

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

	Maio	12 meses
CDI	0,93	13,26
IRF-M	0,3	17,67
IMA-B	-1,19	15,32
IMA-B5	0,08	12,37
IMA-GERAL	0,01	15,36
DÓLAR	1,42	-9,77
IBOVESPA	-4,12	29,38
IBrX	-3,65	29,92
SMLL	-1,05	45,16
IDIV	-5,7	49,01

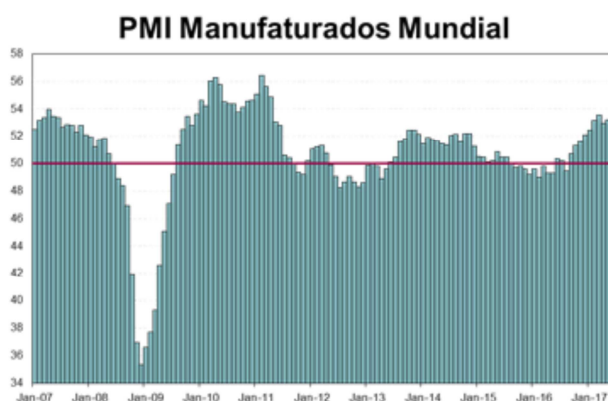
Fonte: BNP Paribas AM. Elaboração: BNP Paribas AM



ECONOMIA INTERNACIONAL

A atividade mundial permaneceu robusta no mês passado. Nosso indicador que mensura o desempenho do setor manufatureiro passou de 53,0 pontos em abril para 53,2 pontos em maio. Não houve mudança significativa entre os países da amostra, sendo que os desenvolvidos continuam liderando o ciclo econômico global.

Gráfico 01



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

Nos EUA, o PIB real do primeiro trimestre apresentou expansão modesta de 0,3% em relação aos últimos três meses do ano passado. O fraco desempenho foi causado por fatores pontuais, como (a) o atraso no pagamento do *Tax Refund* pelo governo para as famílias e (b) a forte aceleração da inflação com a alta do preço de *commodities* no final do ano passado. Esses dois fatores pontuais já reverteram nesse trimestre e, conseqüentemente, esperamos por uma

aceleração no ritmo de expansão do produto interno para cerca de 0,7% em relação ao primeiro trimestre. Assim, o resultado líquido é a redução da taxa de desemprego para apenas 4,3% em maio e a necessidade de continuidade do processo de normalização da taxa de juros pelo FED.

Na China, o governo continua gerenciando a política econômica para atingir o objetivo de crescimento do PIB real em torno de 6,5% em 2017. Já na Europa, o crescimento na região está estabilizado ao redor de 1,7%, ritmo que reduz gradualmente a ainda elevada taxa de desemprego. Assim, o Banco Central Europeu caminha lentamente para indicar a redução do ritmo de oferecimento de estímulos hoje em curso.

Dessa forma, não há novidade relevante no cenário internacional. Vamos ao que interessa...

ECONOMIA BRASILEIRA

O que mudamos no cenário econômico após as novidades do ambiente político do mês passado?

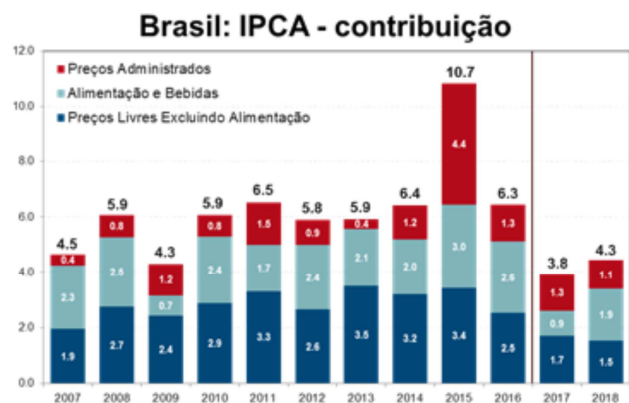
N A D A.

O PIB real do primeiro trimestre apresentou crescimento de 1,0% em relação ao quarto trimestre do ano passado, impulsionado pela excepcional safra agrícola. Enquanto isso, a demanda doméstica recuou 0,5%, a nona queda consecutiva. Infelizmente, os indicadores setoriais sugerem retração da atividade no segundo trimestre e recuperação moderada no restante do ano. Dessa forma, reiteramos nossa estimativa de uma leve queda do PIB real desse ano.

