

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.....	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

	Julho	12 meses
CDI	0,80%	12,56%
IRF-M	2,31%	17,91%
IMA-B	4,00%	14,97%
IMA-B5	2,85%	13,72%
IMA-GERAL	2,34%	14,99%
DÓLAR	-5,37%	-3,34%
IBOVESPA	4,80%	15,03%
IBrX	4,91%	15,35%
SMLL	8,14%	26,01%
IDIV	4,82%	27,11

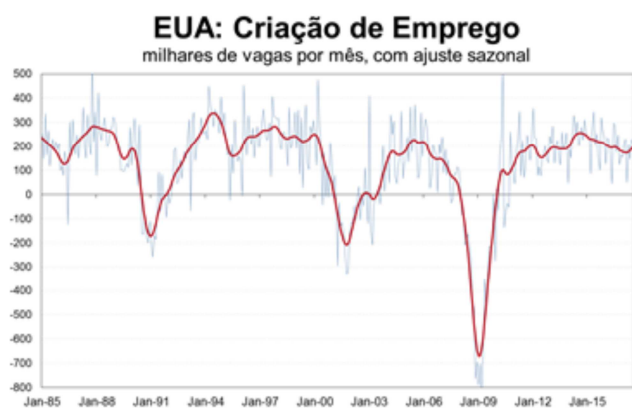
Fonte: BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM



ECONOMIA INTERNACIONAL

A atividade mundial continuou robusta em julho. Nosso indicador que mensura o setor manufatureiro apresentou ligeiro desaquecimento de 53,9 pontos em junho para 53,1 em julho, compatível com crescimento mundial em torno de 3,5% ao ano.

Gráfico 01



Nos EUA, o mercado de trabalho permanece em forte expansão. A taxa de desemprego atingiu apenas 4,3% em julho diante da geração de 2,4 milhões de empregos nos últimos doze meses. A falta de mão de obra ociosa deve acelerar os salários gradualmente nos próximos trimestres e pressionar a inflação ao consumidor. Nesse ambiente, acreditamos que o FED manterá a trajetória de aumento da taxa de juros nos próximos anos para 3,5%a.a..

Na China, a atividade voltou a acelerar no trimestre passado. A expansão do PIB real passou de 5,3% no

1T17 para 7,0% no 2T17, ambos anualizados. Isso reitera nossa expectativa de que o governo continuará gerenciando a atividade econômica para atingir a meta de 6,5% nesse ano.

Enfim, não houve alteração do nosso cenário internacional. Vamos deixar nossos neurônios trabalharem na complexidade do cenário local.

ECONOMIA BRASILEIRA

Ao longo dos últimos quatro anos, divulgamos projeções para a atividade econômica consistentemente abaixo do consenso. Essas estimativas estavam baseadas no diagnóstico de que todos os agentes da economia estavam excessivamente alavancados. Esse diagnóstico permanece até hoje, a saber:

(I) Governo: o resultado fiscal continua ruim. A estabilização da dívida pública requer uma melhora expressiva nas contas públicas, caminhar do atual déficit primário de 2,6% do PIB para um superávit de, pelo menos, 1,5% do PIB. Esse movimento implica em um enorme esforço fiscal, com corte adicional de gastos e aumento da carga tributária. Ou seja, o governo não tem condições de impulsionar a demanda doméstica nos próximos anos.

(II) Empresas: apesar da recuperação nos últimos trimestres, a margem operacional continua baixa. Além disso, a ociosidade permanece alta e não sugere a necessidade de um ciclo de investimentos no curto prazo.

(III) Famílias: elevada taxa de desemprego e alto comprometimento de renda com pagamento de juros e amortização da dívida impedem uma rápida e forte aceleração do consumo no curtíssimo prazo.

Diante desse diagnóstico, poderíamos acreditar que não existe perspectiva de recuperação da atividade para o próximo ano. Mas, extrapolar dados do passado para o futuro não costuma dar certo. Vamos aos números.

