

# RELATÓRIO MENSAL

# BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL



## CONTEÚDO

### Cenário Econômico

Economia Internacional.....	2
Economia Brasileira.....	2

### Segmento de Multimercado e Renda Fixa

Moedas.....	5
Juros & Inflação.....	5
Renda Variável.....	7
Crédito Privado.....	8

### Segmento de Renda Variável

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

## INDICADORES

	Outubro	12 meses
CDI	0,65%	11,11%
IRF-M	0,10%	16,15%
IMA-B	-0,38%	14,59%
IMA-B5	0,48%	13,48%
IMA-GERAL	0,13%	13,93%
DÓLAR	3,44%	3,01%
IBOVESPA	0,02%	14,45%
IBrX	-0,13%	14,91%
SMLL	-1,48%	30,25%
IDIV	0,29%	23,99%

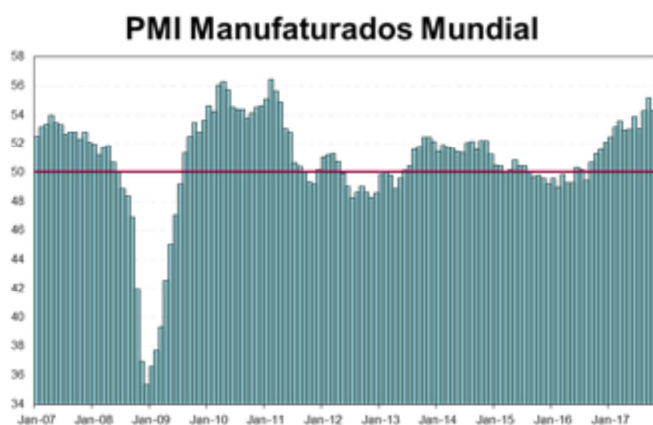
Fonte: BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM



## ECONOMIA INTERNACIONAL

A atividade mundial continuou robusta no mês passado. O nosso indicador PMI Manufaturados passou de 55,2 pontos em setembro para 54,3 em outubro, patamar compatível com crescimento do PIB real mundial em torno de 3,5%. Os países desenvolvidos permanecem com destaques positivos, especialmente a zona do Euro.

Gráfico 01



Fonte: Bloomberg & BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

A política monetária expansionista do Banco Central Europeu continua impulsionando a demanda na região. Assim, a produção tem acelerado e beneficiado a geração de empregos. O aumento da massa salarial impulsiona adicionalmente o consumo das famílias e a produção interna. Assim, o nível de utilização da capacidade instalada já retornou para patamar compatível com recuperação dos investimentos. Isso

reforça nossa expectativa favorável para os países da Zona do Euro.

Nos EUA, a baixa taxa de juros continua incentivando o consumo pessoal e, conseqüentemente, as encomendas e a produção. A taxa de desemprego atingiu apenas 4,1%, o menor patamar desde dezembro de 2000. Assim, o FED (Banco Central Americano) deve seguir sua estratégia de normalização gradual da taxa de juros ao longo dos próximos trimestres.

Na China, o governo deve continuar gerenciando a política monetária para manter o ritmo de crescimento em torno da meta de 6,5% para esse ano.

Portanto, diante do forte ritmo de crescimento da atividade, os principais bancos centrais devem manter a estratégia de retirar gradualmente os estímulos monetários aplicados durante os últimos nove anos.

## ECONOMIA BRASILEIRA

A atividade permanece em recuperação gradual, impulsionada pela liberação do FGTS no primeiro semestre desse ano. Reiteramos a expectativa de forte aceleração do PIB real para 3,7% no próximo ano, com a liberação do PIS/Pasep e o ciclo de redução da taxa Selic. O ciclo de afrouxamento monetário está diminuindo a taxa de juros na concessão de crédito para pessoa física, o que incentivará um processo de renegociação de dívida e queda do comprometimento de renda com serviço de dívida. Naturalmente, menor desembolso com pagamento de juros significará maior montante de recursos que será destinado ao consumo das famílias.



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

Gráfico 02



Fonte: BCB. Elaboração: BNP Paribas AM.