A elevada ociosidade dos fatores de produção tem colaborado para o processo de desinflação e sustenta a nossa projeção para o IPCA de 2017 em apenas 3,8%, ante 6,3% em 2016. Essa desinflação esperada de 2,5

pontos percentuais possui contribuição de 1,7 ponto percentual de alimentos e bebidas, ou seja, quase 70% da desinflação desse ano será o resultado de fatores temporários na agricultura. Assim, não podemos extrapolar o clima extremamente favorável e a substancial desinflação agrícola para a eternidade...

Gráfico 02



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

A nossa estimativa de uma pequena aceleração do IPCA para 4,3% em 2018 está baseada em três princípios: (a) a continuidade da desinflação de serviços com a elevada taxa de desemprego, (b) o retorno dos preços agrícolas à normalidade e (c) a desvalorização cambial para 3,45 BRL/USD no final desse ano. Nenhuma dessas hipóteses foi alterada recentemente e, dessa forma, não há motivos para mudar nossa expectativa de inflação. Consequentemente, mantemos nossa expectativa de redução da taxa Selic para 9,0% em setembro.

O ciclo de afrouxamento monetário em 5,25 pontos percentuais (ou 525 pontos base) será capaz de recuperar gradualmente o consumo das famílias nos próximos trimestres. Parcela importante do comprometimento de renda com pagamento de juros e amortização de dívida possui prazo inferior a um ano, como cheque especial e cartão de crédito. Isso ajuda a

explicar a forte relação histórica entre a taxa Selic e a taxa de juros implícita no estoque de dívida.

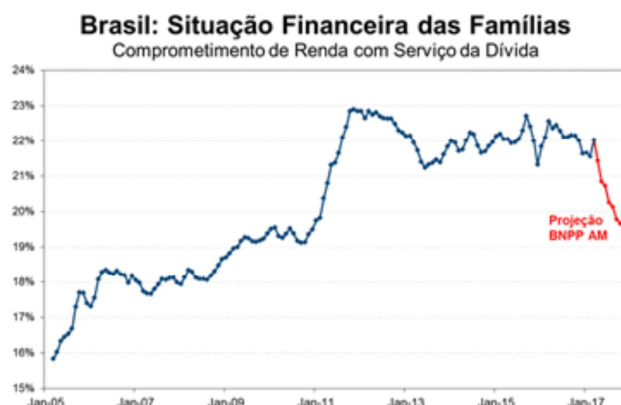
Gráfico 03



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

Dessa forma, estimamos que a redução da taxa Selic poderá liberar cerca de R\$ 101 bilhões para consumo até o final de 2018.

Gráfico 04



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

No lado corporativo, a margem operacional apresentou recuperação importante no primeiro trimestre desse ano e aproximou-se da taxa básica de juros. O nosso indicador proprietário sugere que as empresas finalmente conseguiram retornar ao breakeven econômico, o que sinaliza proximidade do fim do processo de demissão em massa.

Gráfico 05



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

Isso não é suficiente para o início de um amplo ciclo de investimentos no curto prazo - o nível de utilização da capacidade instalada permanece baixo - mas antecipa o fim da retração.

Portanto, reiteramos nossa projeção de expansão da atividade em, pelo menos, 2,6% em 2018. Uma grande lição dos últimos anos é que a política monetária funciona. Quando a taxa de juros estava em patamar elevado, nosso cenário incluía forte retração da atividade. A redução da taxa de juros para um nível adequado permitirá retorno ao crescimento econômico, considerando a defasagem natural entre juros, consumo e produção.





RENDA FIXA / MULTIMERCADO

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

MOEDAS

O mês de maio manteve a tendência favorável para ativos de risco no mercado internacional. As eleições na França apresentaram o resultado esperado no segundo turno, o que acabou por beneficiar o Euro com uma valorização de 3% no mês.

A taxa do título de 10 anos nos Estados Unidos caiu mais um pouco, vindo de 2,28% para 2,20% no último dia de maio. Esse movimento beneficiou as principais moedas que, salvo exceções, se valorizaram frente à moeda norte-americana. O maior destaque negativo foi o Real, motivado pela crise política que atingiu o Brasil em meados do mês de maio, com uma perda de 1,5% frente ao Dólar. Nossa moeda vinha apresentando um desempenho bastante positivo, mas em um único dia viu seu valor cair 10%. Com uma forte atuação do Banco Central vendendo *swaps* cambiais conseguiu reverter boa parte da perda, porém insuficiente para fechar em linha com outras moedas de países emergentes.

