

RELÁTÓRIO MENSAL

BNP PARIBAS ASSET

MANAGEMENT BRASIL



CONTEÚDO

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.....9

O que fizemos.....9

O que esperamos para frente.....10

INDICADORES

	Março	12 meses
CDI	1,05%	13,75%
IRF-M	1,50%	21,05%
IMA-B	1,04%	21,56%
IMA-B 5	1,39%	14,11%
IMA-GERAL	1,22%	18,84%
DÓLAR	2,23%	-10,97%
IBOVESPA	-2,50%	29,82%
IBrX	-2,35%	29,76%
SMLL	-1,45%	43,34%
IDIV	-1,85%	55,13%

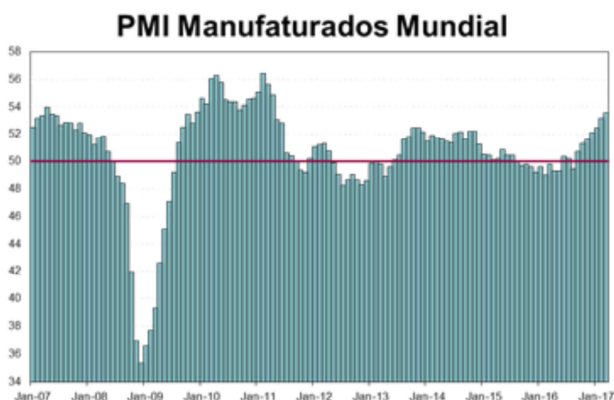
Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNP Paribas AM



ECONOMIA INTERNACIONAL

A atividade mundial acelerou novamente no mês passado. Nosso indicador que mensura o ritmo de expansão do setor manufatureiro passou de 53,2 pontos em fevereiro para 53,6 em março, maior patamar desde abril de 2011. Os países desenvolvidos continuam liderando o crescimento global, mas os emergentes também passaram a apresentar desempenho mais favorável.

Gráfico 01



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

A economia americana está em pleno emprego. A taxa de desemprego atingiu apenas 4,5% em março, ante 4,7% em fevereiro. O baixo nível de desemprego não tem acelerado substancialmente o salário nominal, mas tem estagnado a produtividade do trabalho. Isso significa que a contratação de novos funcionários não tem aumentado proporcionalmente o nível de produção, o que prejudica a lucratividade das

empresas. Essa aceleração do custo do trabalho, em ambiente de elevada confiança do consumidor, continuará sendo repassada aos preços e manterá o núcleo de inflação acima de 2,0%. Assim, esperamos que o banco central americano (FED) continue aumentando a taxa de juros nos próximos trimestres até atingir, pelo menos, 3,5% a.a. em 2019.

Gráfico 02



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

A China deve continuar desacelerando o ritmo de crescimento suavemente até a realização do Congresso do Partido Comunista no final do ano. Isso não assegura a estabilidade do preço das *commodities* metálicas. O aumento do estoque de minério de ferro é um sinal inequívoco de excesso de oferta em relação a demanda. Além disso, não podemos esquecer que investimentos no setor devem maturar nos próximos anos, o que aumentará adicionalmente a capacidade de produção mundial. Assim, encontramos ingredientes para uma correção no preço do minério nos próximos trimestres . . . um dos principais produtos exportados pelo Brasil.

Gráfico 03



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

Portanto, o mundo segue favorável para os países emergentes com a baixa taxa de juros nos países desenvolvidos e o gerenciamento do governo chinês. Mas, não podemos perder de vista que a atual situação mudará no médio prazo, com a necessidade de antecipação da normalização da taxa de juros americana e a perspectiva de correção do preço do minério de ferro. Ambos os fatores gerarão pressão para desvalorização da nossa moeda no médio prazo.

ECONOMIA BRASILEIRA

Chegou a hora da verdade.

