

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

ABRIL 2020

CENÁRIO ECONÔMICO

ECONOMIA INTERNACIONAL

Abril foi marcado pelo avanço do surto da Covid-19 no mundo, piorando as perspectivas de recessão econômica mundial em 2020 devido aos efeitos das medidas de distanciamento social adotadas em vários países.

Em abril, países como EUA, Zona do Euro e China divulgaram seus resultados de PIB do primeiro trimestre de 2020, explicitando o impacto da pandemia na atividade econômica. Na China, o primeiro país afetado e que adotou medidas muito rígidas de distanciamento social em janeiro/fevereiro, o PIB contraiu -6,8% a/a - a primeira queda na atividade chinesa desde 1992 - enquanto que nos países ocidentais, que adotaram medidas de restrição de movimentação apenas no final de fevereiro, as prévias apresentaram queda de -3,3% a/a na Zona do Euro (a maior queda desde o início da série histórica em 1995) e queda de -4,8% t/t anualizado nos EUA (a pior queda desde a crise financeira de 2008).

Os dados da situação atual e das expectativas da atividade industrial medidos pelo PMI mostram que a contração econômica vista nas economias avançadas não parou em março. Nos EUA, o PMI de manufatura de abril alcançou 36,1 pontos, abaixo de março e o menor valor desde a grande recessão de 2008, enquanto na Zona do Euro, a prévia do PMI de manufaturados de abril ficou em 33,4 pontos, o menor valor da série histórica, abaixo mesmo da crise financeira de 2008. Na China, o PMI de manufaturados teve redução do patamar de 52 pontos registrado em março para 50,8 pontos em abril, mas ainda acima da linha d'água de 50 pontos, sinalizando que a atividade permanece em expansão, deixando para trás os efeitos do isolamento social sobre a economia.



Tatiana Pinheiro
Economista Chefe

tatiana.pinheiro@br.bnpparibas.com

Tabela 01

Tabela PMI de Manufaturados

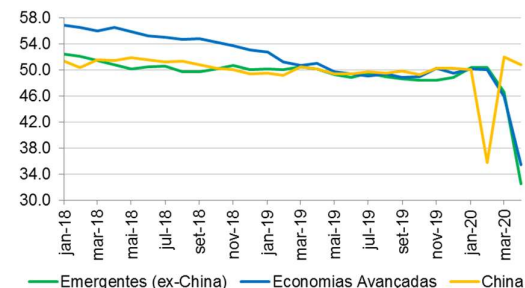
	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20
Emergentes	50.2	44.6	48.7	39.7
Economias Avançadas	50.1	50.0	45.9	35.4
China	50.0	35.7	52.0	50.8
Emergentes (ex-China)	50.3	50.4	46.5	32.5
Global (ex-China)	50.2	50.1	46.1	34.5
Global	50.2	47.8	47.0	37.1

Fonte: Bloomberg e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Em nosso cenário consideramos que o período de distanciamento social na Europa e nas Americas terá que ser maior do que foi na Ásia, mas com processo de normalização das atividades bastante lento, assim como ocorre na Ásia. O que resulta em contração econômica no primeiro semestre e recuperação econômica somente no segundo semestre.

Gráfico 01

Evolução do PMI Industrial entre as economias



Fonte: Bloomberg e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

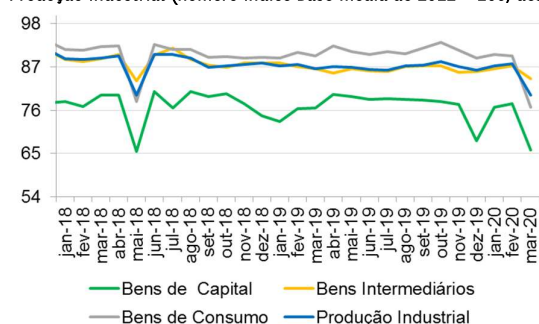
The asset manager
for a changing
world

Para mitigar os efeitos da Covid-19 sobre a economia, o receituário da política econômica é a expansão da política fiscal e monetária, buscando mitigar a destruição de capital humano e de capacidade instalada e viabilizar a retomada econômica no pós-crise. Até agora, entre medidas monetárias – no sentido de garantir a funcionalidade dos mercados e aumentar a liquidez – e medidas fiscais – no sentido de ampliar a rede de amparo às famílias e empresas, – as economias avançadas anunciaram em torno de US\$ 11,5 trilhões. O pacote fiscal nos Estados Unidos, totaliza 12% do PIB, o pacote na Alemanha soma 26% do PIB e no Japão, 20% do PIB.

