

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

	Agosto	12 meses
CDI	0,80%	12,07%
IRF-M	1,06%	18,00%
IMA-B	1,34%	15,49%
IMA-B5	1,25%	13,91%
IMA-GERAL	1,07%	15,03%
DÓLAR	0,52%	-2,88%
IBOVESPA	7,46%	22,34%
IBrX	7,35%	22,46%
SMLL	8,58%	36,58%
IDIV	6,96%	33,46%

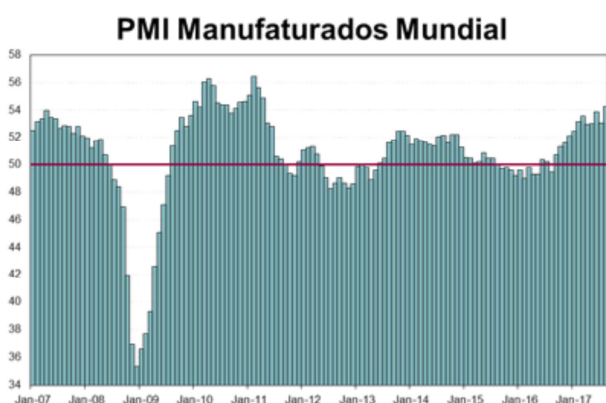
Fonte: BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM



ECONOMIA INTERNACIONAL

A atividade mundial continua firme. Nosso indicador que mensura o desempenho do setor manufatureiro passou de 53,1 pontos em julho para 54,3 pontos em agosto, o maior patamar desde abril de 2011. O crescimento está espalhado pelas diversas regiões do planeta, especialmente nos países desenvolvidos.

Gráfico 01

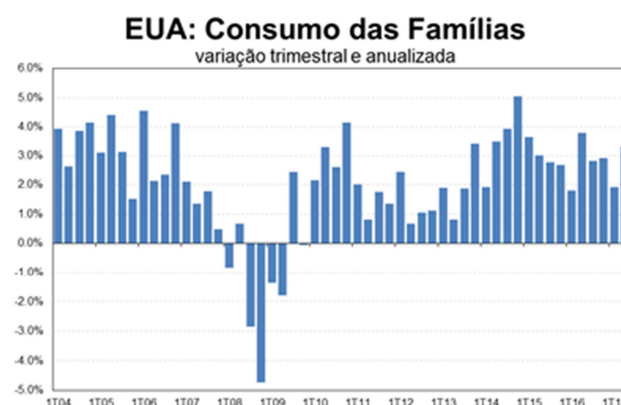


Fonte: Bloomberg & BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

A economia americana acelerou significativamente no segundo trimestre. A demanda doméstica cresceu 0,7% em relação ao primeiro trimestre, puxada pelo consumo das famílias (+0,8%) e investimentos (+1,5%). Essa forte expansão da demanda doméstica em ambiente de baixa taxa de desemprego indica a necessidade de manutenção do processo de normalização das condições monetárias pelo FED. É fato que a inflação dos últimos três meses ficou abaixo das expectativas, mas também é importante lembrar que fatores temporários foram responsáveis pela

desinflação recente. A baixa ociosidade e o aumento do preço de *commodities* devem trazer a inflação de volta à meta no médio prazo.

Gráfico 02



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

Na China, mantemos a percepção de que o governo está gerenciando o desempenho da atividade de curto prazo. Os indicadores setoriais continuam mostrando expansão das encomendas, crescimento do tráfego nas ferrovias e aceleração do consumo de energia elétrica. Para o longo prazo, o principal risco negativo continua sendo o excesso de alavancagem das empresas chinesas, mas as autoridades ainda possuem mecanismos para contornar a questão.

Portanto, o cenário internacional não deve atrapalhar a recuperação da economia brasileira ao longo dos próximos trimestres.