Importante notar que a taxa de juros média na concessão de crédito para pessoa física já recuou de 43% a.a. em dezembro de 2016 para 34% a.a. em setembro deste ano. No caso do crédito imobiliário essa diferença é mais perceptível, a taxa de juros passou de 11,3% a.a. em julho do ano passado para 8,5% a.a. no mês passado. Uma pessoa que decidiu tomar um financiamento imobiliário de R\$ 150 mil em meados do ano passado está pagando juros de R\$ 16,95 mil ao ano. Se essa pessoa conseguir renegociar sua dívida para a atual taxa de juros de mercado, reduziria o pagamento de juros para R\$ 12,75 mil ao ano, economia de R\$ 4,2 mil ao ano. Isso é apenas um exemplo para mostrar que existe um bom incentivo para parte da população tentar alguma renegociação de dívida.

Gráfico 03



Fonte: IBGE & BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

A recuperação da atividade e o aumento do custo de produção têm começado a pressionar marginalmente os indicadores de inflação. A recuperação do mercado de trabalho aumentou a massa salarial em 3,9% nos últimos doze meses e, conseqüentemente, começou a reduzir a sensibilidade dos consumidores ao preço. Além disso, encontramos indícios de aumento do custo de produção, especialmente com a aceleração de preços no atacado. Assim, entendemos que a resposta natural das empresas será repassar o aumento de custo aos consumidores, o que deverá implicar em aceleração da inflação.

Gráfico 04



Fonte: IBGE & BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

Podemos analisar o IPCA em três grandes grupos: preços administrados pelo governo, preços livres excluindo alimentação e alimentação no domicílio. A tabela abaixo sumariza nossa projeção para esses três grupos:

IPCA - 12 meses	2016	2017 E	2018 E
Administrados	5.4%	8.1%	5.7%
Livres ex-alimentação	5.8%	3.2%	4.2%
Alimentação no Domicílio	9.4%	-3.3%	4.5%
<b>Total</b>	<b>6.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.6%</b>

Fonte: IBGE & BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

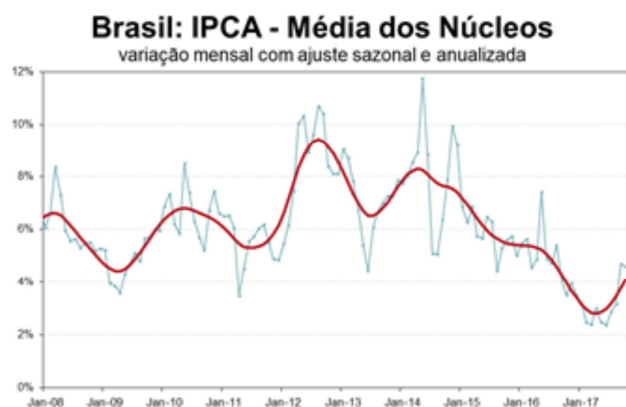
Nossa projeção para os preços administrados em 5,7% para 2018 inclui a adoção das novas bandeiras tarifárias de energia elétrica. Além disso, esperamos



alguma normalização da inflação de alimentos para 4,5% (ainda abaixo da média histórica), diante da expectativa de redução da safra agrícola em 9% no próximo ano. A inflação de bens livres excluindo alimentação deve apresentar ligeira aceleração para 4,2%, com a retomada da demanda doméstica e o aumento do custo de produção. Importante destacar que os preços livres excluindo alimentação já começaram a acelerar e atingiram 4,3% nos últimos três meses (com ajuste sazonal e anualizada), o que coloca o risco para cima na nossa projeção do próximo ano.

de normalização da taxa de juros após a eleição presidencial.

Gráfico 05



Fonte: IBGE & BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

Importante destacar que a inflação de serviços já estabilizou, mesmo com a elevada ociosidade da economia. Além disso, os diversos núcleos de inflação estão ensaiando uma aceleração. A média dos núcleos passou de 2,4% mom saar em julho para 4,6% mom saar em outubro. Enfim, está muito claro que o ciclo de desinflação ficou para trás.