A queda da demanda doméstica entre 2014 e 2017 desacelerou todos os componentes da inflação e, conseqüentemente, permitiu um amplo ciclo de corte da taxa básica de juros pelo banco central. Entendemos que existem alguns canais diferentes de transmissão da política monetária para a atividade. Em primeiro lugar, reduções da taxa Selic sempre levaram a uma aceleração da concessão de novos empréstimos para pessoa física, com defasagem natural. Importante destacar que a concessão de crédito novo subiu 3,3% no 2T17 em relação ao 1T17, deflacionado e com ajuste sazonal, como mostra a Figura 2. Isso é um forte indício de que esse canal está sendo ativado, como deveria ser.

Gráfico 02



Fonte: BCB, IBGE e BNPP AM. Elaboração: BNPP AM.

Em segundo lugar, existe a possibilidade de renegociação da dívida passada e redução do comprometimento de renda com pagamento de juros. A redução da taxa Selic sempre liderou a queda da taxa de juros de novos empréstimos, o que permitiu um processo de troca de dívida antiga por uma nova e

mais barata. O processo é bastante simples, mas demorado. Vamos fazer dois exemplos:

(I) Considere um indivíduo que tomou um crédito pessoal há um ano atrás com taxa de juros pré-fixada em 55% a.a.. Após uma forte redução da taxa Selic, o indivíduo percebe que a mesma linha de crédito está sendo oferecida com taxa de juros de 40% a.a. Assim, surge a possibilidade do indivíduo renegociar sua dívida com o credor (ou realizar a portabilidade para outra instituição financeira) e reduzir a taxa de juros do estoque da dívida. Esse movimento reduzirá o comprometimento de renda mensal com pagamento de juros e liberará recursos para consumo imediato.

(II) Imagine uma pessoa que possui dívida no cheque especial com taxa de juros de 325% a.a.. Após um período, ela percebe que pode tomar um crédito pessoal para quitar seu cheque especial e, conseqüentemente, começa a pagar um montante de juros substancialmente menor. Isso também libera renda para consumo.

Existem outras possibilidades de renegociação de dívida, mas são processos que exigem um mínimo de educação financeira. Provavelmente esse é o principal motivo da defasagem histórica de seis meses entre a redução da Selic e a redução da taxa de juros do estoque da dívida, como mostra a Figura 3.



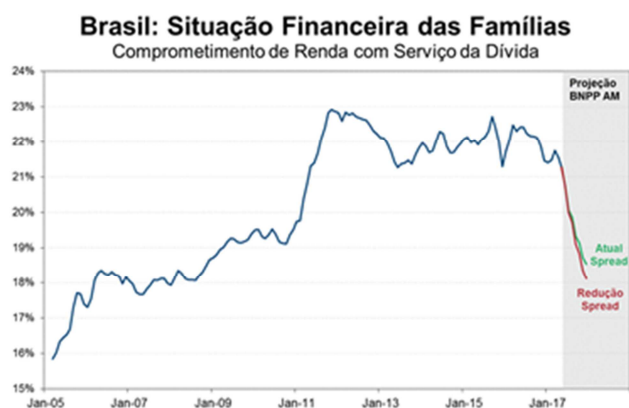
Gráfico 03



Fonte: BCB e BNPP AM. Elaboração: BNPP AM.

O impacto calculado da queda da taxa Selic para 8,0% sobre o comprometimento de renda das famílias pode ser visto na Figura 4.

