

RELATÓRIO 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.....	9

INDICADORES

	Abril	12 meses
CDI	0,79%	13,46%
IRF-M	0,53%	17,62%
IMA-B	-0,32%	16,59%
IMA-B 5	0,71%	13,17%
IMA-GERAL	0,29%	15,83%
DÓLAR	0,95%	-7,31%
IBOVESPA	0,64%	21,32%
IBrX	0,88%	22,18%
SMML	-1,45%	43,34%
IDIV	3,41%	40,53%

Fonte: BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM

Em busca de um país normal...

A percepção de estabilidade macroeconômica e variação dos preços dos ativos por fatores técnicos nos fazem voltar a ter a sensação de viver em um país normal.

Isso ocorre por vários motivos, mas sem dúvida um dos mais relevantes é vermos cada vez mais que os fatores políticos andam em paralelo aos movimentos econômicos e dos mercados, sem se cruzarem, e assim reduzindo as chances de acidentes.

Sem dúvida, as aprovações das reformas em pauta passam pelo crivo político no Congresso Nacional, e assim, com o positivo encaminhamento dessas esperamos vencer mais esta etapa para que a normalidade macroeconômica seja retomada com consistência em nosso país.

Bom trabalho e muito obrigado!

LUIZ SORGE
CEO BNP Paribas
Asset Management

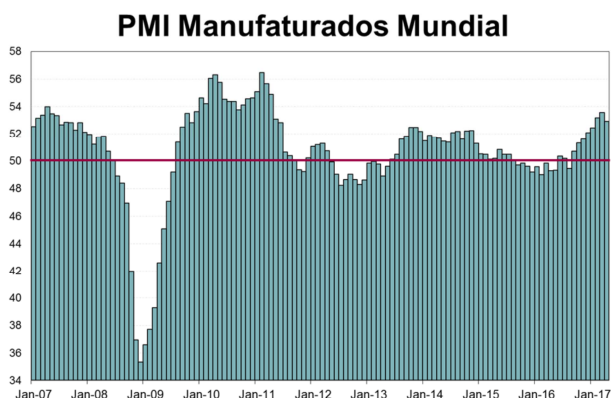




ECONOMIA INTERNACIONAL

A atividade mundial permaneceu robusta no mês passado. Nosso indicador que mensura o setor manufatureiro passou de 53,6 pontos em março para 52,9 pontos em abril. O leve desaquecimento não indica interrupção do cenário favorável no curto prazo, pois os principais bancos centrais continuam estimulando o crédito e o consumo global.

Gráfico 01



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

A economia americana está testando os seus limites. A taxa de desemprego atingiu apenas 4,4% em abril, o menor patamar desde maio de 2007 e abaixo da estimativa do FED para dezembro desse ano. Essa situação de pleno emprego tem acelerado os salários e pressionado o custo de produção das empresas. O ambiente de elevada confiança do consumidor possibilita que os empresários repassem o aumento de custos ao consumidor final. Assim, excluindo energia e

Gráfico 02



Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNP Paribas AM.

alimentos, a inflação já está acima de 2,0% desde novembro de 2015. Enquanto isso, a política monetária continua extremamente estimulativa. A banda da taxa de juros nominal ainda está entre 0,75% ao ano e 1,00% ao ano, abaixo de qualquer medida de inflação. Apesar da ausência de necessidade de estímulos cíclicos, as condições monetárias e creditícias continuam muito frouxas. O banco central americano precisará aumentar a taxa de juros mais três vezes nesse ano e deverá encerrar o ciclo de normalização em, pelo menos, 3,5% ao ano em 2019. Existe importante risco de que o ciclo de aperto monetário seja ainda mais agressivo a partir do próximo ano.

Do outro lado do Atlântico, a zona do Euro continua em recuperação gradual. A taxa de desemprego ainda está alta e atingiu 9,5% em março desse ano. Dessa forma, a inexistência de sinais de pressão no custo trabalhista permite a manutenção da baixa taxa de juros por vários trimestres à frente.

Na China, o governo continua gerenciando a política econômica para atingir a meta de crescimento do PIB real nesse importante ano de renovação do mandato presidencial. Apesar disso, alertamos há alguns meses que os estoques de minério de ferro estavam muito altos e sinalizavam a necessidade de redução do preço

da *commodity* para ajustar a oferta e demanda. Esse processo de ajustes já começou e precisa ser monitorado com atenção, pois é um dos nossos principais produtos de exportação.