Portanto, acreditamos que a atividade continuará em recuperação nos próximos trimestres, o que reduzirá a sensibilidade dos consumidores ao preço e proporcionará reajuste de preços pelas empresas. Essa dinâmica inflacionária levará o Banco Central a encerrar o ciclo de afrouxamento monetário em dezembro (taxa Selic em 7,0%) e iniciar um processo



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

The asset manager  
for a changing  
world



## RENDA FIXA / MULTIMERCADO

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

### MOEDAS

Para falar do comportamento do mercado no mês de outubro temos que considerar as duas metades do mês. Nos primeiros 15 dias o movimento foi bastante tranquilo com uma pequena realização mais concentrada nos vértices intermediários da curva. Seguimos acompanhando de perto o mercado internacional, mas também os acontecimentos na seara política doméstica, onde o principal destaque foi a aglutinação da base do governo para derrubar a segunda denúncia contra o presidente Temer. O resultado da votação foi menos favorável ao presidente em relação à primeira denúncia e o mercado ficou com a nítida impressão de que a aprovação da reforma da previdência, fundamental para o equilíbrio das contas públicas, estava no mínimo prejudicada. Isso posto, a segunda quinzena mostrou uma piora nos mercados com alta nas taxas de juros nominal e real, acompanhando também a desvalorização da nossa moeda.

Por outro lado, além do tema USD global mais forte, em outubro tivemos muitos fatores idiossincráticos por trás da desvalorização das moedas frente ao Dólar, sobretudo nos mercados emergentes. Dentre os destaques, a Lira Turca sofreu com o imbróglia político-diplomático com os EUA, o Peso Mexicano com cenário eleitoral e negociações com Nafta, Rand Sul-Africano pela crise política, mesma razão para o Real Brasileiro.

Enfim, enquanto as economias maduras seguem com cenário muito positivo de crescimento disseminado e gradual normalização de política monetária, o mundo emergente sofre com expectativa de redução de liquidez, bem como por suas crises particulares.

Não parece mais provável, no entanto, que passamos por uma reversão brusca de cenário, mas sim uma correção. O Real segue com fundamentos positivos, a economia dá sinais concretos de retomada e a inflação segue muito comportada, o que nos diferencia de grande parte dos nossos pares. E do lado externo, a escolha de Jerome Powell para condução do Fed indica cenário de continuidade do gradualismo na elevação de juros, uma vez que se trata de um integrante da atual equipe, alinhado com o pensamento da presidente Janet Yellen. Ou seja, uma interrupção abrupta de liquidez internacional não parece estar no radar.

### JUROS & INFLAÇÃO

#### O MERCADO

Para falar do comportamento do mercado no mês de outubro temos que considerar as duas metades do mês. Nos primeiros 15 a 20 dias o movimento foi bastante tranquilo com uma pequena realização mais concentrada nos vértices intermediários da curva. Seguimos acompanhando de perto o mercado internacional, mas também os acontecimentos na seara política doméstica, onde o principal destaque foi a aglutinação da base do governo para derrubar a segunda denúncia contra o presidente Temer. O resultado da votação foi menos favorável ao presidente em relação à primeira denúncia e o mercado ficou com a nítida impressão que a aprovação



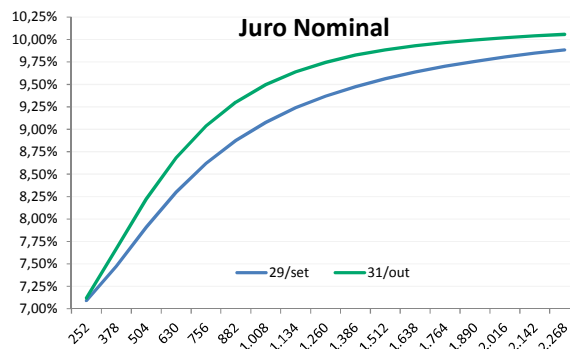
da reforma da previdência, fundamental para o equilíbrio das contas públicas, estava no mínimo prejudicada. Isso posto, a segunda quinzena mostrou uma piora nos mercados com alta nas taxas de juros nominal e real, acompanhando também a desvalorização da nossa moeda.

O Copom manteve a previsibilidade das últimas decisões e decidiu por uma queda de 75bps levando a Selic para 7,5% e sinalizando nova redução com moderação do ritmo para a próxima reunião em dezembro. Ficou claro que a menos de uma mudança profunda no cenário o Copom deverá reduzir a taxa básica para 7,0% em dezembro, deixando a reunião de fevereiro totalmente em aberto.

A curva de juros nominais fechou o mês praticamente estável para os vencimentos ao longo de 2018 e se elevou para os vencimentos seguintes, com as altas mais expressivas nos vértices Jan21 e Jan23 com 40bps de elevação. A partir daí a curva apresentou uma pequena redução na inclinação com o Jan27 subindo 25bps. A curva de juros reais por sua vez apresentou queda expressiva para os dois primeiros vencimentos de NTN-Bs, com o vencimento 2018 caindo 45bps e o 2019 com queda de 20bps. A partir da NTN-B 2022 a curva subiu paralelamente cerca de 15bps.