Gráfico 04

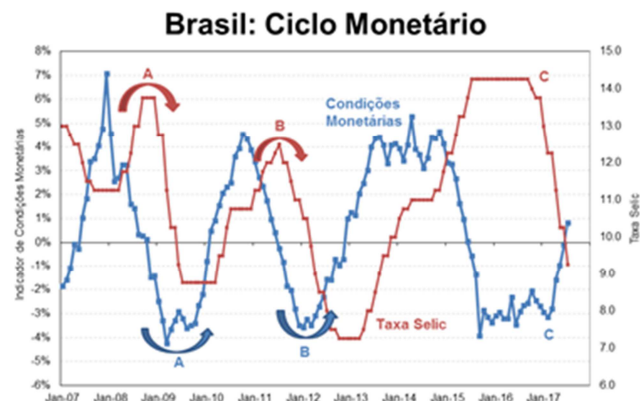


Fonte: BCB e BNPP AM. Elaboração: BNPP AM.

Mantendo o atual patamar de *spread* bancário, o pagamento de juros das famílias será reduzido em R\$ 95 bilhões, o que representa a possibilidade de um impulso direto de 2,4% ao consumo e 1,5% ao produto interno bruto. Na hipótese de redução do *spread* bancário para a média histórica, o dispêndio com juros será reduzido em R\$ 135 bilhões, o que significa aumento do consumo em 3,3% e expansão de 2,1% da produção nacional. Incluindo os efeitos multiplicadores de dispêndio, estimamos que o efeito total (direto e indireto) sobre o PIB ficará entre 2,7% e 3,8% nos próximos trimestres. Dessa forma, aumentamos nossa

projeção para o PIB real 2018 de 2,6% para 3,5%, acima do consenso em 2,0%.

Gráfico 05



Fonte: BCB e BNPP AM. Elaboração: BNPP AM.

Diante da expectativa de forte aceleração da demanda doméstica, aumentamos nossa estimativa para o IPCA 2018 de 4,3% para 4,6%. Além disso, esperamos uma significativa expansão das importações e redução do saldo comercial para cerca de USD 38 bilhões, implicando em déficit da conta corrente em 2,4% do PIB em 2018. A manutenção desse patamar de taxa de juros por período prolongado pressionará a inflação e deteriorará as contas externas, mostrando a necessidade de um ciclo de normalização da taxa Selic a partir do segundo semestre do próximo ano.

Portanto, a política monetária é muito potente e funciona com defasagem natural de, pelo menos, seis meses. A atividade estabilizou em meados desse ano e deverá acelerar nos próximos trimestres. Nosso indicador proprietário de condições monetárias voltou ao patamar expansionista somente em julho, o que evidencia que a inflação do mês passado ainda não reflete o atual patamar da taxa básica de juros. Cuidado, não extrapole dados do passado para o futuro.



RENDA FIXA / MULTIMERCADO

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

MOEDAS

O mês de julho continuou bastante favorável para ativos de risco o que acaba beneficiando as principais moedas em detrimento do Dólar norte-americano. A taxa dos títulos de 10 anos oscilou, entretanto encerrou o mês estável em relação a junho.

O Real foi o grande destaque no mercado com uma valorização de quase 6%, apesar da queda do carregamento em função da redução da taxa Selic nos últimos meses. Outros destaques a serem ressaltados foram o Euro. O Dólar Australiano e o Dólar Canadense com altas ao redor de 4%.

Entre as principais moedas nenhuma merece um destaque no campo negativo. Entretanto, o Franco Suíço não acompanhou seus pares e perdeu 1% no mês.

JUROS & INFLAÇÃO

DINÂMICA PÓS-CRISE

É natural e se repete na história: após um período de stress exacerbado, o mercado primeiro estabiliza a volatilidade para só então reduzir o prêmio de risco. Não raro, essa última etapa costuma ser rápida, embora bem menos violenta que o stress, à medida que os agentes temem ficar de fora da volta e

aceleram suas alocações. Julho foi o mês em que essa etapa se concretizou de modo clássico, e tanto as taxas de juros como o BRL atingiram patamares pré-delação de maio.

