

FOR PROFESSIONAL INVESTORS – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO 2020

CENÁRIO ECONÔMICO

ECONOMIA INTERNACIONAL

O balanço final dos mercados em fevereiro foi negativo. As bolsas das economias avançadas e emergentes, o preço do petróleo e as moedas sofreram com as incertezas quanto ao crescimento econômico mundial em 2020, em grande parte devido às incertezas com relação ao impacto da evolução do surto de Coronavírus (Covid-19). Os novos casos da doença em Hubei (epicentro da doença) expandiram-se rapidamente ao longo de fevereiro e começaram a diminuir gradualmente somente no final de fevereiro, mas, infelizmente, os casos no resto do mundo, que estavam bem comportados ao longo de fevereiro, apresentaram uma expansão acelerada ao final do mês. Os surtos mais relevantes no resto do mundo são na Coreia do Sul, Japão, Irã e Itália. Contudo já são 77 países com casos confirmados. Esse revés na capacidade de contenção do surto de Coronavírus (Covid-19) no resto do mundo fez com que a aversão ao risco fosse mantida ao longo de fevereiro e exacerbada no final do mês. O desempenho das bolsas de valores é um bom exemplo da piora na aversão ao risco; a bolsa de Shanghai registrou queda -3,2%, enquanto no Japão a queda foi de -8,9%, na Zona do Euro foi de -8,6% e nos EUA (S&P 500) contraiu -8,4%.

Tabela 01

Tabela PMI de Manufaturados

| | Nov-19 | Dec-19 | Jan-20 | Feb-20 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Emergentes | 49.1 | 49.4 | 50.2 | 44.6 |
| Economias Avançadas | 50.2 | 49.5 | 50.1 | 50.0 |
| China | 50.2 | 50.2 | 50.0 | 35.7 |
| Emergentes (ex-China) | 48.4 | 48.8 | 50.3 | 50.4 |
| Global (ex-China) | 49.7 | 49.3 | 50.2 | 50.1 |
| Global | 49.8 | 49.4 | 50.2 | 47.8 |

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



Tatiana Pinheiro
Economista Chefe

tatiana.pinheiro@br.bnpparibas.com

É importante ressaltar que ainda trabalhamos com suposições e expectativas. Somente a partir do final de fevereiro começaram a ser conhecidos os primeiros dados do desempenho da atividade econômica (indústria, serviços e agricultura) sob os efeitos das medidas para contenção da epidemia viral. Muito provavelmente, essas medidas para as economias asiáticas terão efeitos contracionistas no primeiro trimestre do ano. Contudo, a expansão do surto pela Europa trouxe a dúvida de os efeitos contracionistas para crescimento econômico serem estendidos para o segundo trimestre, o que já comprometeria 50% do PIB Mundial (China e Zona do Euro) na primeira metade deste ano. A partir do ponto atual, a questão que norteará os debates e ações de política monetária e fiscal ao redor do globo será qual o resultado do surto de Coronavírus (Covid-19) para as economias: choque de oferta ou choque de demanda. Mais uma vez o movimento de resposta de política econômica foi liderado pelo Federal Reserve, que antecipou a decisão monetária em 2 semanas com um corte de 50bps, maior que o precificado pelo mercado. Acreditamos que o movimento de continuidade de afrouxamento monetário feito pelo Federal Reserve seja seguido por vários outros Bancos Centrais, assim como o movimento feito no segundo semestre de 2019.

Até agora, na nossa opinião, todas as informações disponíveis não indicam uma interrupção da cadeia produtiva mundial. Acreditamos que o Coronavírus (Covid-19) terá efeito temporário sobre a atividade econômica, assim como as epidemias virais anteriores (SARS em 2002 e MERS em 2012) – porém de dois trimestres. Por isso, acreditamos que os mercados tendem a recuperação, com o reestabelecimento da confiança no crescimento econômico devendo ocorrer no final do segundo



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

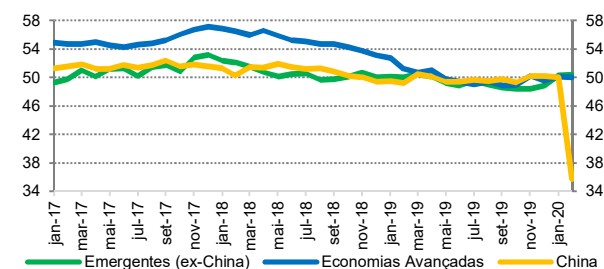
The asset manager
for a changing
world

trimestre. Mesmo assim, os efeitos de afrouxamento monetário e expansão de política fiscal que começaram a ocorrer neste momento, devem fazer com que a tendência recente de piora da aversão ao risco seja interrompida, ou no mínimo atenuada.