ECONOMIA BRASILEIRA

No curto e médio prazo também haverá contração econômica devido aos efeitos da Covid-19. Projetamos que o primeiro e o segundo trimestre serão os mais afetados. De acordo com os nossos modelos, o distanciamento social deve perdurar durante o primeiro semestre, em maior ou menor grau. Esperamos que a normalização da atividade econômica comece lentamente ao longo de junho e julho. Devido aos efeitos do choque externo e a necessária adoção de distanciamento social sofridos no primeiro semestre, nossa previsão é contração econômica de -4,1% e ao contrário das economias avançadas, a velocidade da recuperação econômica brasileira deve ser mais lenta, devido às diferenças de ponto de partida. Antes da pandemia, o Brasil ainda lutava para superar a recessão de 2015-2016 e um esgotamento fiscal. As exportações líquidas e a demanda doméstica devem contrair no primeiro e no segundo trimestre e os resultados de recuperação econômica devem ser sentidos lentamente a partir do final do terceiro trimestre, com exportações sendo favorecidas pela recuperação econômica das economias avançadas e com a recuperação da demanda doméstica. A produção industrial em março (início da adoção do distanciamento social na maioria dos estados) registrou queda de -9,1% m/m e de -3,8% a/a, exemplificando bem a recessão que será registrada no primeiro semestre deste ano. Só no primeiro trimestre, a produção industrial contraiu -2,6% o que indica contração do PIB em pelo menos -1% t/t-1, em termos dessazonalizados.

Gráfico 02
Produção Industrial (número índice Base média de 2012 = 100; dessazonalido)

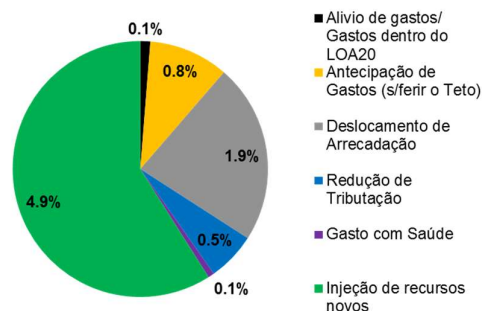


Fontes: IBGE e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

Como em grande parte, os efeitos da Covid-19 sobre a economia brasileira será sentido por contração de demanda agregada, vemos que a tendência dos preços é deflacionária – esperamos que a inflação fique abaixo das metas estipuladas para este e o próximo ano – o que dá espaço para o Banco Central cortar juros (Selic). Neste sentido, o Copom segue reduzindo a taxa Selic e acreditamos que alcance o patamar de 2,75% a.a. na reunião de

junho, permanecendo neste patamar ao longo de 2021. Além disso, acreditamos que o processo de normalização da taxa de juros básico foi adiado para o final de 2021, no mínimo. Este cenário de taxa de juros mais baixa por mais tempo é viável mesmo com a tendência de depreciação cambial registrada desde o início deste ano e acentuada recentemente. O mais importante para a dinâmica da inflação é a manutenção da confiança na continuidade da agenda de consolidação fiscal a partir de 2021. A âncora fiscal faz com que o hiato do produto (diferença entre o crescimento do PIB e o crescimento potencial da economia) seja determinante no repasse de pressões de custos para os preços finais dos produtos. Enquanto existir confiança na consolidação fiscal futura, o repasse da depreciação cambial para os preços será baixo e o que prevalecerá, será o efeito negativo da contração da demanda sobre os preços.

