mais 1 vez. Além disso, a China deve continuar anunciando medidas de estímulo ao crédito.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

Desta forma, o cenário base é de crescimento econômico mundial baixo 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 ressaltamos na carta passada, volatilidade é inerente a este cenário, o que significa que as expectativas estão altamente vinculadas ao desenrolar do cenário de comércio mundial.

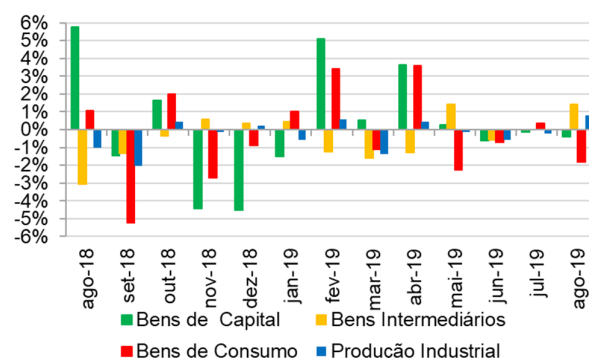
ECONOMIA BRASILEIRA

As agendas fiscal e microeconômica tiveram uma evolução importante no Congresso Nacional. O processo de aprovação da proposta de emenda constitucional (PEC) da Reforma da Previdência finalmente chegou à reta final. Após a Reforma passar na Comissão de Constituição e Justiça duas vezes, ela foi votada em primeiro turno no plenário do Senado no começo de outubro. Apesar da diluição adicional da Reforma em cerca de R\$76 bilhões neste último passo, com a manutenção da regra atual de concessão do abono salarial, o que reduziu o total de poupança em 10 anos de R\$ 900 bilhões para R\$800 bilhões. A Reforma da Previdência deve ser promulgada no final de outubro, finalizando a primeira etapa da agenda de ajuste fiscal. Além da Reforma da Previdência, o Congresso também aprovou outras medidas importantes do pacote de reformas econômicas, como a MP da Liberdade Econômica e a Lei Geral das Teles. A atividade econômica continua em fraco processo de recuperação, como mostrado pelas confianças do consumidor e do empresário, todas abaixo da linha d'água de 100. Esperamos que o PIB cresça muito próximo de 0% t/t no 3º trimestre. O investimento não

deve manter o ritmo forte observado no 2º trimestre, o que já é observado na produção de bens de capital em julho e agosto. O consumo das famílias deve manter o ritmo de crescimento em 0,3% t/t e 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 0,7% em 2019 e de 2% em 2020. Este cenário de atividade econômica de garantir, em nossa opinião, cenário sem pressões inflacionárias relevantes. Projetamos IPCA 2019 em 3,6%, abaixo da meta pelo terceiro ano consecutivo, e IPCA 2020 em 4%, exatamente na meta.

Gráfico 03

Produção Industrial, variação m/m s.a.



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

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 duas últimas reuniões, deixando claro no comunicado que há espaço para mais cortes. Por isso esperamos que a Selic termine 2019 em 4,5% a.a., com a possibilidade de mais cortes no começo do ano de 2020, alcançando 4% a.a no 1º trimestre. Acreditamos que o processo de recuperação



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

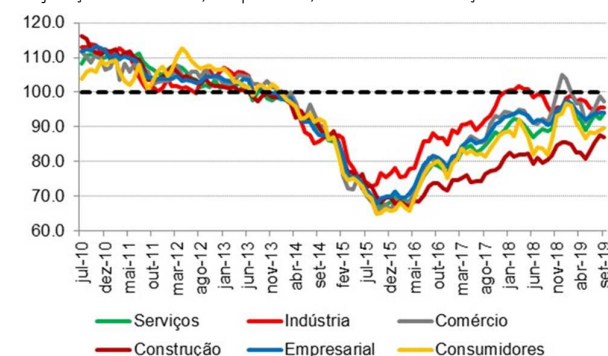
The asset manager
for a changing
world

gradual da economia abre espaço para que o processo de normalização da política monetária só seja necessário ao longo de 2021.