JUROS & INFLAÇÃO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Os movimentos nas curvas de juros devem ser analisados em dois períodos completamente distintos,

antes e depois da divulgação do áudio que atingiu em cheio o coração da república, mais especificamente o presidente.

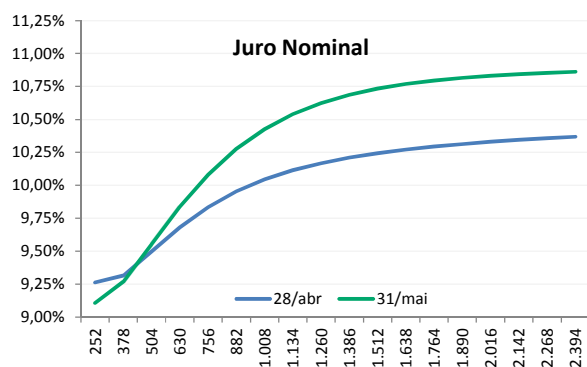
Até o dia 17 de maio as curvas de juros, tanto a real quanto a nominal, vinham apresentando uma queda razoável de cerca de 30 a 35 bps. O mercado estava bastante seguro da aprovação da reforma de previdência, que sem dúvida é uma das condições para a redução da taxa de juros estrutural. Além disso, a inflação não tem mostrado sinais de reação e o Banco Central chegou a sinalizar uma aceleração do ritmo de queda na taxa básica de juros. Com tantas notícias favoráveis os agentes se posicionaram para uma queda mais intensa no ritmo e também para uma Selic terminal (taxa de juros no final do ciclo) mais baixa. Embora o consenso para a Selic estava em 8,5% para a taxa ao fim do ciclo vimos muitos analistas revisando para baixo desse patamar.

O escândalo político que se seguiu após a divulgação do áudio e da delação premiada dos sócios da JBS mudou completamente o cenário. A curva de juros nominal no dia 18 subiu cerca de 180bps e a curva de juros real subiu ao redor de 100bps com uma expressiva alta na inflação implícita. Parte da alta pode ser explicada pelo fato do mercado estar com posições alavancadas, o que levou muitos investidores a serem forçados a reduzir posição com o atingimento dos seus limites de risco. A partir do dia 19 o tesouro ofereceu recompra de títulos ao mercado e os preços devolveram parte do movimento de alta. Ao longo do mês os preços encontraram um novo patamar longe do pico no dia do stress, mas longe também dos níveis anteriores respeitando os fundamentos para o novo cenário de risco político e de dificuldades para aprovação de reformas.



A curva de juros nominais encerrou o mês com uma leve alta dos vértices mais curtos e altas mais expressivas dos vencimentos mais longos. O DI Jan21 encerrou o mês com cerca de 30bps de elevação enquanto o DI Jan27 subiu cerca de 50bps com uma expressiva alta na inclinação. O IRF-M que chegou a cair mais de 2% no seu pior momento se recuperou e fechou positivo com valorização de 0,30%, 65bps a menos do que o IMA-S, que teve uma rentabilidade de 0,95%.

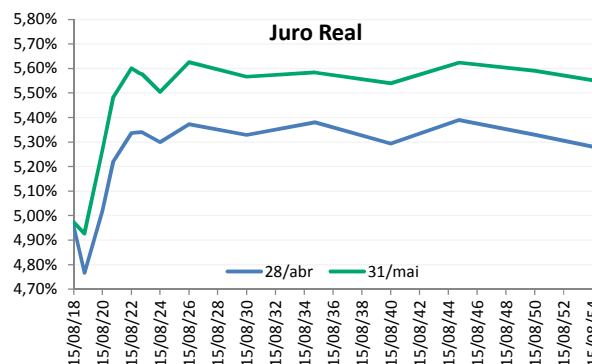
Gráfico 06



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

A curva de juros reais apresentou altas entre 25 e 30bps, ao longo de toda curva. O IMA-B chegou a apresentar uma rentabilidade negativa de quase 5% no fechamento do dia 18 também se recuperou, mas não conseguiu encerrar o mês no terreno positivo. O índice se desvalorizou 1,19% perdendo 214bps na comparação com o IMA-S.

Gráfico 07



Fonte: Anbima e BNP Asset Management Brasil

O QUE FIZEMOS?