Alguns catalisadores (e eles sempre existem) ajudam a explicar o bom desempenho dos ativos. A dinâmica externa foi muito benigna, com o DXY (cotação global do USD contra uma cesta de moedas) atingindo o patamar pré-Trump, reflexo de uma combinação que muito ajuda o mundo emergente: BCs extremamente cautelosos na retirada de estímulos monetários e países desenvolvidos dando sinais de crescimento robusto. Por aqui, houve uma confluência bastante feliz também. Primeiro o recesso no Congresso, com menos ruído político sendo produzido em Brasília. Segundo ponto, o BC, que se rendeu a dinâmica bastante positiva da inflação e repetiu a queda de 100bps na Selic. Neste ponto, a principal surpresa foi o cenário apresentado na ata, em que o BC sinaliza outro corte de 100bps em setembro, o que levou o consenso dos economistas entenderem que a Selic terminal seria abaixo do imaginado.

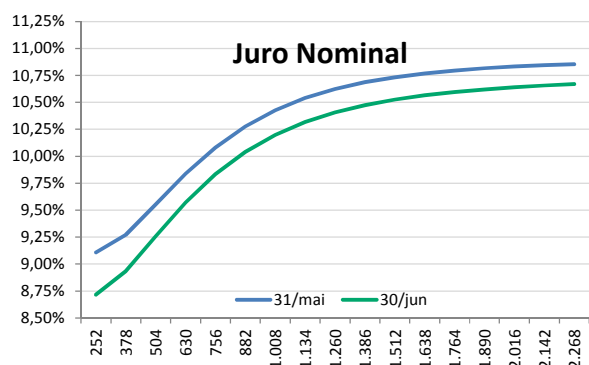
A curva de juros nominais apresentou quedas entre 60 e 85bps para vencimentos superiores a um ano, já considerando o carregamento. O melhor desempenho foi do vértice dentro Jan20. O IRF-M encerrou o mês com uma alta de 2,31%, 149bps melhor do que o IMA-S, que teve uma rentabilidade de 0,82%.

A curva de juros reais também apresentou um bom desempenho, porém mais modesto do que a de juros nominais. Considerando-se o carregamento em função do IPCA negativo a curva apresentou quedas entre 30 e 90bps sendo que os vencimentos mais longos apresentaram um pior desempenho do ponto de vista de oscilação de taxa. Por sua vez, olhando o preço dos



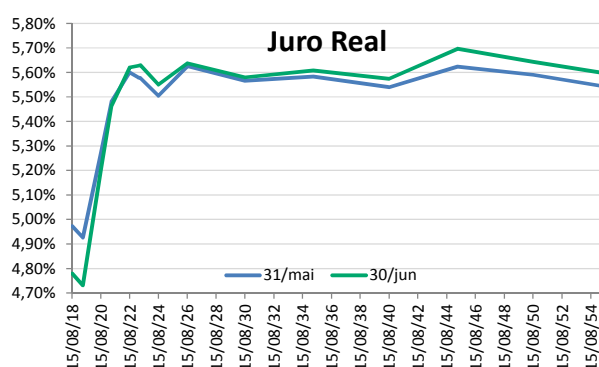
títulos os mais longos se beneficiaram em função da maior duração. O IMA-B se valorizou 4,00% superando o IMA-S em 318bps.

Gráfico 06



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

Gráfico 07



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

O QUE FIZEMOS?

Reduzimos marginalmente as posições aplicadas em juros nominais, um movimento de disciplina tática, sobretudo porque víamos a probabilidade de o BC dar 75 ao invés de 100, um pouco maior do que o embutido nos preços. Especificamente para o Copom, aumentamos a posição em NTN-B 2022 e compramos a digital de 75, uma proteção via opções caso o BC

surpreendesse com corte menor do que 100. O combo agregou valor às carteiras.

Incrementamos risco aplicando a inclinação Jan19xJan21, buscando capturar as altas embutidas na curva.

Por fim, voltamos a alocar risco na parte longa da curva de juro real (NTN-B 2050), em virtude do cenário político marginalmente menos incerto.