Até o momento, os indicadores de atividade global ex-China continuam sinalizando economia em expansão; o indicador ficou estável, caindo de 50,2 para 50,1, ou seja, permanecendo no patamar expansionista. O PMI de manufaturados das economias emergentes ex-China alcançou 50,4 pontos e o PMI das economias avançadas recuou e agora está em 50 pontos, porém melhor que o pior momento em setembro – todos acima da linha d'água para expansão de atividade. Somente a China já registrou o efeito do Coronavírus (Covid-19) sobre a atividade manufatureira - caindo de 50 para 35,7 pontos.

Gráfico 01

Evolução do PMI industrial entre as economias



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

Fator importante para a concretização do cenário de desaceleração suave da economia global é a manutenção da política monetária em campo estimulativo, a adoção de estímulos fiscais adicionais e, principalmente, as medidas fiscais e de injeção de liquidez no mercado financeiro chinês. Para as demais economias emergentes, no curto prazo, a volatilidade deve manter-se elevada devido às dúvidas quanto ao crescimento mundial, principalmente a demanda chinesa, porém acreditamos que no médio prazo a maior liquidez internacional deva prevalecer frente à aversão ao risco gerada pela elevada incerteza.

ECONOMIA BRASILEIRA

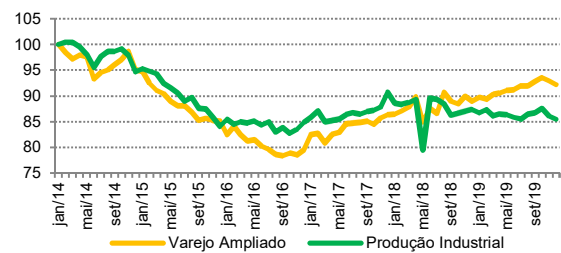
Os dados de atividade econômica nos últimos meses de 2019 mais fracos do que o observado entre setembro e outubro somado às incertezas quanto ao crescimento global (principalmente à demanda chinesa) deflagrou um movimento de revisões para baixo do desempenho econômico do primeiro trimestre de 2020 e no ano. De fato, a indústria contraiu 1,1% em 2019, sendo que a produção desacelerou 2,4% nos últimos dois meses do ano em relação a outubro. O comércio varejista mostrou queda em dezembro – período sazonalmente favorável para as vendas. O mercado de trabalho, em compensação, começou 2020 em clara evolução, com redução da taxa de desemprego e da subocupação, com crescimento no emprego formal.

O lado bom da fraqueza da atividade econômica é a manutenção do quadro de baixo *passthrough* da depreciação cambial na formação dos preços. Tanto, que mesmo durante este período onde a taxa de câmbio frente ao dólar depreciou cerca

de 4,4%, a mediana das projeções de inflação para 2020 (pesquisa Focus) foi reduzida de 3,4% para 3,1%. As expectativas de inflação para 2021 e 2022 ainda permanecem ancoradas nas suas respectivas metas, porém é provável que tais projeções sejam revistas para baixo. Este cenário prescreve a manutenção de política monetária em terreno expansionista. Assim, após o Banco Central ter anunciado que o corte de -25 bps na Selic em fevereiro foi o último do atual ciclo, acreditamos que volta a ser ampliada a probabilidade de continuidade do atual ciclo de afrouxamento monetário e a postergação do momento em que o Copom iniciará o processo de normalização monetária. A próxima decisão de política monetária será 18 de março.

Gráfico 02

Índices de Produção Industrial e Varejo (Base 100: jan 2014)

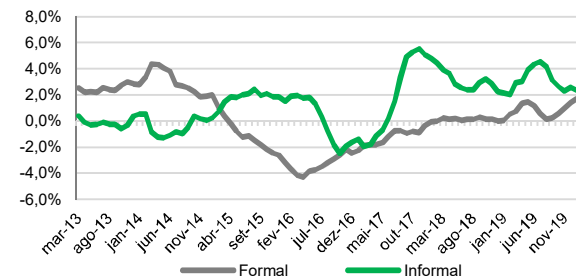


Fontes: IBGE e BNPP AM Brasil. Elaboração: BNPP AM Brasil.