Tínhamos duas estratégias predominantes nas nossas carteiras. Cerca de 60% do risco estava mais relacionado à política monetária com posições em juros nominais até o vértice Jan21 e em NTN-B 2022. Os outros 40% do risco estavam concentrados em posições voltadas a aprovação de reformas estruturais, basicamente NTN-B de vencimentos mais longos.

Fizemos uma redução da parcela mais ligada a reformas e aumentamos a estratégia em posições de política monetária tomando o cuidado de não aumentar o risco nas carteiras que estavam acima do limite permitido. Para os mandatos que apresentaram uma extrapolação mais acentuada dos limites, nós fizemos também, a mesma rotação, mas com uma redução maior dos limites totais de risco.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

Os últimos acontecimentos de origem política serviram para trazer o mercado para uma visão mais alinhada com o nosso cenário de Selic a 9% no final do ano. A decisão do Banco Central de reduzir a taxa básica em



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

100bps para 10,25% na última reunião junto com um comunicado mais conservador, não muda a nossa visão. Por outro lado, a autoridade monetária tira da frente a possibilidade de quedas mais aceleradas. Dado que a inflação corrente e principalmente as expectativas de inflação estão bastante ancoradas nós estamos muito confortáveis com nosso cenário. A curva de juros apresenta uma alta superior a 200bps já a partir do primeiro trimestre de 2018. Por considerarmos que o Banco Central pode ficar por um longo período sem subir os juros nós temos à visão que esse prêmio é excessivo. Por esse motivo focamos nossas estratégias em posições que se beneficiem de uma política monetária mais expansionista.

RENDA VARIÁVEL

COMPORTEAMENTO DO MERCADO

Em maio tivemos uma grande ruptura de preços com as gravações reveladas entre o Presidente da Republica Michel Temer e o empresário da JBS Joesley Baptista. No dia seguinte ao evento, o mercado de futuros já abriu no limite de alta/baixa muito em função do mercado de juros que estava excessivamente aplicado e que acabou contaminando todos os ativos. A bolsa foi obrigada a chamar um segundo limite para que os negócios se iniciassem. A volatilidade histórica de 30 dias do DI futuro vencimento janeiro 21 bateu 58%, nunca antes atingido, e acabou obrigando muitos participantes do mercado a zerar compulsoriamente suas posições. A intervenção do BC no câmbio e do Tesouro no mercado de títulos públicos foi essencial para trazer equilíbrio no mercado.

As nossas posições compradas em Gamma e Vega tanto em bolsa como câmbio se beneficiaram muito

desse cenário volátil. As opções de câmbio ficaram fora do dinheiro e os fundos ficaram comprados em Dólar futuro que foram zerados perto das máximas. No mercado de bolsa tínhamos uma trava de baixa 62,000/58,000 para junho/17 que funcionou muito bem, pois a mínima do mercado ficou um pouco abaixo de 58.000 pontos. Diminuímos metade das posições, mas seguimos comprados em Gamma e Vega, mesmo sofrendo o risco de queda da volatilidade. O cenário político continua muito incerto e a chance de uma nova surpresa desagradável é bem provável.

ESTRATÉGIAS PARA O PRÓXIMO PERÍODO

Na renda fixa seguimos com as estratégias montadas após a rotação de parte das posições ligadas à reforma para posições mais ligadas à atuação do Banco Central. Eventualmente podemos terminar de fazer essa troca dependendo do nível de preços.

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





CRÉDITO PRIVADO

Vivemos no mês de maio dois momentos bastante distintos no mercado de crédito privado. Até a primeira metade do mês, vivíamos uma grande euforia em um mercado em que as taxas das emissões corporativas estavam fechando a níveis mais baixos dos últimos 10 anos, como foram os casos das emissões de Localiza e Drogaraia. Com o vazamento da delação dos controladores da JBS, o que aconteceu foi que vimos às emissões que estavam em pipeline mais longas sendo suspensas. Foram os casos de Sabesp, CPFL Renováveis e Autoban.

Praticamente a única emissão mantida foi a da letra financeira do Banco Volkswagen. Neste caso, a emissão foi um sucesso com a demanda de 7 vezes o volume da oferta e a taxa fechando em 104% do DI a.a. para 2 anos. Outro destaque do mês foi a emissão bilateral de letras financeiras do Banco Itaú de 2 anos a 102% do DI. Este é o menor patamar de taxa de uma LF de 2 anos do banco para volume representativo desde que o instrumento foi criado em 2010, isso só evidência que não mudou a situação de liquidez dos investidores, que continua bastante elevada, e que os investidores têm cada vez menos opções seguras de ativos para alocar.