OLHANDO PARA FRENTE

Parece haver um desejo dos mercados para que o país volte aos trilhos. Ancorado na credibilidade da equipe econômica, os ativos brasileiros voltam ao entusiasmo ao menor sinal de vida das reformas estruturais, que há um mês e meio atrás pareciam subitamente mortas. Dificilmente teremos uma reforma da previdência nos moldes que vinha sendo encaminhada até o incidente de maio, mas começa-se esboçar alguma esperança de que uma reforma, mesmo desidratada, limitada a idade mínima talvez, seja possível. Afinal, sobrevivendo, o atual governo deve continuar com maioria operacional no Congresso, o que a bem da verdade ele nunca perdeu (vide a aprovação da reforma trabalhista).

Se não desanuvia inteiramente o horizonte, ao menos sinaliza que a racionalidade econômica permanecerá, o que para o mercado de curto prazo, basta para continuidade da redução de prêmio de risco, sobretudo na porção longa da curva.

Quanto à política monetária, entendemos a opção do BC por levar a Selic abaixo do neutro, provavelmente inferior a 8,00%. Essa queda acentuada de juros



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

impulsionará de modo importante o consumo, levando a um PIB positivo de 3,5% ano que vem. É factível que essa dinâmica ensejará uma normalização da Selic a frente (alta de juros), mas esse é um tema futuro, para ficar no radar da gestão no momento.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de julho as volatilidades no mercado de renda variável e câmbio continuaram a ceder consequência da queda da volatilidade realizada, apesar das incertezas políticas no cenário político local. Trata-se de um movimento global onde o VIX, o termômetro de incerteza do mercado internacional, atingiu a mínima de 9.36 pontos, resultante do prolongamento das políticas expansionistas dos bancos centrais, adiando mais uma vez a recompra de títulos e diminuição da liquidez global. Continuamos com as travas na razão de 1 para 2, para reduzir o carregamento das estruturas. Nas travas de baixa estamos com o preço de exercício 60,000 contra 57,000 e na de alta 68,000 contra 70,000 com vencimento para 16 de agosto. No mercado de câmbio montamos um condor para dezembro cujos preços de exercício são 3.350, 3.400, 3.450, 3.500 vislumbrando uma eventual alta de Dólar em função da redução do juro local doméstico, aumento da importação com a retomada do consumo e final da entrada massiva de divisas com o final da super safra.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

Na renda fixa vamos manter as carteiras um pouco mais defensivas com peso preponderante em papéis indexados à inflação em função do prêmio mais reduzido na curva de juros nominais.

No mercado de renda variável vamos manter as mesmas estratégias até o vencimento das opções.





CRÉDITO PRIVADO

No mês de julho, a questão técnica continuou prevalecendo no mercado de crédito em relação ao fundamento. A concorrência pelo crédito corporativo permanece elevada dada a falta de emissões de letras financeiras por parte dos grandes bancos, ou com emissões em patamares de taxas bastante baixas, como foram os casos do Itaú e Bradesco que pagaram 102% do DI para o prazo de 2 anos.

O mês começou com o *bookbuilding* do FIDC da Cielo apresentando o recorde de demanda do ano. A demanda total foi de R\$ 8,6 bilhões para uma oferta a mercado de R\$ 2,5 bilhões em cotas seniores, fazendo a taxa fechar a 102,95% do DI. Na sequência mais uma surpresa de taxa para baixo com o *bookbuilding* das debêntures da Sabesp com a série de 3 anos fechando a DI + 0,60% aa e de 5 anos a DI + 0,90% a.a. A Sonae Sierra já trouxe séries de 5 e 7 anos, e mesmo em prazos mais longos, as taxas fecharam a DI + 0,75% a.a. e NTN-B + 1,05% a.a., respectivamente. O mês encerrou com o *bookbuilding* da letra financeira do Banco Toyota de 2 anos saindo a 103% do DI, o nível mais baixo de uma emissão pública de banco de montadora.