Portanto, A liquidez mundial permanecerá elevada e o crescimento mundial seguirá forte no curto prazo. Mas, não esqueça que estímulos de curto prazo são apenas estímulos de curto prazo. Precisamos acompanhar atentamente as distorções e as consequências desses incentivos nos próximos trimestres.

ECONOMIA BRASILEIRA

A atividade dá os primeiros sinais de vida.

O PIB real do primeiro trimestre deve ter apresentado crescimento superior a 1% em relação ao último trimestre do ano passado, com ajuste sazonal, impulsionado pela enorme safra agrícola e pela mudança de metodologia dos dados de comércio e serviço pelo IBGE. Excluindo esses efeitos temporários, encontramos indícios de uma recuperação econômica apenas moderada.

A prolongada recessão aumentou a taxa de desemprego de 6,4% em janeiro de 2014 para 13,0% no início desse ano e consequentemente aumentou substancialmente a sensibilidade do consumidor aos preços. A resposta natural tem sido um profundo processo de desinflação a partir do quarto trimestre de 2015, inclusive no setor de serviços. Além da elevada ociosidade da economia, a safra agrícola contribuiu para deflação de alimentos no início desse ano. Assim, estimamos IPCA em torno de 4,0% em 2017 e 4,3% em 2018.

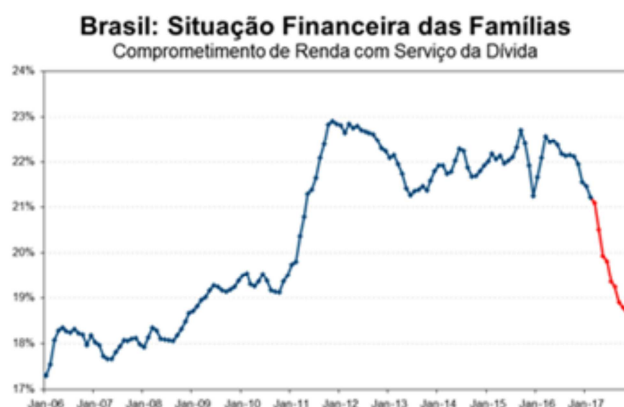
Gráfico 03



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

O Banco Central do Brasil tem todas as condições para derrubar a taxa de juros até 9,0% ao ano. O menor custo de capital será a espinha dorsal do processo de recuperação da atividade, pois reduzirá o comprometimento de renda das famílias com pagamento de serviço da dívida de 22% no final do ano passado para cerca de 19% nos próximos doze meses. A redução do pagamento de juros deverá liberar cerca de 3% da renda disponível para consumo ou poupança dos indivíduos. Assim, estamos iniciando um ciclo de recuperação gradual do consumo.

Gráfico 04



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



Do lado corporativo, a queda da taxa Selic impacta rapidamente o custo de dívida das grandes empresas. As empresas de menor porte ainda precisarão ajustar seus balanços e renegociar suas dívidas com seus credores nos próximos trimestres. Mas, independentemente do tamanho da empresa, o aumento gradual do consumo das famílias reduzirá a ociosidade das empresas e permitirá a recuperação do investimento em máquinas e equipamentos a partir do próximo ano.

Reiteramos que o nosso cenário de recuperação da atividade inclui a aprovação da reforma da Previdência no Senado no terceiro trimestre. Estimamos que a economia da proposta atual será suficiente para estabilizar o déficit da Previdência nas próximas duas décadas, em 2035, precisaremos de uma nova reforma. É o que temos para hoje

Portanto, continuamos mais conservadores do que o consenso para o desempenho da atividade nesse ano. Também não mudamos nossa visão mais otimistas para o próximo ano baseada na profunda queda de juros e na aprovação de reformas. Como o tempo não para, o cenário otimista está cada vez mais próximo. O tempo está ao nosso favor.



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

O mês de abril se destacou pela queda dos preços de commodities, principalmente o petróleo, e também por uma certa tranquilidade no mercado de juros nos Estados Unidos, com uma menor preocupação em relação ao ritmo de elevação na taxa dos *FED Funds*. O mercado precifica apenas mais duas altas de 25bps em 2017, o que nos parece ser uma complacência para uma economia que está praticamente vivendo um período de pleno emprego. A taxa de juros paga pelos *bonds* de 10 anos chegou a cair mais de 20 bps, mas encerrou o mês com uma queda de 10 bps passando de 2,38% no final de março para 2,28% no último dia do mês de abril.

Esse movimento de queda nos juros longos levou a uma valorização das moedas de países desenvolvidos com exceção do Iene japonês que encerrou o mês estável. Os maiores destaques foram para a Libra esterlina, com alta de 3,2% e o Euro que se valorizou 2,3%, beneficiado com o resultado do primeiro turno nas eleições presidenciais na França com a vitória do candidato de centro Emmanuel Macron.