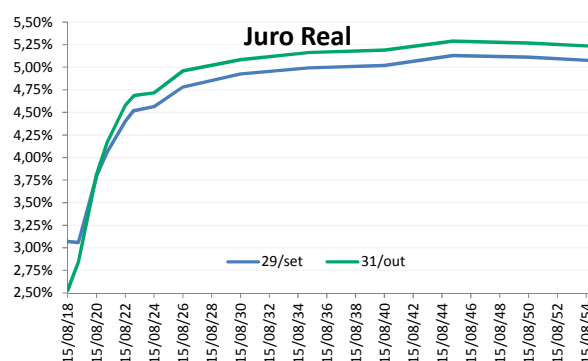
O IRF-M encerrou o mês com uma alta modesta de 0,10%, 56bps inferior ao IMA-S, que apresentou uma rentabilidade de 0,66%. O IMA-B se desvalorizou 0,38% perdendo 104bps em relação ao IMA-S.

Gráfico 06



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

Gráfico 07



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

## O QUE FIZEMOS?

Dado que nós temos uma visão de inflação acima do mercado para 2018, fizemos uma posição comprada em inflação implícita com vencimento em 2020. Essa estratégia acaba sendo também defensiva quando analisamos o portfólio como um todo.

Mantivemos os riscos equilibrados entre política monetária e reformas estruturais. No primeiro caso mantivemos a posição em pré-fixada Jan21, na NTN-B 2022 e na compra de implícita para 2020. Na estratégia de reformas nós mantivemos a posição pré-fixada Jan27 e a NTN-B 2050. Em termos de indexador



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

temos cerca de 2/3 do nosso risco ativo em papéis indexados ao IPCA e 1/3 em pré-fixados.

## OLHANDO PARA FRENTE

Nossas projeções para 2018 são de um crescimento maior e conseqüentemente uma inflação também acima do consenso de mercado. Em função disso faremos alguns ajustes pontuais para deixar as carteiras mais alinhadas com essa nossa visão. Ao longo do mês de novembro pretendemos simplificar a carteira eliminando as posições de DI futuro Jan20 (tomadora) e Jan21 (doadora) e iremos também diminuir uma parte do risco em NTN-B 2022 com respectivo aumento na estratégia de NTN-B 2020. As demais posições serão mantidas.

Seguimos com uma duração dos mandatos que gerimos acima dos respectivos *benchmarks* por acreditarmos principalmente que a inclinação nas curvas, tanto real quanto nominal, está muito exagerada e que os vencimentos mais curtos da curva de juros já estão bem precificados.

## RENDA VARIÁVEL

### ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mercado de FX, mantivemos a posição vendida em volatilidade que tem funcionado muito bem já que o USDBRL tem se mantido na região entre 3,10 e 3,20 seguindo um monitoramento do BC, que diminui a rolagem dos *swaps* cambias para evitar a valorização do Real.

No mês de outubro, o índice Bovespa mostrou força ao atingir 77,000, mas não conseguiu manter o desempenho em função de ambiente externo e cenário político local desfavoráveis. A volatilidade realizada acabou cedendo com a reversão da alta esperada e a volatilidade implícita pouco se movimentou, mantendo-se em uma amplitude reduzida entre 18% e 20%. O índice S&P manteve sua trajetória de alta com a retomada da reforma tributária pelo governo norte americano, mas a volatilidade implícita continuou sem mudanças. Nesse cenário de baixa volatilidade, as posições não funcionaram bem, pois o peso do carregamento foi dominante.

No mercado de câmbio, tivemos uma alta considerável do dólar frente ao real, refletindo um movimento global de fortalecimento da moeda norte americana frente aos seus pares. Aproveitamos essa alta para recomprar a opção de venda preço de exercício 3,000 e vender uma com preço de exercício mais alto (3,100) para se beneficiar do prêmio maior. A posição sofreu momentaneamente com o enfraquecimento do real, mas se essa alta se mantiver será positivo, pois estamos comprados nas opções de compra de 3,200 e 3,400.