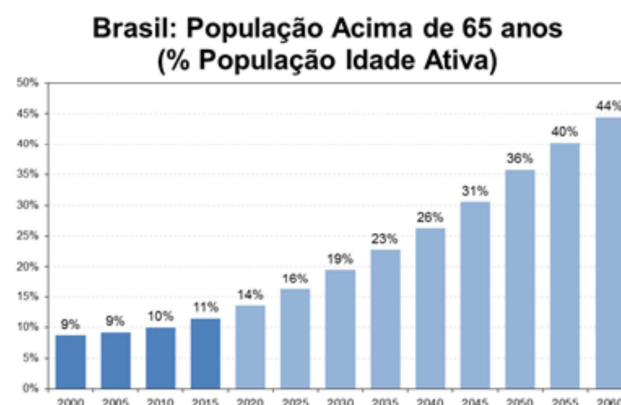
O PIB real do primeiro trimestre deve apresentar crescimento em torno de 0,5% em relação ao quarto trimestre do ano passado, com ajuste sazonal, impulsionado pela enorme safra agrícola. Nos trimestres subsequentes, esperamos um processo de expansão gradual da produção nacional. Apesar do fim da queda trimestral do nível da atividade, o carregamento estatístico negativo vindo de 2016 manterá o PIB real de 2017 ligeiramente negativo.

A redução da taxa básica de juros para 9,0% até o terceiro trimestre desse ano colaborará positivamente no processo de desalavancagem das famílias e das

empresas, sustentando nossa perspectiva de forte crescimento da atividade em 2018, entre 2,5% e 3,0%. No entanto, esse cenário promissor depende da aprovação da reforma da Previdência nos próximos meses.

A trajetória da demografia brasileira deteriorará sensivelmente as contas públicas nas próximas décadas. Atualmente, para cada 100 pessoas em idade ativa, existem 11 pessoas com idade superior a 65 anos. Em 2050, para cada 100 pessoas em idade ativa, teremos 36 pessoas acima de 65 anos. Assim, a simples manutenção da atual legislação aumentará o déficit da previdência (RGPS e RPPS da União) de 3,6% do PIB no ano passado para cerca de 17% do PIB em 2050. Nesse caso, o déficit fiscal será insustentável e a dívida pública apresentará dinâmica explosiva. Não existe alternativa, reformar é preciso.

Gráfico 04



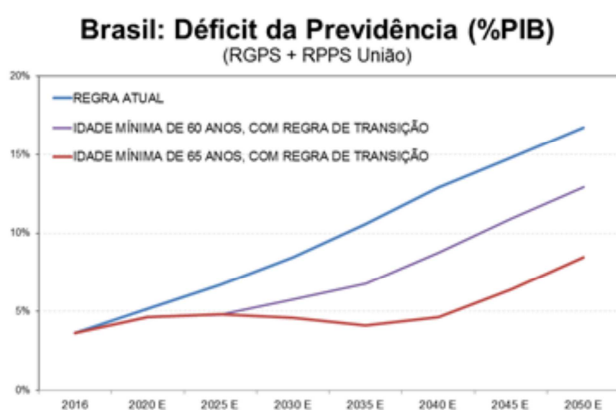
Fonte: IBGE. Elaboração: BNP Paribas AM.

A reforma da Previdência enviada pelo Planalto ao Congresso impede o aumento do déficit previdenciário nos próximos 25 anos, o que contribui para que o País possa cumprir o teto de gastos e estabilizar a dívida pública bruta ligeiramente acima de 80% do PIB. Esse caso fortalece a solvência fiscal do governo federal e aumenta a poupança nacional, permitindo a

aceleração do crescimento econômico e a geração de empregos.

Entendemos que alterações na proposta original fazem parte do regime democrático e simulamos o comportamento das contas públicas utilizando diversas sugestões veiculadas pela imprensa. Uma possibilidade é a redução da idade mínima das mulheres para 60 anos, o que estabilizaria o déficit previdenciário por 20 anos. Mas, a adoção de idade mínima para homens e mulheres em 60 anos não seria capaz de estabilizar o déficit da Previdência no curto prazo e aumentaria novamente a incerteza sobre a dinâmica da dívida pública, com implicações negativas sobre o crescimento econômico e o emprego.

Gráfico 05



Fonte e Elaboração: BNP Paribas AM

Portanto, nosso cenário base de recuperação da atividade nos próximos trimestres depende umbilicalmente da aprovação de uma reforma capaz de estabilizar o resultado previdenciário, pelo menos, nas próximas duas décadas. Chegou a hora da verdade, vamos começar a ajustar as contas públicas e melhorar a perspectiva de emprego ou continuaremos esperando a salvação divina?