Em março, o início da agenda de trabalho no Congresso traz grandes expectativas. A agenda já está lotada, segundo a nossa apuração são quatro PECs (Proposta de Emenda Constitucional) na Câmara dos deputados e cinco PECs no Senado, além de cerca de 13 Medidas Provisórias e vários Projetos de Lei. Além disso, neste ano o período útil para votação no Congresso é mais curto dada as eleições municipais em outubro. Por isso, a agenda política segue sendo muito importante. Ressaltamos que este cenário benigno de taxa de juros mais baixa, com inflação ancorada nas metas e grandes dúvidas sobre desempenho econômico aumentam a dependência na aprovação e implementação das pautas mais estruturais da agenda econômica ao longo de 2020. Por isso, o grau de afinamento político entre o executivo e o Congresso nas discussões da agenda de reformas pós-previdência é o fator idiossincrático que irá ditar a tendência dos preços dos ativos domésticos. A pergunta central é: Qual será a capacidade de crescimento econômico de 2020 em diante? Desta resposta depende o desempenho das confianças (consumidor e empresários domésticos), o fluxo de entrada de capital, as condições financeiras e, consequentemente, decisões de consumo e investimento.

Gráfico 03

Crescimento no ano do emprego formal vs informal



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

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

Gilberto Kfoury
Head Renda Fixa
e Multimercados



MOEDAS

O mês de fevereiro foi marcado pela deterioração generalizada dos ativos de risco, sendo os principais motivos a boa performance inicial do candidato Bernie Sanders nas primárias democratas e a disseminação do Coronavírus (Covid-19) para outros países. No Brasil, o Banco Central na reunião do Copom sinalizou interrupção do ciclo de flexibilização monetária, o que deveria ser positivo para o Real. No entanto, as frustrações com dados de atividade e o cenário externo mais conturbado prevaleceu e a moeda depreciou aproximadamente 4,25% no mês (acumulando 9,35% no ano), levando o Banco Central a realizar intervenções no mercado via *swap* cambial. As posições compradas são Lira Turca, Peso Mexicano, Dólar Canadense e Dólar Australiano. As posições vendidas são Peso Chileno, Yuan Chinês, Euro, Yene Japonês e opções vendidas no Real.

JUROS E INFLAÇÃO

O MERCADO

O mês de fevereiro apresentou uma grande elevação na volatilidade e uma mudança abrupta de cenário por conta da escalada dos casos de Coronavírus, que deixou de ser um evento apenas na China para um evento em escala global chegando inclusive ao Brasil. O fechamento de cidades com aplicação de quarentenas levou em um primeiro momento a uma preocupação com choque de oferta por conta da falta de produção, principalmente de produtos chineses.

Em um segundo momento a preocupação passou a ser com a demanda e o risco da queda de consumo motivada pela possibilidade de pessoas evitarem a ida a restaurantes, shoppings e até mesmo ao cancelamento de viagens causando um impacto profundo no crescimento global.

Outro aspecto desse fenômeno são os efeitos deflacionários nas economias. As Bolsas mundiais sofreram fortes quedas sem que houvesse um destaque em termos de magnitude. Tanto o Ibovespa quanto o S&P500 apresentaram quedas no mês ao redor de 8%.

Em moedas o comportamento nessas situações acabou não fugindo à regra em situações de aversão a risco com o Yene sendo o destaque positivo seguido do próprio Dólar e as moedas de emergentes sofrendo perdas relevantes.

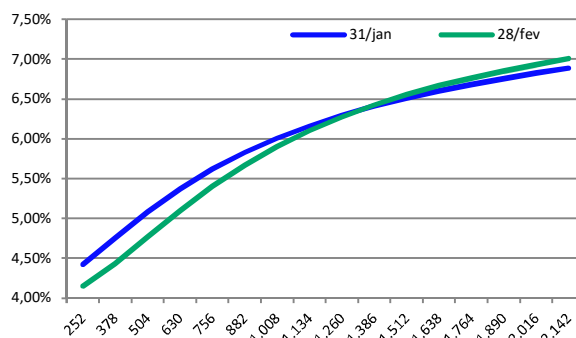
No mercado de renda fixa, o destaque foi o aumento da inclinação das curvas, tanto de juros nominais quanto de juros reais. Pelo fato do evento ter expectativas deflacionárias, os vencimentos mais curtos apresentaram quedas com destaque para os vencimentos em 2022 e 2023 em ambas as curvas.

A NTN-B 2022 apresentou uma queda de 20bps na taxa e o DI Jan22 caiu 44bps, já considerando o carregamento. Por outro lado, os vencimentos mais longos mostraram estabilidade ou até

mesmo pequenas altas, descolando do mercado americano que apresentou queda de 45bps no *Bond* de 10 anos.