ECONOMIA BRASILEIRA

O PIB real deverá expandir 0,7% nesse ano e, pelo menos, 3,7% no próximo ano. Reiteramos que a recuperação será sustentada pelo crescimento real do consumo das famílias em resposta aos estímulos realizados pelo governo federal. Estimamos que a liberação das contas inativas do FGTS, a antecipação



do PIS/Pasep e a redução da taxa de juros devem aumentar o poder de compra das famílias entre R\$ 155 bilhões e R\$ 193 bilhões acumulado em 2017 e 2018, a saber:

- FGTS: a liberação de R\$ 43 bilhões das contas inativas do FGTS no primeiro semestre deve ajudar a impulsionar o consumo das famílias ao longo da segunda metade do ano. Estimamos que menos da metade dos recursos liberados foram utilizados no segundo trimestre e, conseqüentemente, parcela relevante ainda será utilizada para consumo no futuro próximo.
- PIS/Pasep: a decisão de antecipar a liberação de cerca de R\$ 16 bilhões para o final desse ano e início do próximo também aumentará o poder de compra das famílias.
- Pagamento de juros: a redução da taxa Selic de 14,25% a.a. para 7,00% a.a. continuará diminuindo a taxa de juros da concessão de crédito e, conseqüentemente, as famílias poderão renegociar dívida passada por outra de menor custo. A taxa de juros do estoque da dívida atingiu 26% a.a. em março desse ano, o que representava dispêndio anualizado de R\$ 401 bilhões com pagamento de juros. O repasse da queda da taxa Selic permitirá que o dispêndio com pagamento de juros seja reduzido para R\$ 305 bilhões ao ano. Ou seja, estimamos que o poder de compra das famílias aumentará em R\$ 96 bilhões pelo efeito renegociação de dívida. Importante verificar que uma eventual redução do *spread* bancário para a média histórica diminuiria o pagamento de juros em R\$ 134 bilhões.

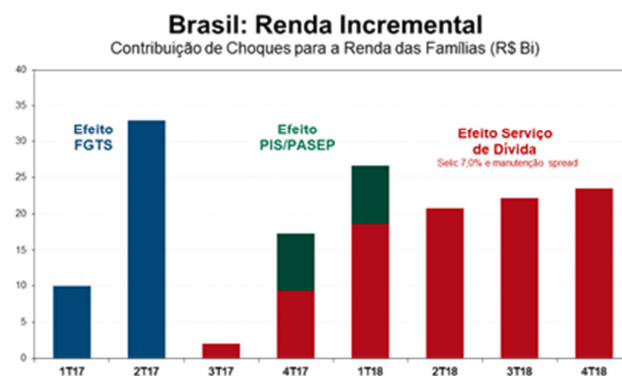
Gráfico 03



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

Dessa forma, assumindo a hipótese conservadora de manutenção do atual *spread* bancário, as famílias receberão incremento do poder de compra de R\$ 155 bilhões ou 3,8% do consumo. No caso da redução de *spread* bancário, o poder de compra receberá um impulso extraordinário de R\$ 193 bilhões ou 4,7% do consumo. Nosso cenário base inclui expectativa conservadora de aumento do consumo em 4,0% no próximo ano.

Gráfico 04



Fonte: BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM.

O investimento das empresas deverá reagir vagarosamente somente após um longo período de retomada da produção, pois a ociosidade permanece elevada. Esperamos ainda por um ciclo de estocagem voluntário com a aceleração do consumo, o que contribuirá para a produção. Adicionalmente, as novas

metas de resultado primário do governo federal permitem uma pequena expansão dos gastos públicos em 2018. Enfim, todos os agentes da economia deixarão de contribuir negativamente para a demanda doméstica e o PIB real poderá crescer, pelo menos, 3,7% em 2018.

Quais são as consequências de um forte crescimento em 2018? Do lado positivo, esperamos pela recuperação da arrecadação tributária e déficit primário em 'apenas' 1,8% do PIB, melhor do que a meta oficial. Do lado negativo, as importações devem subir em torno de 8% e a conta corrente para -2,4% do PIB. Além disso, os setores mais sensíveis ao ciclo econômico devem encontrar espaço para recomposição de margem operacional através de aumento de preços, o que levará a inflação para 4,6% no final do próximo ano.

Não esqueça que a própria autoridade monetária escreveu na última ata do Copom que "as atuais taxas de juros reais ex-ante já têm efeito estimulativo sobre a economia". Isso significa que a taxa de juros corrente já está abaixo da taxa de juros neutra e, naturalmente, a taxa Selic precisará ser elevada no futuro. Dessa forma, acreditamos que o BCB será forçado a aumentar a taxa de juros a partir do quarto trimestre do próximo ano para manter a projeção de inflação na meta em 2019.

Portanto, não subestime os estímulos cíclicos do governo sobre a atividade doméstica. O impacto sobre o consumo das famílias e o faturamento das empresas está apenas começando e acelerará substancialmente nos próximos trimestres. Por outro lado, não extrapole o forte crescimento cíclico de 2018 e 2019 para a eternidade, pois ainda não resolvemos os problemas da produtividade e da infraestrutura de longo prazo.