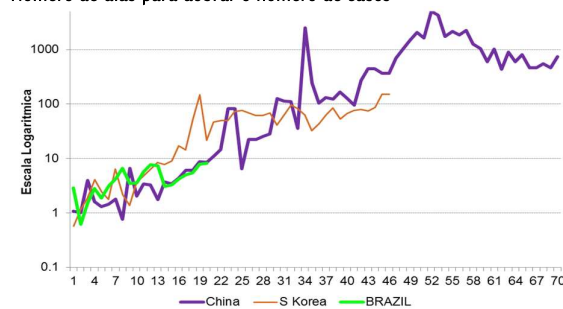
Gráfico 03
Medidas Fiscais adotadas no Brasil



Fontes: Ministério da Economia e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

Na nossa opinião, a Covid-19 dá licença para todos os países gastarem e aumentarem suas dívidas no curto prazo. Mesmo assim, no Brasil, o espaço para a expansão fiscal é limitado, por isso a eficiência na alocação dos recursos é ainda mais necessária. Até agora, a injeção de novos recursos fiscais na economia totalizam quase 5% do PIB e endereçam os gastos com o sistema de saúde, a queda da renda familiar (trabalhadores informais e formais) e a queda do faturamento das pequenas e médias empresas. Daqui para frente, o que deve ser monitorado nesta expansão de gastos públicos é se eles continuam: (1) focados em saúde e transferência de renda, (2) com transparência na divulgação dos mesmos, e (3) sendo definidos como temporário (só enquanto a pandemia durar, não comprometendo os resultados fiscais dos próximos anos). Além disso, o reequilíbrio institucional e a melhora da coordenação política entre os três poderes, faz-se extremamente necessária.

Gráfico 04
Número de dias para dobrar o número de casos



Fontes: OMS e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

Avaliando todas as informações disponíveis até este momento, acreditamos que o cenário é de volatilidade devido, principalmente, às dúvidas quanto ao sucesso no controle desta pandemia e aos impactos na economia mundial, porém acreditamos que no médio prazo, a maior liquidez internacional prevalecerá frente à aversão ao risco gerada pela elevada incerteza.

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

MOEDAS

O espectro de performance das moedas no mês de abril foi difuso, tendo o idiossincrático dos países contribuído com a performance das suas respectivas moedas. As crises tradicionais têm como característica fortes saídas de capitais dos mercados emergentes gerando alta depreciação cambial que, por sua vez, se traduz em aumento das taxas de inflação, e a resposta normal consiste em aumento das taxas de juros no intuito de frear a saída de capital e conter a propagação dos efeitos secundários da depreciação cambial na inflação. No entanto, a crise gerada pela pandemia do Covid-19 além das características usuais de falta de liquidez e depreciação cambial é também um choque de demanda global simultâneo, tendo efeito expressivo sobre o hiato do produto e os preços das commodities. A soma desses dois efeitos tem se provado deflacionário, logo as respostas das autoridades monetárias dos países emergentes vêm sendo no sentido de flexibilização, ao contrário do usual, reduzindo o diferencial de juros e deixando suas moedas mais vulneráveis. O Real foi destaque de *underperformance* no mês, apresentando desvalorização de aproximadamente 5%, a cotação da moeda chegou a R\$ 5,75, a parcela importante desse movimento se deve a ruídos políticos e institucionais. O Banco Central do Brasil foi atuante ao longo do mês através de leilões de *Spot* e *Swaps*.

Com o patamar de câmbio atual vislumbramos uma melhora expressiva na conta corrente do Brasil, fechamos a posição comprada em USDBRL. Entendemos que, existe muitas incertezas quanto ao processo de normalização a frente devido à novas ondas de propagação da Covid-19. É prudente permanecer com posicionamento defensivo.

Estamos comprados em Rublo, Peso Mexicano, Dólar e Dólar Australiano. Estamos vendidos em Peso Chileno, Rand Sul-africano e Euro. Possuímos posição desinclinada na parte curta de Cupom Cambial.

JUROS E INFLAÇÃO

O MERCADO

O mercado seguiu no mês de abril digerindo os últimos acontecimentos relativos ao Coronavírus e principalmente seus impactos sociais, econômicos e financeiros sobre os preços dos ativos. Acelerou-se a percepção de projeções cada vez mais negativas para o PIB de 2020 com o Focus migrando para perto de -4% e alguns analistas com expectativas ainda muito piores. A expectativa para o IPCA segue em queda e com certeza ficará bem abaixo do piso da banda. A forte queda no preço do petróleo

Gilberto Kfourí
Head Renda Fixa
e Multimercados

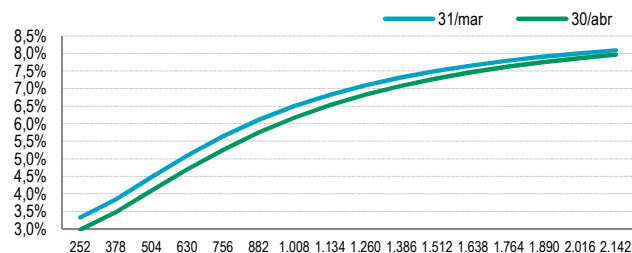


no mercado internacional corrobora um cenário de baixos índices inflacionários.