Contudo ressaltamos que para 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 na agenda econômica ao longo do tempo. Por isso, acreditamos que o grau de afinamento político nas discussões da Reforma Tributária e de medidas da agenda microeconômica são os fatores idiossincráticos 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? 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, Industrial e Serviços



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



MOEDAS

O pano de fundo já conhecido, de tensões comerciais, se juntou a dados fracos no setor manufatureiro dos Estados Unidos aumentando ainda mais a incerteza quanto ao crescimento prospectivo do mundo.

Em relação ao Real, o novo cenário de juros baixos desencadeou uma mudança no comportamento das empresas brasileiras, as quais costumavam emitir dívida em Dólar, e passaram a emitir dívida no mercado local (observado na taxa de rolagem que é consistentemente abaixo de 100%). Essa mudança gera uma pressão sobre o mercado *spot* que se traduz em um cupom cambial curto pressionado. O Banco Central do Brasil identificou esse processo e ajustou a intervenção no mercado de câmbio para atender a essa nova demanda, vendendo *spot* e se desfazendo de seu estoque de *swap* cambial. No curto prazo, dia 6 de novembro, o governo brasileiro realizará um enorme leilão de petróleo chamado "cessão onerosa", com potencial para gerar aproximadamente US\$ 18,0 bilhões de entrada em um horizonte de dois meses, podendo contribuir para uma valorização do BRL.

A *performance* das moedas ao longo do mês foi dispersa. O Real ficou no campo negativo do espectro, aumentando ainda mais seu prêmio em relação aos pares. Acreditamos haver uma grande quantia de fatores negativos no preço do Real que nos permitem explorar *trades* de valor relativo contra as demais

moedas emergentes. Estamos comprados em Real, Coroa Norueguesa, Dólar Americano e recentemente Lira Turca. As posições vendidas são Rand Sul-Africano, Euro e Peso Mexicano.

JUROS & INFLAÇÃO

O MERCADO

A tensão comercial entre EUA e China tem sido marcada por um padrão de idas e vindas. Observando os mercados dos últimos dois meses, claramente pudemos observar esse “ciclo” acontecendo, com piora no final de agosto e melhora em setembro. Um efeito mais perene desse “cabo de guerra” é seguramente a deterioração nas expectativas de crescimento global que traz como consequência natural a continuidade no cenário desinflacionário nas principais economias afetando o mercado de renda fixa. A taxa do *bond* de 10 anos nos Estados Unidos até ensaiou uma alta ao longo do mês, mas a mesma não se sustentou. O volume de recursos investidos a taxas negativas só aumenta, o que tem gerado um impacto também sobre o nosso mercado de juros.

No *front* doméstico continuamos a ver as expectativas de inflação serem revisadas para baixo, não apenas para 2019, mas também para o próximo ano. Além disso, vimos a Reforma da Previdência avançar mais um passo restando apenas mais uma votação no Senado para sua finalização. Outro ponto importante foi o destravamento do leilão da cessão onerosa que vai ajudar tanto do ponto de vista fiscal, com entrada de recursos para União, estados e municípios, como para investimentos futuros vindos do setor privado.

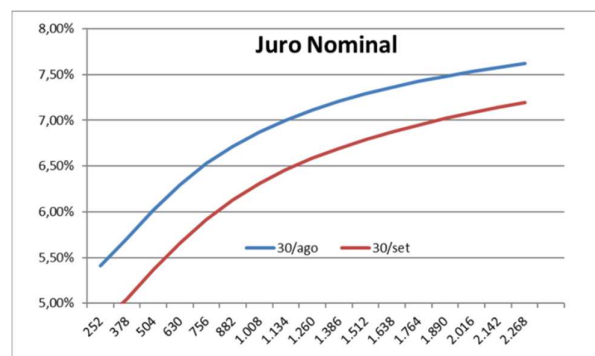
Dadas essas condições o Banco Central reduziu pela segunda vez consecutiva a taxa básica de juros em

50bps passando para 5,5% a.a. e sinalizando claramente que o ciclo pode ser bem mais extenso.