As moedas de países emergentes, mais ligadas a preços de commodities, perderam valor em relação ao Dólar norte-americano. O Dólar canadense se desvalorizou 2,5%, sendo o destaque negativo. O Real perdeu 1,7% e o Peso mexicano, que vinha apresentando uma alta volatilidade nos últimos meses, apresentou uma perda leve de apenas 0,5%.

No mercado de FX, durante o mês de abril nos beneficiamos do carregamento da posição vendida da trava de alta 3,200/3,300. O dólar se manteve comportado numa banda de 3,10 e 3,20 muito em função da rolagem integral de *swaps* do Banco Central preocupado com o cenário externo. A opção de venda que havíamos comprado também funcionou bem pois protegeu a posição nas quedas do dólar e onde nos preocupava mais. Continuamos com a visão de enfraquecimento do dólar baseado numa aprovação satisfatória da reforma da previdência e com a atuação do Banco Central que busca evitar movimentos bruscos da moeda e devemos usar a mesma estratégia para o próximo mês.

JUROS & INFLAÇÃO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Em nosso relatório passado comentamos sobre uma natural suavizada na dinâmica positiva observada no desempenho da renda fixa nos últimos meses e pode-se dizer que esse fenômeno vem se consolidando. Desde dezembro passado, foram quatro meses ininterruptos de quedas mensais nas taxas, sequência quebrada agora em abril, dado que tivemos uma leve alta.

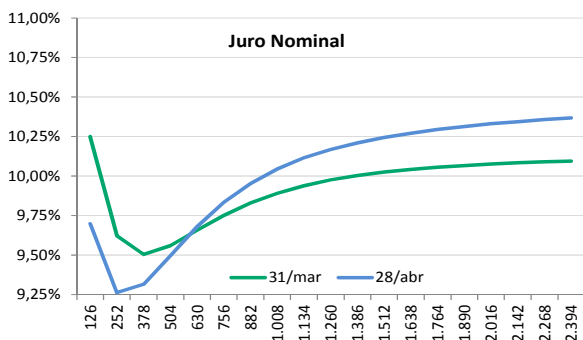
Para sermos mais justos, no entanto, deveríamos classificar o mês passado como o mês da estabilidade. Tanto o desempenho dos ativos, como os indicadores da economia, sejam de atividade ou de inflação, vieram no conjunto sem surpresa relevante. Mesmo o Copom, que baixou em 100bps a Selic conforme esperado, passou praticamente despercebido. Sinal de expectativas bem conduzidas e mercado bem precificado.

Houve sim um momento de piora nos últimos dias do mês, relacionado aos “ventos democráticos”, na definição do ministro Meirelles acerca das negociações envolvidas na Reforma da Previdência. Também tivemos alguns ruídos geopolíticos relacionados a política externa dos EUA. Nada, entretanto, será capaz de mudar significativamente as bases do cenário que trabalhamos: continuidade da queda da Selic em direção a 9,00% este ano, seguido de longo período de taxas estáveis.

A curva de juros nominais apresentou uma redução nos vértices mais curtos, com quedas ao redor de 20bps para os vencimentos ao longo de 2018, e altas de até 30bps nos vencimentos mais longos, acima de 8 anos, fazendo com que a+ curva sofresse uma importante alta na sua inclinação. O IRF-M foi mais impactado pelo movimento da curva longa se valorizou 0,53%, 27bps a menos do que o IMA-S, que teve uma rentabilidade de 0,80%.

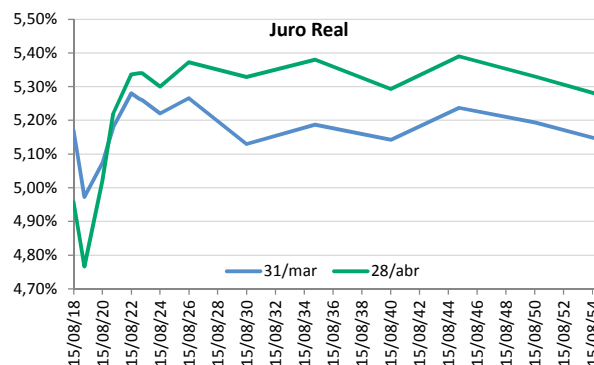
A curva de juros reais apresentou altas modestas, entre 10 e 20bps, para os vencimentos a partir da NTN-B 2021. Os vencimentos mais curtos (2018, 2019 e 2020) apresentaram quedas, mas o carregamento negativo compensou o ganho da queda nas taxas. O IMA-B se desvalorizou -0,32%, perdendo 112bps na comparação com o IMA-S.