MOEDAS

O mês de março não apresentou uma grande oscilação nas principais moedas frente ao dólar norte-americano. Entretanto vale destacar duas exceções, sendo um destaque positivo e outro com um movimento adverso.

O peso mexicano foi o grande destaque dando sequência a um movimento de valorização iniciado na segunda quinzena do mês de janeiro após atingir o seu pior nível. A expectativa de maior dificuldade do presidente norte-americano de aprovação de medidas que dependam do congresso se fizeram nítidas após a suspensão da votação do Trumpcare, programa de saúde que viria a substituir o Obamacare, e mostraram as limitações do novo mandatário. Essa decisão levará o presidente a ser mais cuidadoso nas propostas futuras, entre elas aquelas que possam prejudicar o comércio com o país vizinho. Outro ponto importante que ajudou a moeda mexicana foi o aspecto técnico de mercado. O país está no final de um longo ciclo de alta de juros, apresenta um carregamento bastante favorável e passou a ser um destaque de compra. A valorização foi ligeiramente acima de 5%.

Do lado negativo vale mencionar o zar sul-africano que vinha sendo o principal destaque de valorização desde a eleição nos Estados Unidos, que chegou a ganhar 4% em março, caindo posteriormente 8% em uma semana e encerrando o mês com uma perda de quase 4%. Os atritos entre o presidente, Jacob Zuma, e

o seu ministro das Finanças, Pravin Gordhan, se intensificaram culminando na demissão do último que discordava dos planos do presidente de aumentar o gasto público. A decisão foi muito criticada por vários setores do governo. Gordhan é considerado um símbolo de retidão moral perante a população

O Real apresentou uma relativa estabilidade ao longo do mês de março mesmo com o Banco Central deixando de rolar USD 4 bilhões de sua posição de *swaps* cambiais. A alta dos títulos de 10 anos no mercado americano no início do mês não se sustentou e permitiu que nossa moeda permanecesse estável encerrando o mês com uma leve perda de 0,4%.

Vendemos uma trava de alta para maio de 2017, preços de exercício 3,200/3,300 buscando se beneficiar da alta volatilidade implícita da moeda, apesar da pouca chance de termos uma forte valorização do dólar frente ao real depois do discurso do FED. Para se proteger de um possível fortalecimento do Real compramos opção de venda preço de exercício 3050, usando parte do prêmio da venda da trava de alta. Essa posição traz um carregamento positivo, pois vendemos volatilidade alta e compramos volatilidade baixa.

JUROS & INFLAÇÃO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

O mercado de renda fixa seguiu muito bem em março, mais um mês com fechamento nas taxas ao longo da curva. Natural que essa dinâmica positiva seja cada vez mais suavizada, na medida em que avançamos no atual ciclo de queda da Selic. De fato, desde dezembro temos observado redução em ritmo decrescente nas taxas, mês a mês.

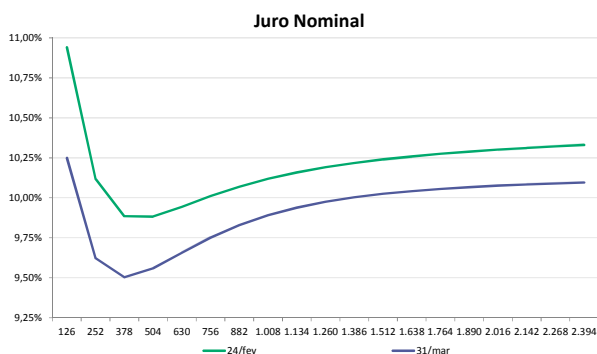


De modo geral, foi um mês bastante neutro nas questões domésticas, com indicadores de inflação e atividade mantendo a mesma dinâmica benigna observada recentemente. Curiosamente do *front* externo vieram os ventos mais favoráveis. A despeito do aumento da taxa de juros pelo FED nos EUA, o *modus operandi* foi tão suave que se tornou um evento pró-mundo emergente, transmitido sobretudo pelo efeito da queda global do dólar. O fator curiosidade se explica pela relativa surpresa da decisão: não era consenso até meados de fevereiro. Mas como dito, a Presidente Yellen o fez de modo tão cuidadoso que mesmo apertando, as condições financeiras ficaram mais frouxas nos EUA, dado que as taxas longas caíram. Enfim, bom para o Brasil, que não viu o real se desvalorizar e tampouco as taxas subirem.