O Real seguiu pressionado, assim como outras moedas de países emergentes, entretanto em abril já pudemos verificar alguns pares que não tiveram desvalorização ou apresentaram até mesmo apreciação. A nossa moeda, por sua vez, foi a que apresentou o pior desempenho.

Na curva de juros nominal a tendência de aumento de inclinação se manteve, com quedas entre 40 e 50bps até o vencimento Jan24 e estabilidade nos vencimentos mais longos (Jan29 e Jan31). A ponta curta mostra que o mercado acredita que o ciclo de queda de juros está longe de se encerrar e a ponta longa não caiu por conta de preocupações com a piora nas contas públicas.

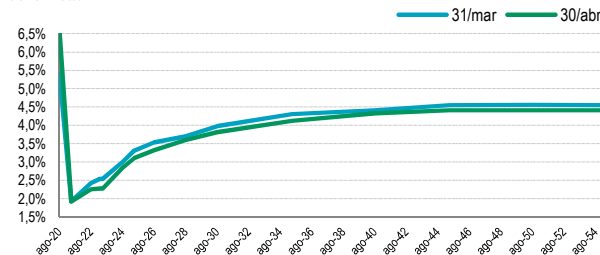
Gráfico 04
Juro Nominal



Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

Na curva de juros reais, o mercado apresentou forte elevação no vencimento mais curto (NTN-B 2020) em linha com as projeções de deflação para os próximos 3 meses. O papel vencendo em 2021 também teve alta na taxa. A partir da NTN-B 2022 até as mais longas, as taxas recuaram entre 10 e 20bps.

Gráfico 05
Juro Real



Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

O IRF-M encerrou o mês com uma variação de 1,15% ficando 88bps abaixo do IMA-S que subiu 0,27% e recuperou com sobras a perda do mês anterior. O IMA-B recuperou apenas parte da perda com uma valorização de 1,31%, e o IMA-B5, mesmo com expectativas bem baixas para o IPCA subiu 0,49%.

O QUE FIZEMOS?

No mês passado fizemos dois movimentos que reduziram o risco das carteiras em cerca de 20%. Vendemos parte da NTN-B 2022 para diminuir o risco da deflação de curto prazo e fizemos uma posição tomada em juros longos em função da nossa preocupação com a deterioração fiscal.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo passou a ser de 55% em juro nominal e 45% em juro real. Continuamos vendo valor nas posições de juros reais em vista da baixa inflação implícita. Em termos de prazo, passamos a ter 86% das posições ativas em títulos até 5 anos e 14% acima deste prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos benchmarks, mas com uma redução em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

Após a queda dos preços dos ativos de crédito privado em março por conta dos efeitos da Covid-19, em abril o comportamento foi de estabilidade, quando olhamos o mês fechado. Porém esta estabilidade, reflete a combinação da continuidade da queda (queda de preço equivale ao aumento do *spread*) durante a primeira quinzena do mês e a subsequente alta (alta de preço equivale a redução de *spread*) na segunda quinzena.

É importante marcar esta dinâmica para pontuar o preço onde o ativo de crédito privado atrai novos compradores. De fato, na transição da primeira para a segunda quinzena, observamos fundos multimercado e de ações comprando papéis de crédito privado em volumes relevantes.

RENDA VARIÁVEL

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Depois da tempestade vista em março, mercados globais apresentaram uma boa performance em abril, - S&P +12,7%, EEM +7,35% - recuperando-se com otimismo sobre a estabilização de casos da Covid-19 no mundo e consequente fim do lockdown. O S&P apresentou seu melhor retorno mensal desde 1987 em uma caminhada de mais de 30% do low (maior queda em 23/03/2020).