## CRÉDITO PRIVADO

Durante o mês de outubro, continuamos vendo um forte volume de emissões de debêntures no mercado primário. Este foi o terceiro mês consecutivo com mais de 7 emissões só de debêntures vindo a mercado, com um crescimento de mais de 30% do volume de emissões neste ano comparado ao ano passado. Para dar alguns exemplos das emissões em pipeline no mês, podemos citar: Cemar, Águas Guariróba, Arteris (tradicional e infra), Energisa, Rodonorte (infra), Sul América, Equatorial (infra) e Comgás (infra).

No entanto, depois de 2 meses de bastante euforia no mercado de capitais local, em outubro vimos uma mudança relevante de direção do mercado, com alguns emissores suspendendo/cancelando emissões por falta de interesse dos investidores, principalmente nas debêntures de infraestrutura. Acreditamos que o baixo nível do juro real, além do elevado número de emissões incentivadas, seja de debêntures de infraestrutura seja de CRA e CRI, fez com que as pessoas físicas deixassem de lado os papéis de infraestrutura por serem mais longos e em IPCA + *spread* e não em CDI. Vimos a Equatorial cancelando sua emissão de R\$ 400 milhões, além da Comgás que desistiu da sua emissão de debêntures de infraestrutura de R\$ 600 milhões, que foi encarteirada pelo banco coordenador.

No mercado de debêntures tradicionais, as emissões não foram canceladas, mas vimos um elevado volume de exercício de garantia firme. Isso ocorreu nos casos de Energisa e de Sul América, aparentemente não por conta do risco de crédito, mas sim pelo entendimento dos investidores que os papéis estavam mal precificados.

Optamos por ficar fora dos *bookbuildings* primários destas últimas emissões, apesar de em muitos casos termos aprovado o risco de crédito, aguardando a volta destes papéis no mercado secundário com taxas mais atrativas. Podemos ver papéis com novos níveis de taxas vindo a mercado, principalmente em nomes não tão óbvios. Os nomes mais de primeira linha, que são aqueles já conhecidos do mercado e reconhecidos como bem administrados e bons geradores de caixa, além de emissões curtas devem continuar tendo demandas elevadas e taxas apertadas – o que acreditamos que deva continuar ocorrendo com as letras financeiras públicas.





## RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

O grande destaque do mês de outubro foi o fortalecimento do dólar globalmente. Os bons resultados do S&P, associados a bons números da economia, resultaram em valorização da moeda americana, principalmente, contra as moedas emergentes. No Brasil, a despeito de números satisfatórios em relação à atividade, dois fatores de risco ganharam mais relevância recentemente: (i) risco de racionamento de energia e/ou preços de energia mais elevados para ano que vem e (ii) maior dificuldade em aprovação de qualquer reforma previdenciária neste ano. Adicionalmente, vale comentar que a temporada de resultados de Brasil se iniciou e, até o momento, os resultados foram satisfatórios, alguns com qualidade pior, o que não ajuda a suportar múltiplos elevados.

## O QUE FIZEMOS?

As principais modificações na carteira ao longo de setembro foram:

- (i) Aumentamos: Açúcar e Álcool, Alimentos e Consumo Básico.
- (II) Reduzimos: Infraestrutura, Papel e Celulose e Telecom.

## O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

O fortalecimento do dólar resultou em algo que não víamos no passado recente: redução de investimento em Brasil pelo investidor estrangeiro. Durante todo mês de outubro, verificamos vendas de fundos das mais diversas categorias (*Long Only*, Globais, Latam, Soberanos...). Outro fator, comentado acima, que ajudou a catalisar essa redução em ativos brasileiros foi a temporada de resultados. A despeito de números em linha com consenso, nossa percepção é que o *buy side* esperava por números mais fortes, que trouxessem mais conforto em carregar ativos com múltiplos mais elevados. Por conseguinte, verificamos um ajuste significativo do posicionamento em setores mais expostos a economia doméstica (p.ex bancos e consumo discricionário). Em relação a nossa carteira, os principais ativos que a compõem ainda não divulgaram os resultados. Nossa expectativa é de que os resultados sejam positivos e bem recebidos pelo mercado.

#### 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 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. 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 consentimento 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. Leia o Formulário de Informações Complementares, a Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento do Fundo antes de investir. 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](http://www.bnpparibas.com.br).



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

**The asset manager  
for a changing  
world**