Gráfico 05



Fonte: Anbima e BNP Paribas Asset Management Brasil

Gráfico 06



Fonte: Anbima e BNP Paribas Asset Management Brasil

O QUE FIZEMOS?

Nossas ações foram muito em linha com as estratégias que desenhamos na última carta: alongamento de posições.

Não houve alteração no patamar de risco utilizado. Fizemos algumas movimentações de curva apenas. Na parte real, eliminamos a posição intermediária alocada na NTN-B 2026 e transferimos esse risco entre os vértices B22 e B35. A NTN-B 2022 deve ser beneficiada pela entrada no benchmark IMAB-5, gerando uma demanda por parte dos fundos indexados. A NTN-B 2035 reflete uma visão positiva que temos em relação a parte mais longa da curva. Fizemos o mesmo movimento na porção nominal, alongando parte do vértice Jan19 para o Jan21.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

Seguimos acreditando que os prêmios restantes devem ser capturados em velocidade lenta. Nosso cenário prevê que a Selic chegue em 9,00% e aí permaneça por um longo tempo. Isso nos diferencia marginalmente do mercado, que parece acreditar em um ciclo mais estendido de queda da Selic, para voltar a subir em 2018. Essa divergência de opinião nos faz preferir a parte longa da curva, uma vez que em o BC não



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

avançando dos 9,00%, reduziria muito a chance de um ciclo de alta a frente e por consequência a curva desinclinaria.

Vale ainda ressaltar a natureza conservadora do atual BC. Mesmo nos momentos em que acelerou o ritmo de queda, o fez apenas quando boa parte dos analistas, inclusive da ala conservadora, praticamente clamava por isso. O que nos faz refletir se de súbito o presidente Ilan e sua equipe seriam tomados de um espírito aventureiro, de modo a testar juros mais baixos sem o respaldo de seus modelos. Seria uma mudança ao estilo visto até aqui. Em outra versão, as circunstâncias poderiam mudar de tal modo que a inflação ameaçasse vir muito abaixo da meta, o que geraria um novo “clamor” e o BC alongaria o ciclo de relaxamento. Uma mudança de cenário que, enfim, também beneficiaria os longos.

RENDA VARIÁVEL

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Em abril o grande evento no mercado de volatilidade no índice Bovespa foi a eleição na França que após os resultados inesperados do Brexit e Donald Trump em 2016, gerou muita preocupação. Apesar da volatilidade realizada não ter variado muito no mês, ficando ao redor de 19 pontos, no fim de semana anterior a eleição a volatilidade implícita chegou a 24 pontos. Como o evento não teve surpresa, a volatilidade cedeu 2 pontos e fechou o mês em 21 pontos. Em relação a posição, após o vencimento das opções de índice, novas estratégias não foram renovadas esperando uma queda de volatilidade para montar travas de alta.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

A agenda de votação da Reforma da Previdência, por sua natureza polêmica, tende a gerar volatilidade nos mercados, sobretudo agora que se iniciam os trabalhos de votação. Obviamente monitoraremos com muita cautela cada concessão feita, que se não alterarem de modo relevante nossas premissas de impacto fiscal, avaliaremos como oportunidade de eventual aumento de risco.

No mercado de renda variável iremos manter as estratégias de volatilidade, aguardando o melhor momento para um aumento de posições.



CRÉDITO PRIVADO

Durante o mês de abril, continuamos vendo os grandes bancos com pouco interesse em captar recursos de investidores institucionais, o que mantém a pressão para baixo das taxas dos papéis de primeira linha, seja dos próprios bancos sejam papéis corporativos. Analisando os dados dos balanços dos 3 grandes bancos privados (Itaú, Bradesco e Santander) e do Banco Central até março de 2017, vemos que as carteiras de crédito continuam em queda puxadas principalmente pela pessoa jurídica (-8,4% yoy) e apresentam um leve crescimento nas pessoas físicas (+1,1% yoy). Em linhas gerais, a inadimplência também só tem piorado na pessoa jurídica (atraso > 90 dias era de 5,6% mar/17 x 4,9% em mar/16), enquanto na pessoa física os indicadores de inadimplência estão estabilizando em níveis melhores que em 2016 (5,9 em mar/17, 5,9% em fev/17 e 6,2% em mar/16).

Diferente da crise de 2008/2009, na qual vimos os bancos públicos como o BNDES, o BB e a Caixa sendo colocados para tomar a frente da retomada da concessão de crédito, acreditamos que desta vez os privados é que farão este movimento, e de forma bastante gradual durante os meses de 2017, acompanhando as condições macroeconômicas.