O Brasil, no entanto, observou uma melhora menos relevante (EWZ +4,7%), sendo o câmbio o principal detrator; o surgimento de um novo capítulo de instabilidade política atrapalhou a retomada. O imbróglie entre o ex-ministro Sérgio Moro e o presidente Jair Bolsonaro aumento a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil. Menos abatido, o mercado de ações, em moeda local, foi forte no mês de abril, sendo que apenas nove ações (maior parte de setores defensivos) do Ibovespa apresentaram retornos negativos. Empresas com exposição ao *e-commerce* e frigoríficos foram o destaque.

Este movimento de recuperação de preços aliado a nossa relativa tranquilidade com relação a capacidade de repagamento de todos os títulos que temos, reforça a nossa expectativa de estabilização dos *spreads*, principalmente após a redução na velocidade de propagação da pandemia no Brasil.

Continuamos com a recomendação de investimento no nosso fundo de Debêntures Incentivadas como opção otimizada às alocações em IMA-B ou IMA-B5, tanto para pessoas físicas como para investidores institucionais (caso as respectivas políticas de investimento não tenham restrições).

RENDA VARIÁVEL ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de abril tivemos uma leve recuperação do índice Bovespa, depois da forte desvalorização no mês passado. A rápida reação das autoridades globais monetárias com um socorro financeiro praticamente irrestrito foi o motivo para a recuperação dos mercados acionários. A volatilidade realizada do índice saiu de 100% a.a. para próximo dos 20% a.a. e se não fosse a crise política, que acabou resultando na saída do ministro da Justiça, estaria próxima desse patamar.

Com essa crise doméstica, o índice voltou a negociar abaixo dos 80.000 pontos e com uma volatilidade por volta dos 50 pontos. Continuamos com posições de volatilidade que se beneficiam da alta, no índice Bovespa, SPX e ações locais com vencimento para maio e junho.

No mercado de FX as intervenções do BCB continuaram para conter a desvalorização do real frente ao dólar, mas não foram suficientes. O real se desvalorizou mais de 5% no mês, se tornado uma das piores moedas no mundo dos emergentes. Com a redução dos juros local e a crise política, fica difícil ponderar uma reação da moeda no curto prazo. Compramos Dólar/Real por ter se tornado uma proteção barata para se carregar na posição.



Gilberto Nagai
Head Renda Variável



O QUE ESPERAMOS?

Cenário nebuloso seria a melhor definição da situação atual. Atualmente não sabemos como será: quanto tempo de isolamento e como será o retorno da economia pós quarentena. Adicionalmente, questionamentos sobre a sustentabilidade fiscal brasileira de médio e longo prazo, causam esse cenário nebuloso para tentar fazer projeções no mercado de ações.

Por outro lado, algumas notícias começam a trazer algum conforto: (i) Europa já começando o processo de fim de isolamento; (ii) alguns estados americanos também iniciando a abertura; (iii) avanço em alguns estudos de medicamentos; (iv) China mostrando uma recuperação da economia, mesmo que lenta. Adicionado ao impulso monetário anunciado pelos Bancos Centrais, trouxeram alívio no curto prazo para os mercados.

Dado o ajuste recente dos mercados, decidimos tomar uma postura mais cautelosa. Devido às inúmeras incertezas com relação ao lucro das empresas e falta de clareza do fiscal brasileiro, só ficaremos mais tranquilos em tomar uma postura mais agressiva se tivermos notícias positivas de medicamentos (para ter um retorno econômico menos incerto) ou estrutural (fiscal em trajetória benigna).

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Abril	0,28%	1,15%	0,86%	1,31%	0,49%	4,39%	10,25%	10,27%	10,19%
12 meses	5,19%	11,69%	8,47%	8,94%	8,67%	37,56%	-16,45%	-15,12%	-4,59%



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 na obtenção e 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 sofrer mudanças a qualquer momento sem aviso prévio. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esse material não caracteriza nenhuma oferta de investimento. Antes de qualquer decisão de investimento, é obrigatório certificar-se sobre o seu perfil de risco X perfil de risco do produto pretendido, nos termos da regulamentação em vigor. 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. Este documento foi produzido para uso exclusivo do seu 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. O BNP Paribas Brasil não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC 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.



FFC 06.2020



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager for a changing world