A curva de juros nominais apresentou uma redução entre 15 e 25bps com maior destaque para os vértices intermediários (entre Jan19 e Jan20) levando o IRF-M a apresentar uma alta de 1,50%, 44bps acima do IMA-S, que teve uma rentabilidade de 1,06%.

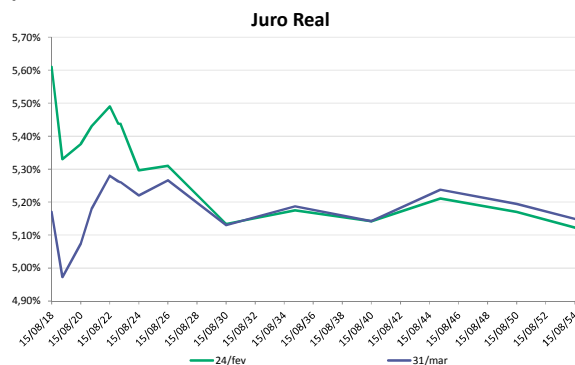
A curva de juros reais mostrou quedas apenas nos vencimentos mais curtos (até a NTN-B 2023) e altas marginais nos títulos mais longos. O IMA-B se valorizou 1,04%, 2bps menos do que o IMA-S.

Gráfico 06



Fonte: BCB. Elaboração: BNP Paribas AM.

Gráfico 07



Fonte: BCB. Elaboração: BNP Paribas AM.

O QUE FIZEMOS?

Equalizamos as posições aplicadas em juros nominal e real. Até então vínhamos carregando maior exposição em juro nominal, o que trouxe benefício ao fundo, dada a queda da inflação implícita. No patamar atual das mesmas, achamos por bem reduzir essa maior exposição em juros nominais e deixar a carteira mais equilibrada. Dito de outra maneira, fizemos um movimento de realização de lucros parcial.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

Acreditamos que o Banco Central promoverá um corte de 100 bps na próxima reunião do Copom, uma nova intensificação de ritmo, portanto. Possibilidade essa que já vem sendo sinalizado pelo próprio Bacen em sua manifestações oficiais (ata da última reunião), bem como pelos discursos do Presidente Ilan e seus diretores. O próprio mercado já precifica essa queda. Nesta fase do ciclo, as expectativas e os preços já estão mais alinhados, há menos espaços para surpresas e, portanto, grandes movimentos. O que não significa ausência de prêmio, mas sim que eles são menores e mais lentos de serem capturados.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

Falando sobre riscos, seguimos com uma visão de que a inflação americana demandará um aperto de juros além do precificado pelos mercados atualmente, o que sempre implica em cautela no mundo emergente, à medida que essa alta de juros tem o potencial de reverter em alguma medida os fluxos financeiros que tanto nos favoreceram nos últimos anos. Mas esse risco tende a ficar de lado ao menos temporariamente, dado que não há expectativa de novo aumento até meados do ano.

Outro potencial fator de risco está no trâmite da PEC da Previdência. Aqui o que o mercado observará com lupa será o grau de desidratação da proposta inicial do governo, notadamente a idade mínima e as regras de transição. Não cremos em aprovação integral da proposta. Temos como cenário base alguma acomodação das emendas dos parlamentares, sem sobretudo desconfigurar os parâmetros chave da reforma, ou seja, sem comprometer o propósito principal de equilíbrio fiscal de longo prazo.

RENDA VARIÁVEL

COMPORTEAMENTO DO MERCADO

Em março o índice Bovespa teve um início positivo até a metade do mês com o discurso mais positivo do FED, recuperando as perdas do final de fevereiro. No entanto tivemos dois eventos que levaram o mesmo a apresentar uma forte realização: 1) o minério de ferro surpreendeu negativamente na segunda quinzena de março e a ação da Vale (com importante peso no índice de referência) chegou a cair quase 8,5% em apenas um dia. 2) A operação “carne fraca” que derrubou fortemente o setor de carne e frango, gerando muita incerteza no investidor estrangeiro.