MOEDAS

O mês de agosto mostrou um aumento das tensões geopolíticas advindas principalmente dos testes com bombas promovidos pela Coreia do Norte e as consequentes reações do presidente norte-americano Donald Trump. Até o momento vimos mais retaliações comerciais e muita retórica, mas com certeza a instabilidade aumentou. A consequência para os mercados foi um aumento no VIX, índice de risco que vinha se comportando muito bem nos últimos meses.

Deixando de lado a esfera política e olhando apenas para os dados econômicos vemos que o humor continua bastante favorável para os mercados com redução bem gradual de estímulos nas principais economias, inflação sob controle e queda nas taxas de longo prazo nos países desenvolvidos. A taxa de juros dos títulos norte-americanos de 10 anos se reduziu de 2,29% no início do mês para 2,12% no último pregão de agosto.

O mercado de moedas apresentou um comportamento mais estável, com poucas oscilações de preço salvo algumas exceções. Pelo lado positivo, as Coroas Sueca e Norueguesa se destacaram com valorização pouco abaixo de 2%. O Euro manteve a tendência de valorização iniciada na virada do ano, mas apresentou no mês uma alta bem modesta. Os desataques negativos foram a Libra Esterlina e o Dólar Neozelandês. O Real chegou a sofrer perdas de quase

3%, mas encerrou o mês com uma modesta desvalorização de 0,7%.

No mercado de câmbio, a estratégia que adotamos foi a compra de uma trava de alta financiada pela venda de opções de venda com vencimento para início de dezembro desse ano, com delta neutro. Os preços de exercício da trava são 3,200 e 3,300 e de 3,000 na opção de venda. A queda acentuada dos juros locais deve reduzir a valorização da moeda local, mesmo com possíveis entradas de recursos externos no país. Além disso, o BACEN deve manter o monitoramento da volatilidade do Real através de atuações no mercado cambial.

JUROS & INFLAÇÃO

O MERCADO

O mercado de juros continuou apresentando um comportamento positivo, mantendo a tendência favorável dos últimos meses. O grande destaque continua sendo a inflação corrente que segue surpreendendo positivamente. No início do mês nós chegamos a projetar um índice mensal para o IPCA acima de 0,60% em função de mudança na bandeira tarifária de energia e de aumento de impostos sobre combustíveis. Essa alta teria um efeito apenas em agosto e para os próximos meses do ano a expectativa seria de volta ao padrão desinflacionário dos últimos meses. O impacto esperado nesses dois itens foi abaixo do esperado e o item alimentos continuou a surpreender positivamente com mais uma forte queda nos preços levando o índice oficial a apresentar uma elevação de apenas 0,19%. Ao longo do mês o mercado que vinha precificando queda de juros entre 75 e 100bps para o Copom de setembro foi aumentando a aposta de um movimento de 100bps. Com isso a ponta



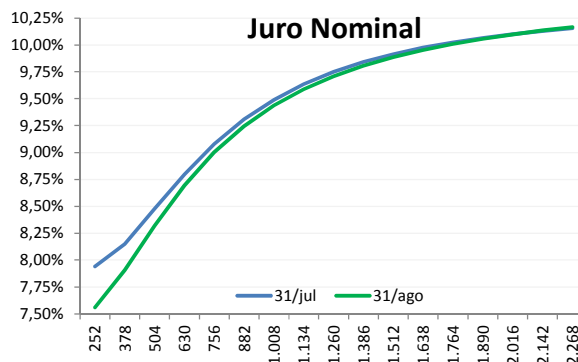
curta da curva apresentou um desempenho bastante favorável com quedas ao redor de 30bps.

Depois de muitas discussões o governo acabou encaminhando ao congresso um projeto de lei propondo alteração nas metas fiscais de 2017 e de 2018, de um déficit de R\$ 139 bilhões e R\$ 129 bilhões respectivamente para um déficit de R\$ 159 bilhões para os dois períodos. Apesar de ser uma indicação negativa, mostra objetivos bem mais realistas. A reação inicial dos mercados foi negativa, mas teve vida curta. O encaminhamento da MP 777, que institui a TLP – taxa de longo prazo em substituição à TJLP para financiamentos de longo prazo do BNDES, e sua aprovação pela câmara dos deputados ajudou na recuperação da ponta longa da curva de juros que ao longo do mês chegou a operar com alta de cerca de 30bps, mas encerrou o mês perto da estabilidade.