A curva de juros nominais caiu entre 40 e 60bps, sendo que os maiores movimentos ocorreram perto de 3 anos de vencimentos e os extremos se reduziram menos. A curva de juros reais por sua vez apresentou quedas de cerca de 50bps (já levando em conta o carregamento negativo) para os vencimentos 2021, 2022 e 2023. As NTN-B's de prazos mais longos caíram um pouco mais de 20bps, aumentando a inclinação.

O IRF-M encerrou o mês com valorização de 1,44%, ficando 97bps abaixo do IMA-S que subiu 0,47%. O IMA-B se valorizou 2,86% com desempenho 239bps superior ao IMA-S.

Gráfico 05



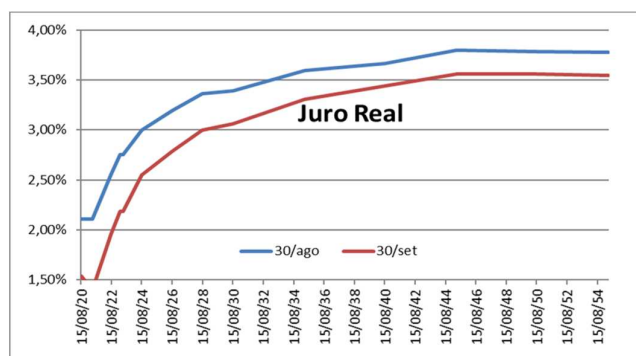
Fonte: Anbima e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

Gráfico 06



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

O QUE FIZEMOS?

Dado nosso cenário que contempla um ciclo maior do que o precificado no mercado nós efetuamos um encurtamento das carteiras saindo das posições mais longas em juros nominais (Jan23 e Jan25) e aumentando no vértice Jan21. Na parcela de juros reais mantivemos as posições já detidas nas NTN-B 2022, 2028 e 2050.

OLHANDO PARA FRENTE

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

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de setembro tivemos uma recuperação expressiva do índice Bovespa motivado por um movimento orquestrado dos bancos centrais de redução de juros para evitar uma desaceleração econômica global. Além disso o BCB deixou uma mensagem clara de que novos cortes são prováveis. Nesse ambiente positivo para o mercado acionário local, tivemos uma queda da volatilidade implícita para patamares inferiores a 20%, mas com uma manutenção da inclinação da curva de volatilidade em função da constante venda de volatilidade de opções de compra fora do dinheiro. Continuamos com as travas de alta para outubro e venda de inclinação para dezembro que continua a abrir.

No mercado de FX, o Real continuou próximo da importante resistência dos R\$4,20/Dólar, variando basicamente entre R\$ 4,15 e R\$4,17 durante o mês. Isso fez com que a volatilidade realizada despencasse para próximo de 10%, mas sem alterar a volatilidade implícita que ficou ao redor de 12,70%. Não acreditamos que a moeda deva se sustentar nesse patamar e compramos para fevereiro uma trava de opção de venda, preços de exercício 4050 e 3950. Para reduzir o custo e carregamento vendemos outra opção de venda preço de exercício 3750, um importante suporte da moeda desde 2018.

CRÉDITO PRIVADO

Setembro ainda se mostrou um mês fraco em termos de novas emissões, seguindo o ritmo de agosto.

Após uma reprecificação das taxas ocorrida no mês de agosto, as novas emissões têm se mantido neste novo patamar. Além disso, já observamos uma forte migração das novas emissões para CDI+.

No mês de setembro, os destaques foram a 1ª emissão de Letras Financeiras do Banco John Deere com um volume de R\$ 300 milhões, vale mencionar que os bancos de montadora vêm emitindo LF como alternativa ao BNDES/FINEM. O segundo destaque foram as debêntures da Petrobras com um volume de R\$ 3 bilhões e cancelamento da série voltada ao público institucional dada a baixa demanda dos investidores, sendo 100% da emissão alocada nas duas séries de infraestrutura (Lei 12.431/2011).