A volatilidade do índice reagiu aos acontecimentos, mas de uma forma bem comportada subindo apenas dois pontos. O cenário exibido pelo FED de juros subindo de forma mais cadenciada trouxe de volta a realidade da volatilidade baixa. Após a realização, nos dias seguintes as boas notícias voltaram ao mercado: novo CEO para Vale, China removendo o embargo da carne e melhor cenário para os juros locais. Isso fez a volatilidade ceder 4 pontos, fechando o mês a 18%. Nesse ambiente, as travas de alta nas opções fora do dinheiro não foram muito impactadas, pois durante o mês o movimento mais forte foi para baixo e posteriormente com uma recuperação cadenciada do índice. Seguimos com as estruturas de trava de alta, pois acreditamos na melhora do índice, pagando baixa volatilidade

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

A medida que aproximarmos da próxima reunião do Copom, no dia 12 de abril de 2017, avaliaremos a possibilidade de alongar nossas posições, caso se consolide o cenário central de queda de 100bps (e não mais do que isso). Exposição na parte muito curta da curva só faz sentido se vislumbramos alguma chance de corte ainda mais agressivo. Do contrário, uma posição mais alongada possibilitará ganhos ao ciclo como um todo, e não dependente de apenas uma reunião.

No mercado de moedas e na renda variável manteremos as estratégias de volatilidade, monitorando o tamanho das posições. Estamos avaliando a possibilidade de montarmos uma posição direcional de índice futuro com proteção no mercado de câmbio





CRÉDITO PRIVADO

Conforme esperado, no mês de março continuamos vendo a questão técnica prevalecer no mercado de crédito privado. Os vencimentos líquidos de letras financeiras de grandes bancos do portfólio dos gestores de recursos tem garantido a elevada demanda pelas emissões de debêntures e letras financeiras públicas, e sustentado o baixo patamar dos *spreads*. Os *bookbuildings* de destaque do mês foram os das concessionárias de distribuição de energia do Grupo EDP e mais uma vez, o do Banco RCI. As emissões da Bandeirante e Escelsa tiveram demanda de quase 3 vezes o volume das ofertas e a taxa teto que era de 112% do DI fechou em 108,75% do DI para operações de 5 anos. O *bookbuilding* da letra financeira do Banco RCI teve demanda de R\$ 3,5 bilhões para uma oferta de até R\$ 700 milhões, com taxas finais de 105,0% do DI para 2 anos e 105,6% do DI para 3 anos. Isso coloca um novo patamar nas taxas dos papéis de baixo risco de crédito, e continuamos não vendo um *trigger* de curto prazo para a mudança desta dinâmica.

A temporada de resultados do ano fechado de 2016 terminou com grande parte das empresas da nossa carteira reportando resultados dentro do esperado. Mesmo com a queda de demanda em diversos setores como as concessões de rodovias, as empresas de distribuição de energia elétrica, administradores de *shopping center*, entre outros, grande parte das

empresas conseguiu administrar seus custos e, ou reduzir ligeiramente sua margem no ano de 2016, sem prejudicar de forma relevante sua condição econômico-financeira. A alavancagem média dos emissores da nossa carteira continua bem abaixo da média de mercado.

A Cemig é a única companhia da nossa carteira que ainda não divulgou resultado de 2016, e está atrasada na sua publicação em relação ao prazo dado pela CVM. De qualquer forma, a companhia já aprovou em sua assembleia um *waiver* de seu estatuto social para que encerre o ano com alavancagem medida pela dívida líquida/EBITDA de 4,12x (estatuto limita a 2,5 x), ou seja, a companhia encerrará o ano ainda bastante alavancada. Adicionalmente, nos últimos dias de março a companhia perdeu as liminares pelas quais continuava operando as usinas de Miranda, Jaguára e São Simão. Com a perda destas liminares, a companhia passa a vender a energia destas usinas em cotas, o que significa uma redução de R\$ 1,5 bilhão no EBITDA no ano, quase metade do EBITDA esperado para 2017. Todo este risco está refletido na marcação a mercado dos papéis do grupo, que hoje tem prêmio de cerca de 450-470 bps para o prazo de menos de 2 anos, cerca de 400 bps acima de um crédito de menor risco.





RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

O grande destaque do mês de março foi o péssimo desempenho dos cíclicos globais. Apesar do “*dovish*” aumento de juros do FED, esse péssimo desempenho dos cíclicos globais ocorreu devido a dois fatores: (i) a incapacidade do governo Trump de aprovar o fim do *Obamacare* no Congresso e, em consequência, o mercado reduzindo a probabilidade de aprovação do plano de estímulo fiscal e infraestrutura que foi alardeado durante a campanha presidencial e (ii) a percepção de redução de demanda no mercado imobiliário chinês (que tanto comentamos em outras cartas). O minério de ferro aço e petróleo sofreram, respectivamente, quedas de 11%, 7,6% e 9,72% em março. A bolsa brasileira, obviamente, sofreu devido a sua alta exposição em *commodities* e teve um péssimo desempenho caindo 3,3% (em dólar).

O QUE FIZEMOS?

O fundo sofreu bastante no mês devido a vários fatores e eventos. Abaixo, segue uma breve explicação das maiores contribuições negativas durante mês de março:

a) Sanepar: o ativo foi o maior responsável pelo nosso mau desempenho. Ao longo do mês, o papel sofre uma forte queda após empresa anunciar os parâmetros da revisão tarifária, apesar da magnitude

do aumento ter ficado acima do esperado pelo mercado. Após anúncio o mercado ficou bastante reticente devido ao prazo de diferimento do aumento da tarifa (esperava-se 4 anos e deram 8 anos). Esse fato aumentou a percepção de risco nos aspectos político e de governança. Entretanto, a despeito do maior prazo, quando fazemos a conta do impacto no fluxo de caixa, o impacto é muito pequeno. Adicionalmente, mesmo aumentando a taxa de desconto para refletir um maior risco político, o ativo ainda apresenta uma excelente taxa interna de retorno. Mediante uma pequena incerteza relacionada ao resultado da audiência pública, a despeito do excelente *valuation*, optamos por manter a posição inalterada;

b) Minerva: apesar de não ter sido citada na operação “Carne Fraca”, o ativo sofreu devido ao embargo de importadores de carne bovina (principalmente China). No pior momento, o papel precificou (em nossas contas) que o mercado de exportação de carne bovina iria ficar 6 meses fechado. Dado que o Brasil é a única plataforma mundial de exportação de gado que possui rebanho crescente e tem capacidade de atender a demanda mundial, tínhamos convicção que não fazia sentido o embargo durar o prazo mais longo. Dito isso, optamos por incrementar posição no ativo naquele momento a preços bem atrativos;

As principais modificações setoriais na carteira ao longo de março foram:

- (i) Aumentamos: mineração, consumo básico e educação.
- (ii) Reduzimos: energia elétrica, açúcar & etanol e serviços financeiros.



O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

O FED corroborou a expectativa do mercado e aumentou os juros em 0,25% em março. O consenso aponta mais duas altas até o final do ano. Entretanto, essa alta teve um discurso extremamente “*dovish*” por parte da presidente do FED o que acabou frustrando parte do mercado, dado que toda sinalização prévia por parte dos outros membros do FED estava com características bem “*hawkish*”. Dito isso, em nosso entendimento, as surpresas nos dados macro deverão ficar mais relevantes daqui para frente no USA. Na China, apesar dos bons números de crescimento, na margem, parece que há certa desaceleração dado que

novos estímulos devem ser pontuais a partir de agora. Esse fato, somado a restrições de demanda no mercado imobiliário podem mudar de forma relevante a trajetória das *commodities* metálicas no segundo semestre do ano. Enquanto isso, no Brasil, o cenário base de queda de juros (com opcionalidade de aumento da velocidade dos cortes) e aprovação da essência da Reforma da Previdência. Desta forma, além das alterações acima mencionadas, optamos por zerar as proteções em índice futuro e permanecer mais comprado.

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. Aceso: www.bnpparibas.com.br.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**The asset manager
for a changing
world**