O IRF-M encerrou o mês com uma alta de 1.06%, 25bps melhor do que o IMA-S, que apresentou uma rentabilidade de 0,81%.

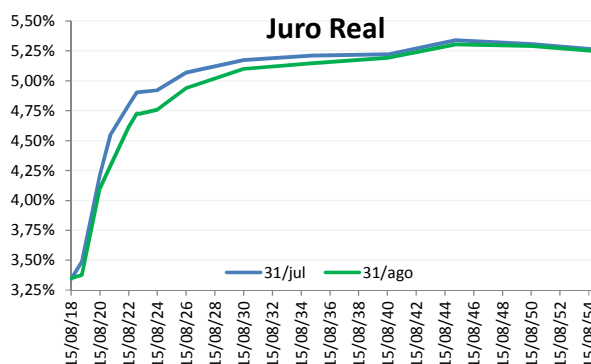
A curva de juros reais também mostrou um bom desempenho, porém mais modesto do que a de juros nominais. Considerando-se o carregamento a curva apresentou quedas entre 0 e 25bps sendo que os vencimentos intermediários (2021 a 2023) foram o destaque positivo com as quedas mais intensas. O IMA-B se valorizou 1.34% superando o IMA-S em 53bps.

Gráfico 04



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

Gráfico 05



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

O QUE FIZEMOS?

Olhando as curvas de juros, nominal e real, notamos que as inclinações nos parecem bastante exageradas. Obviamente que boa parte desse formato se deve ao risco político e risco de não aprovação da reforma da previdência. Por outro lado, o governo tem obtido sucesso na aprovação de outras medidas, sendo a aprovação da reforma trabalhista em junho e mais recentemente a da TLP, um importante sinal de que o mesmo não está inoperante. Outro ponto importante é que o ciclo de queda de juros está se aproximando do seu final com o Banco Central entrando numa fase de



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

ajuste fino na definição da taxa terminal. Esses aspectos nos sugerem um alongamento de posições.

Na parcela pré-fixada nós adicionamos uma nova posição no vértice Jan27, seja migrando parte da posição de Jan21 seja montando uma posição tomadora no vencimento Jan19.

Em juros reais, nós migramos parte do risco nos vencimentos intermediários (NTN-Bs 2021 e2022) para vencimentos na ponta mais longa da curva

OLHANDO PARA FRENTE

Com o Banco Central próximo do encerramento do ciclo de flexibilização monetária vemos pouco prêmio nos vencimentos mais curtos da curva de juros nominal. Por sua vez os vencimentos mais longos nos parecem interessantes, porém os riscos também são maiores. Um posição que achamos interessante é a de juros reais com vencimentos ao redor de 5 anos. É uma aposta mais defensiva, mas que se beneficia caso o Bacen estenda o ciclo além dos 7,25% de taxa terminal, que foi o menor nível que tivemos 5 anos atrás. Por esses motivos ainda mantemos mais de 2/3 do risco de nossas carteiras em juros reais e a parcela de juros nominais está mais alocada nos prazos mais longos.

A duração dos mandatos que gerimos está acima dos respectivos *benchmarks* e ainda estamos confortáveis com essa alocação. Como temos um cenário que contempla uma atividade crescendo acima das expectativas de mercado nós estamos monitorando de perto os movimentos de mercado e faremos uma redução dos riscos caso o nível de preços atinja o nosso objetivo.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de agosto mesmo com a alta da volatilidade no mercado internacional, a volatilidade do índice local permaneceu inalterada reafirmando o otimismo dos investidores. Desse modo iniciamos uma arbitragem comprando volatilidade do Ibovespa, vendendo do S&P para dezembro, através de opções de venda. A alta da volatilidade no mercado norte-americano, fez com que as opções de venda ficassem muito mais caras que as opções de compra no S&P, tornando a arbitragem de volatilidade entre os mercados mais interessante, pois esse efeito não ocorreu nas opções do Bovespa. Além disso, compramos trava de alta no S&P para setembro, preços de exercício 2,450/2,465 com a queda do índice nesse mês.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

Na renda fixa vamos manter as carteiras com peso preponderante em papéis indexados à inflação e privilegiando prazos mais longos na curva de juros nominais.