Gráfico 04

Juros Nominal

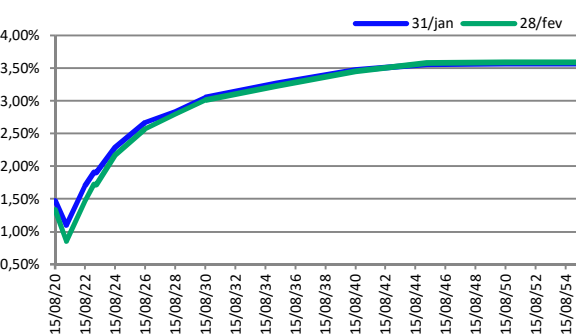


Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

A decisão do Copom de reduzir a Selic em 25bps para 4,25% a.a. era amplamente esperada pelo mercado e o comunicado sinalizando a interrupção no ciclo acabou tendo pouco impacto nos preços vis-à-vis a questão sanitária.

Gráfico 05

Juros Real



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

O IRF-M encerrou o mês com uma variação de 0,65%, ficando 38bps acima do IMA-S que subiu 0,27%. O IMA-B se valorizou 0,45% superando o IMA-S em 18bps.

O QUE FIZEMOS?

No mês de fevereiro fizemos um aumento de risco trocando a posição de DI Jan21 por NTN-B 2022 e 2028, aumentando a duração das carteiras.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo passou a ser de 30% em juro nominal e 70% em juro real. Apesar da inflação corrente estar bastante comportada vemos um patamar muito baixo nas inflações implícitas justificando essa alocação estrutural. Em termos de prazo, mantivemos 1/3 das posições ativas em títulos até 5 anos e 2/3 além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks*, com aumento em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

Em fevereiro observamos estabilidade dos *spreads* de crédito dando continuidade à normalização do mercado.

Desde o começo desse ano, o mercado primário de crédito privado tem se demonstrado fraco com poucas emissões. No mês de fevereiro tivemos emissões concentradas no âmbito da lei 12.431 (Debêntures de Infraestrutura), alguns dos emissores foram: Furnas, ViaRondon, Eneva e o FIDC BR Eletro que possui risco sacado Eletrobrás.

No âmbito das notícias corporativo vale destacar, a recente oferta de fusão realizada pela Eneva para a AES Tietê, que caso se concretize tornará a empresa em uma das maiores empresas do setor.

Até o momento, o *pipeline* do mês de março ainda permanece fraco, com poucas companhias emitindo no mercado doméstico. As emissões mais relevantes do *pipeline* são: Sanepar, Sabesp, Sulamérica e Banco CNH.

No portfólio de crédito continuamos executando a estratégia de aumentar crédito corporativo e reduzir financeiro.

RENDA VARIÁVEL

ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de fevereiro tivemos uma grande realização do índice Bovespa consequência do temor global com o Coronavírus (Covid-19). A possibilidade que esse vírus possa colocar em risco o crescimento global fez com que os mercados globais vendessem massivamente os ativos de risco.

A volatilidade do Ibovespa subiu de 21,50% a.a para 31% a.a., um movimento bem mais ameno comparado com a volatilidade do SPX que saiu de 17 para 40 pontos em função da rapidez dessa queda de quase 13% em apenas dois dias. A inclinação da curva de volatilidade ficou bem acentuada e felizmente nossa posição vendida já havia vencido.

Para se beneficiar de uma possível retomada do índice, montamos uma estratégia de opções de compra que se beneficia de uma eventual alta do mercado, mas é vendida em volatilidade.

No mercado de câmbio, tivemos uma realização do real que foi contida com intervenções do Banco Central, através de *swap* cambiais. Dessa forma a variação da volatilidade foi mais tímida, variando apenas dois pontos, de 11,00% a.a. para 13,10 % a.a. e possivelmente o Real vai ficar trabalhando dentro de uma faixa mais restrita com a atuação da autoridade monetária. Estamos estudando uma estrutura para venda de volatilidade.



Gilberto Nagai
Head Renda Variável

RENDA VARIÁVEL

COMPORTAMENTO DO MERCADO

O sentimento no início do mês já não era tão positivo quanto no final de 2019, conforme citamos na carta anterior. Até meados de fevereiro o mercado internacional até ensaiava uma melhora. Porém, com o Coronavírus (Covid-19) se espalhando pelo mundo, o mau humor passou a imperar: ativos de risco apresentaram queda relevante e os papéis do tesouro americano se valorizaram – a taxa de juros pagos pelo papel de 10 anos atingiu o seu menor patamar da história. O pânico do mercado é ilustrado pelo desempenho: S&P desabou -8,41%, petróleo -13,39%, minério de ferro -7,52%. O foco passou a ser o real impacto do surto na atividade global e qual será a política de resposta dos governantes.