De qualquer forma, a expectativa dos grandes bancos é de manutenção das suas carteiras de crédito estáveis em 2017 quando comparadas a 2016, o que não deve fazer com que a demanda por *funding* retome forte este ano. O Banco Santander, inclusive, foi bastante vocal em seu *call* de resultados deixando claro que na sua estratégia de melhorar o custo de seu *funding* está a redução do volume de letras financeiras no seu mix.

Dado este pano de fundo de um mercado em que os investidores estão carentes por ativos e a falta de letras financeiras dos grandes bancos, estamos vendo diversas empresas aproveitando para fazer captações em mercado. Em abril, vimos um dos maiores números de emissões de debêntures dos últimos meses com emissões da Escelsa e Bandeirantes (distribuidoras de energia da EDP), da Algar Telecom, da Drogaraia, AES Tiete, Neoenergia, AES Eletropaulo e Lojas Americanas. Vale destacar a emissão da Drogaraia dado o patamar de fechamento de taxa que foi um dos mais baixos dos últimos tempos. A oferta de R\$ 300 milhões teve demanda superior a R\$ 1,5 bilhão e a taxa final ficou em 104,75% do DI. Em *pipeline* para maio temos a emissão de debêntures da Localiza e letras financeiras de bancos de montadora como GMAC, Toyota e Volkswagen.



RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

O desempenho negativo dos ciclos globais continuou em Abril. O petróleo e o minério de ferro tiveram queda, respectivamente, de 3.41% e 14.4%. As razões para fraqueza das commodities não estão muito claras, entretanto, alguns sinais estão mais evidentes: (i) Banco Central Chines aumentou bastante vigília em torno das concessões de crédito e tomou algumas medidas para ajustar balanço dos bancos; (ii) as restrições no mercado imobiliário Chines continuaram aumentando, principalmente, em cidades maiores; (iii) mercado demonstrou bastante ceticismo em relação ao cumprimento do acordo de restrição de oferta da OPEC; (iv) expectativa de retomada de produção de petróleo de países que estão fora do acordo (p.ex Libia).

No Brasil, houve evolução no processo de aprovação da reforma da previdência dado que pautaram a data para aprovação do relatório na comissão especial. Adicionalmente, em termos de atividade, durante mês de Abril várias empresas, principalmente no setor de consumo, mencionaram a evolução positiva da atividade em Março e também na primeira quinzena de Abril. Isso ficou bastante evidente nos resultados das varejistas (p.ex Renner e Hering) e empresas de shopping.

O QUE FIZEMOS?

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

- (i) Aumentamos: consumo discricionário, açúcar e álcool e energia elétrica.
- (ii) Reduzimos: consumo básico, mineração e serviços financeiros.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Na parte global, a principal discussão é se estamos entrando em um ciclo perverso de commodities ou não e, caso estejamos, se terá curta ou longa duração. Dito isso, a conclusão é extremamente importante para o Brasil dado nossa balança comercial e composição do índice de ações. Vale lembrar que essa discussão ocorre em paralelo ao potencial crescimento de EUA (que decepcionou um pouco na margem) e aumento dos riscos geopolíticos.

Em relação ao mercado doméstico, o principal item a ser monitorado é a aprovação da reforma da previdência. Neste ponto, vale mencionar que alguns sinais embrionários que pode haver algum atraso no calendário de aprovação na Câmara (o que empurraria aprovação do Senado para final do ano) criando assim um pequeno risco que deve ser, atentamente acompanhado.

Na parte de Micro, 50% do Ibovespa já reportou resultado e, conforme comentado acima, o destaque foi setor de consumo. Em relação a esse ponto, é difícil afirmar quanto foi o efeito dos saques do FGTS e o quanto foi retomada da confiança.

De qualquer forma, após a forte alta das ações que compõem esse grupo, é importante mencionar que nível de *valuation*/múltiplo dessas empresas,



principalmente quando comparamos com bancos, está, em nossa visão, extremamente elevado.

Sendo assim existem três riscos importantes na mesa:

- (i) Atraso da reforma;
- (ii) Desaceleração de nível de atividade;
- (iii) Início de ciclo perverso de commodities.

Tendo isso em mente, optamos por manter uma carteira "under" em cíclicos globais (principalmente em mineração) e preferimos ter exposição a atividade doméstica em ativos com múltiplos mais atrativos (bancos). Em termos de exposição, mantemos alocação comprada muito próxima do mês anterior.

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**