No mercado de renda variável vamos manter as mesmas estratégias de opções e eventualmente incrementá-las caso a diferença de volatilidade entre o Ibovespa e o S&P seja favorável.





primeiro semestre do ano, com emissões de volume relevante da Natura (R\$ 2,0 bilhões), Arteris (R\$ 1,5 bilhão) e CPFL (R\$ 1,0 bilhão), além de outras menores como Energisa, MRV, Unidas, Taesa, Cemar e Cosern, entre outros.

CRÉDITO PRIVADO

A concorrência pelo crédito corporativo permanece elevada dada a falta de emissões de letras financeiras por parte dos grandes bancos, ou emissões com taxas em patamares bastante baixos.

O destaque do mês foi o *bookbuilding* de Petrobras, quebrando o recorde de demanda do ano com 10,2 bilhões, para uma oferta a mercado de R\$ 4,9 bilhões (acima do FIDC da Cielo que obteve demanda de R\$ 8,6 bilhões para uma oferta de R\$ 2,5 bilhões), em quatro séries, sendo duas de infraestrutura, com prazos de 5 e 7 anos e taxas que fecharam a NTN-0,05% e NTN+0,30%. Na sequência, mais uma surpresa de taxa para baixo com o *bookbuilding* das debêntures de Locamerica, que resolveu emitir somente a série mais longa de 5 anos a CDI + 1,40% e teve demanda de três vezes o book. A DASA também fez emissão de 5 anos com taxa fixa de 108% do CDI.

O mês encerrou com dois novos emissores que estrearam no mercado de capitais, Somos Educação e Alliar, que surpreenderam com demandas de quase duas vezes o book e, no caso de Somos, taxa fechando a CDI + 0,90% na série de 3 anos (Alliar tinha taxa fixa de 116% do CDI para a série de mesmo prazo).

O pipeline para os próximos meses se mantém com um número elevado de emissões, comparado ao



RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

Cenário global continua positivo para ativos de risco, principalmente, ações de mercados emergentes. Essa percepção melhor de risco, pode ser observada na performance das *commodities*. Minério de ferro retornando aos patamares de USD80 e o petróleo apresentando uma performance resiliente, ambos amparados pela percepção de um crescimento global mais disperso e do USD fraco.

No Brasil, tivemos alguns eventos importantes para a boa performance da bolsa brasileira. A câmara dos deputados aprovou a TLP, taxa de juros de longo prazo que será utilizada pelo BNDES. Uma taxa mais transparente e eficiente para o banco de fomento. Além disso, o governo anunciou a intenção de privatização da Eletrobrás. Ainda há muita incerteza com relação à metodologia que será utilizada para a privatização, e se o governo terá tempo hábil para isso, porém uma notícia inesperada e positiva para a diminuição do tamanho estado. Na parte econômica, o Banco Central continua o movimento de queda de juros, e a perspectiva quanto à taxa terminal segue em queda, em linha com uma desinflação que continua surpreendendo o mercado.

O QUE FIZEMOS?

As principais modificações na carteira ao longo de agosto foram:

(i) Aumentamos: Algumas posições que estávamos sem nenhuma posição (*full underweight*).

(II) Reduzimos: Algumas posições que apresentaram forte performance no mês.

Sem grandes destaques setoriais.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

O lucro das empresas deve continuar com o cenário positivo se a demanda de 2018 surpreender positivamente, com inflação controlada e taxa de juros baixa, suportando o impacto positivo no crescimento de lucros futuros (alavancagem operacional e desalavancagem financeira). Porém devemos destacar alguns riscos que podem afetar a precificação do mercado acionário brasileiro no curto e médio prazo.

Globalmente, os principais riscos são: (i) geopolítico, as recentes ameaças do governo norte coreano em testes nucleares podem gerar uma maior volatilidade nos mercados; (ii) como os grandes bancos centrais vão se comportar na retirada de estímulos da economia, sendo o caso mais concreto a discussão de redução do balanço do FED; (iii) como se comportará a economia chinesa após as eleições de outubro, dado os estímulos adotados no ano até então;

Na parte doméstica, a Lava jato continua ativa e as recentes notícias com relação a delações e denúncias da procuradoria geral da república podem trazer volatilidade na agenda política.

Em resumo, estamos mais positivos com a futura performance das empresas com base num cenário de crescimento econômico mais forte em 2018, porém com cautela, dado a recente performance dos ativos e os riscos acima mencionados.



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.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**The asset manager
for a changing
world**