Outra situação que não muda de forma relevante, é o benefício que as empresas terão com a redução da

taxa Selic. O corte de quatro pontos percentuais na Selic desde outubro do ano passado traz um alívio importante para o endividamento das empresas. Uma simulação feita pela Fitch mostra que somente com a redução da Selic no atual ciclo, do pico de 14,25% para os atuais 10,25% a.a., a parcela do *EBITDA* usada para o pagamento de juros de dívida caiu de cerca de 80% para 65%. A ajuda seria ainda maior se a taxa de juros terminal ficasse nos patamares esperados pelos economistas de mercado entre 7,0-8,0% a.a. antes do vazamento dos áudios, mas um juro terminal de 9,0% já é benéfico para as empresas.

O que entendemos que pode ser prejudicial para as empresas é um possível atraso na retomada da economia e junto com isso um atraso também na retomada das concessões de crédito pelos bancos. Assim, as companhias mais endividadas devem ser as primeiras afetadas, não só pela ameaça imposta ao processo de recuperação das receitas como pelo aumento do risco de refinanciamento.

O desempenho dos fundos de crédito privado no mês não sofreu impacto relevante de todo este recrudescimento da crise política, como grande parte das outras classes de fundos, já que o estoque de ativos das carteiras não foi reprecificado. Acreditamos na manutenção dos patamares atuais dos preços dos bons ativos de crédito dada a ainda elevada demanda por estes papéis no mercado.





RENDA VARIÁVEL: COMPORTAMENTO DO MERCADO

A foto do cenário global se manteve muito parecida com abril: (i) *commodities* fracas, (ii) bancos Centrais com tom "dovish" e (liii) bolsas internacionais em patamares, historicamente, elevados e (iv) volatilidade historicamente muito baixa.

No Brasil, a crise política se instaurou após um processo de delação premiada que atingiu, em cheio, o atual presidente e assessores próximos. No dia do evento, o mercado sofreu uma forte correção que foi amortecida por uma grande compra de investidores estrangeiros. Sempre importante lembrar que o estrangeiro olha o Ibovespa em dólar. Dito isso, naquele dia, o Ibovespa chegou a cair 15% em dólar. O mais interessante é que, a despeito da turbulência doméstica e do cenário global mais desafiador, principalmente, para as *commodities*, esta classe de investidor, estrangeiro, aproveitou para comprar ativos brasileiros. Isto está relacionado a alguns fatores: (i) farta liquidez global; (ii) queda da taxa de juros doméstica; (iii) inflação sob controle e (iv) percepção de retomada da atividade.

O QUE FIZEMOS?

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

- (i) Aumentamos: consumo discricionário, serviços financeiros e energia elétrica;
- (ii) Reduzimos: Açúcar e álcool, logística e saneamento.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Na parte global, em nossa visão, o que mais chama atenção neste momento é o quão fraco o complexo *commodities* (metálicas + energia) se encontra. Em relação às metálicas, uma parte da explicação se encontra no enfraquecimento do mercado imobiliário Chinês e na, percepção, que a economia por lá irá, na melhor das hipóteses, estabilizar, dado que Banco Central deixou claro que a política monetária será contracionista/neutra. Já o segmento de energia o destaque fica para dificuldade da recuperação do petróleo, mesmo após extensão de corte de produção da OPEP. Adicionalmente, existem alguns outros pontos de atenção (principalmente questões geopolíticas) que, atualmente, não estão sendo contempladas pelos mercados como riscos substanciais. No Brasil, após a turbulência do mês de maio, o grande risco para frente é o aumento da governabilidade e, conseqüentemente, uma maior dificuldade de aprovação de uma reforma da previdência decente que estabilize o indicador Dívida/PIB. Outro ponto importante, é que, apesar da expectativa de um forte PIB no 1º trimestre, boa parte dessa força, advém do setor agrícola e já podemos verificar alguns indicadores antecedentes que demonstram considerável arrefecimento da atividade



No 2T. Ou seja, bom para inflação, mas ruim para o crescimento. Desta forma, mediante o cenário acima, optamos por deixar a carteira mais balanceada setorialmente, todavia protegida via opções de índice.

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**