Com a forte queda das *commodities* por conta do Coronavírus (Covid-19), países emergentes apresentaram um fraco desempenho e no Brasil não foi diferente. O real se desvalorizou -4,4% enquanto o Ibovespa recuou -8,43%. Ações ligadas ao turismo apresentaram as piores perdas, junto com ações de *commodities*. Apenas três ações do Ibovespa apresentaram ganhos no mês, demonstrando a agressividade das perdas.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

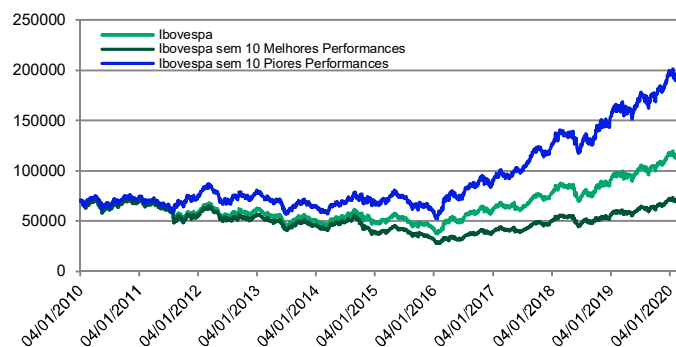
Na nossa visão o efeito Coronavírus (Covid-19) deve ser conjuntural para a maioria dos ativos brasileiros (técnico). O choque de oferta na China ou mesmo uma desaceleração da atividade global pode “desincentivar” o investidor estrangeiro. Há uma preocupação com relação a crescimento econômico global, e consequentemente, o quanto isso deve impactar a atividade brasileira nesse primeiro semestre. A percepção é que houve uma redução de expectativas de crescimento ao redor de 1%.

Há riscos para o nosso cenário. No caso da permanência do vírus, pode trazer alguns prejuízos estruturais na China, principalmente para as empresas alavancadas. Outro risco seriam as eleições americanas. O eleitor republicano deve se preocupar muito com atividade econômica e o vírus impacta de forma negativa na atividade global e exportadores americanos. Dito isso, as notícias recentes tem sido que os Bancos Centrais devem atuar, para reduzir ainda mais as taxas de juros no mundo.

Sobre o nosso cenário de Brasil, vamos pensar de forma mais simples. O passivo de qualquer pessoa deve ser dividido em três: liquidez + renda + longo prazo. Antigamente, o CDI cumpria com os três quesitos. Com o atual patamar de juros, vamos ter que mudar a alocação. Para: 1) Liquidez - o CDI continua sendo a principal referência, com algumas alterações (NTNB, ou mesmo algo de D+1); 2) Renda - podemos continuar com títulos públicos, mas acredito que com atual SELIC, deve-se diversificar em imóveis, fundos imobiliários (para facilitar a gestão), fundos dividendos; 3) Longo prazo - acredito que ações continuem sendo a principal alternativa. Principalmente por dois pontos: i) colocamos um crescimento de longo prazo nas ações, devido ao crescimento potencial; ii) descontamos o fluxo de caixa ainda em Inflação + 6%, -7%. Acima da NTNB. Considerando que as taxas de juros tendem a se manter no curto prazo ou até ser pressionado pelas taxas internacionais, mantemos o pensamento de que ações devem se manter como investimentos de longo prazo.

No gráfico abaixo, pegamos o Ibovespa nos últimos 10 anos. Sendo que a linha verde, retiramos as 10 melhores performances e a linha azul, retiramos as 10 piores performances. O evento de quarta-feira de cinzas se enquadra nas 10 piores performances de 10 anos. Acreditamos que há uma boa oportunidade de investimento quando olhamos um prazo mais alongado.

Gráfico 06
Ibovespa - 10 melhores/piiores performances.



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

Devemos aproveitar esse movimento para comprar ativos que estavam com *valuation* muito esticado ou que estávamos com dificuldade de comprar devido liquidez.

ÍNDICES

| | CDI | IRF-M | IMA Geral | IMA-B | IMA-B 5 | Dólar | Ibovespa | IBX | SMLL |
|-----------|-------|--------|-----------|--------|---------|--------|----------|--------|--------|
| Fevereiro | 0,29% | 0,65% | 0,45% | 0,45% | 0,64% | 5,37% | -8,43% | -8,22% | -8,27% |
| 12 meses | 5,57% | 11,86% | 11,28% | 18,00% | 12,17% | 20,33% | 8,98% | 11,15% | 35,70% |

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 03.2019