O bom efeito colateral de um mercado com investidores muito demandadores de crédito é que os emissores passam a olhar mais para este mercado

como uma alternativa para captação. Assim, o pipeline hoje tem o maior número de emissões e o maior volume para um mês do ano. Em termos de volume, o destaque é a emissão de R\$ 5 bilhões da Petrobras, com séries de infraestrutura e de debênture tradicional. Estamos vendo também alguns novos emissores, como a Alliar e a Somos Educação, que estão aproveitando para estrear no mercado de capitais local, entre outros.

Excetuando o mercado bancário, que vem apresentando retomada bastante lenta, devemos ver um movimento mais forte de volta das concessões de crédito mais para 2018. O mercado de capitais local, as ofertas na bolsa e operações de M&A estão bastante ativas. Isso é saudável por ajudar na melhora da estrutura de capital das companhias, além de ajudar em estratégias de desalavancagem através de desinvestimento. Vimos o maior IPO do ano que foi a oferta do Carrefour que levantou R\$ 5,1 bilhões e evidencia que este é um mercado que continua aberto. De destaque de M&A, vimos a Cambuhy e a Itaúsa comprando a Alpargatas e a mexicana Lala comprando a Vigor - em linha com a necessidade de desinvestimento da J&F, a controladora da JBS. A Cemig e a Light assinaram um acordo de exclusividade com a Brookfield para a venda da Renova; além de oficializar a intenção de venda da participação da Light e da Usina de Santo Antônio.



RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

Em termos globais, os dados saudáveis de crescimento na Europa e Ásia e mistos nos EUA, resultaram em retornos positivos de forma geral em julho. Destaque positivo foi China com indicadores de crescimento acima da expectativa do mercado. Essa dinâmica positiva dos mercados desenvolvidos também favoreceu os emergentes e as *commodities*.

No Brasil, o presidente saiu vitorioso da votação em relação à denúncia e objetivo será colocar na pauta as reformas que restam: Previdência, Tributária e Política. Adicionalmente, vale comentar que os números de inflação continuaram surpreendendo positivamente o que possibilitou ao BACEN adotar um tom mais "dovish" após mais um corte de 100bps.

O QUE FIZEMOS?

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

- (i) Aumentamos: alimentos, consumo e industriais;
- (II) Reduzimos: serviços financeiros, educação e consumo básico.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Globalmente, os principais riscos para frente são: (i) agenda pró-crescimento do Trump não se concretizar; (ii) efeitos da redução do balanço do FED; (iii) início das discussões acerca do sucessor da Yellen no FED; (iv) riscos geopolíticos; (v) aceleração da inflação americana e (vi) início de retirada de estímulos por parte do Banco Central Europeu (BCE). Vale ressaltar que, atualmente, o mercado não precifica essas questões (ou então precifica de forma muito modesta). Adicionalmente, vale mencionar que o posicionamento do mercado está um grande consenso e que dentre essas "estratégias-consenso", a posição comprada em mercados emergentes é uma das maiores. Sendo assim qualquer risco mencionado anteriormente, pode ser capaz de catalisar uma grande realocação que poderia ser negativa para essa classe de ativos. Esta visão de riscos mal precificados globalmente nos faz manter algumas proteções na carteira.

Por outro lado, no ambiente doméstico, a trajetória de queda de juros, aliado a baixa inflação, tem impactado positivamente os ativos brasileiros. Contudo, o fato da recente vitória do presidente na Câmara, trouxe leitura que existe uma maior facilidade de aprovação da Reforma da Previdência. Este é o maior risco para frente dado que parte deste evento já estaria precificada. Em consequência, procuramos manter uma carteira, predominantemente, mais exposta à economia doméstica, entretanto, tentando buscar alfa em ativos específicos e não através de maior ou menor exposição setorial.

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**