No mês de outubro, já observamos uma forte retomada, com um *pipeline* de emissões que já soma mais de R\$12 bilhões, entre elas Usiminas, Suzano, Regis Bittencourt, Autoban, Rumo, Enel Volta Grande, TAESA, FIDC Acqio, FIDC Syngenta, Banco Volkswagen, Banco CNH, Banco Carrefour e Banco Omni.

Vale destacar que alguns destes emissores são empresas que emitiam quase que exclusivamente no mercado internacional, mas que devido às condições mais favoráveis do mercado local, em termos de taxas e prazos mais longos tem migrado para o mercado local.

Outro acontecimento do mês de setembro foi o leilão da Rodovia BR 364/365 (o primeiro do Governo Bolsonaro), vencido pela Ecorodovias, com mais de

30% de deságio na tarifa e compromisso de investimento de R\$ 5 bilhões na nova concessão. No próximo mês vamos acompanhar outro leilão bastante relevante para o setor, o da Rodovia Piracicaba-Panorama (PIPA), com uma extensão de 1.270 Km e investimentos de R\$ 14 bilhões. Ambos os projetos devem ser financiados em parte com debêntures de infraestrutura.



RENDA VARIÁVEL

GILBERTO NAGAI
Head de Renda Variável
BNP Paribas Asset Management

RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

Setembro foi marcado pelo alívio na novela *Trade War*. Tanto o presidente Trump quanto os oficiais chineses tentaram negociar para chegada em um acordo. Além disso, o Fed (Banco Central Americano) cortou a taxa de juros em 0,25%, conforme esperado pelo mercado. Ainda nos Estados Unidos, Donald Trump começa a enfrentar um processo de *impeachment*, trazendo a atenção do mercado para o embate político americano - as eleições presidenciais serão em novembro do próximo ano, mas as primárias acontecem no início do ano. Outra importante discussão durante o mês foi a saída do Reino Unido da União Europeia: o tema continua sem definição. Na Ásia, os dados econômicos chineses seguem fracos e os analistas continuam a revisar seus números para baixo. Mesmo assim, a bolsa e a moeda chinesa ficaram estáveis.

Uma alta relevante na volatilidade do preço das *commodities* foi observada, principalmente no petróleo. O maior parque produtivo do mundo foi atacado por drones, cortando pela metade a capacidade produtiva da Arábia Saudita. A incerteza quanto ao tempo necessário para retomar a produção fez o Brent subir mais de 14% em um dia, maior valorização diária desde 2009. Outra *commodity* que costumamos comentar, o minério de ferro teve uma excelente recuperação de preços, mesmo com os dados da China piores. A demanda pela matéria prima

continua forte enquanto a normalização de oferta ainda não aconteceu.

O Ibovespa fechou o mês mais positivo, no maior fechamento mensal (104.700 pontos). O corte de juros de 50 pbs apoiado com a expectativa de outros cortes impulsionou os ativos de risco locais. Olhando para as ações, o que nos chamou mais atenção durante o mês foi a rotação dos ativos de qualidade para os "largados", que estavam com *performance* mais fraca durante o ano.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Continuamos com a mesma mentalidade que a bolsa poderia trabalhar lateralmente no curto prazo, devido à aversão a risco do investidor global, bem como o possível *pipeline* de ofertas de capital: IPOs, *follow-ons* e possíveis desinvestimentos do BNDES podem somar mais R\$50 Bi.

No longo prazo estamos mais otimistas, principalmente com as reformas microeconômicas e a suas contribuições para um crescimento sustentável. Esse cenário é mais benéfico para as empresas, se comparado com uma atividade muito forte de forma recorrente.

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



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 57.2019



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**The asset manager
for a changing
world**