

FOR PROFESSIONAL INVESTORS – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

JANEIRO 2020

CENÁRIO ECONÔMICO

Tatiana Pinheiro
Economista Chefe

tatiana.pinheiro@br.bnpparibas.com



ECONOMIA INTERNACIONAL

O balanço final dos mercados em janeiro foi negativo. As bolsas das economias avançadas e emergentes, preço do petróleo e moedas sofreram com as incertezas quanto ao crescimento econômico mundial em 2020. Na primeira quinzena do mês, a assinatura da “Fase 1” da negociação comercial entre EUA e China e a aprovação dos termos de saída da União Europeia pelo parlamento do Reino Unido indicavam uma perspectiva positiva para crescimento econômico, para a evolução dos mercados, e principalmente para os preços das *commodities*. A conclusão desses impasses afastou por alguns dias os riscos para o crescimento mundial em 2020. Contudo, a eclosão do Coronavírus (síndrome respiratória contagiosa) na China e que se espalhou rapidamente para 19 países ao longo do mês elevou as incertezas quanto ao ritmo de crescimento econômico novamente. O desempenho das bolsas de valores é um bom exemplo do crescimento do pessimismo com relação ao crescimento econômico; a bolsa de Shanghai registrou queda 1.6%, enquanto no Japão a queda foi de 1,5% e nos EUA (S&P 500) contraiu 0,2%.

É importante ressaltar que ainda trabalhamos com suposições e expectativas. Não se tem 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, acreditamos que a questão que norteia a elevação recente das incertezas é se as medidas adotadas na Ásia serão um evento de ruptura da cadeia produtiva mundial e, se forem, de qual intensidade. Até agora, na nossa opinião, todas as informações disponíveis não indicam uma ruptura da cadeia produtiva mundial. Acreditamos que o Coronavírus terá efeito temporário sobre a atividade econômica, assim como as epidemias virais anteriores (SARS em 2002 e MERS em 2012). Por isso, acreditamos que os mercados tendem à recuperação, com o reestabelecimento da confiança no crescimento econômico, que deve ocorrer ao longo dos próximos meses. Mesmo porque, até o momento, os indicadores de atividade continuam sinalizando economia em expansão.

Tabela 01

Tabela PMI de Manufaturados

	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20
Emergentes	48.7	49.1	49.4	50.4
Economias Avançadas	49.0	50.2	49.5	49.9
China	49.3	50.2	50.2	50.0
Emergentes (ex-China)	48.4	48.4	48.8	50.7
Global	48.9	49.8	49.4	50.1

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

O PMI de manufaturados global alcançou para 50,1 pontos (acima da linha d'água que indica expansão), sendo que o PMI de manufaturados das economias emergentes alcançou para 50,4 pontos e o PMI das economias avançadas seguem no campo de contração com 49,9 pontos, porém melhor que o pior momento em setembro.

A postura dos Bancos Centrais das economias avançadas em janeiro foi de cautela. O Federal Reserve decidiu pela manutenção da taxa de juros, conforme sinalizado na reunião anterior, assim como os Bancos Centrais Europeu e



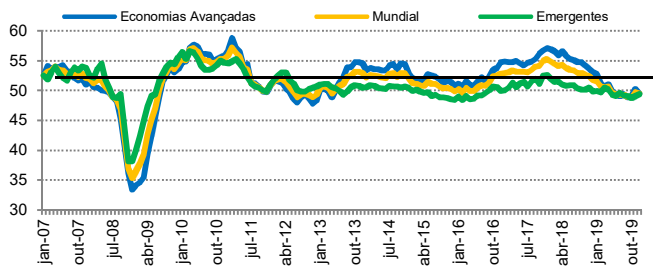
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

Japones. O mesmo movimento de cautela por parte dos Bancos Centrais foi observado nas economias emergentes, com raras exceções, como África do Sul e Malásia.

Gráfico 01

Evolução do PMI Industrial entre as economias



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

Um 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 se manter elevada devido às dúvidas quanto ao crescimento mundial, principalmente a demanda chinesa, porém acreditamos que no médio prazo a maior liquidez internacional deve prevalecer frente à aversão ao risco gerada pela elevada incerteza.

ECONOMIA BRASILEIRA

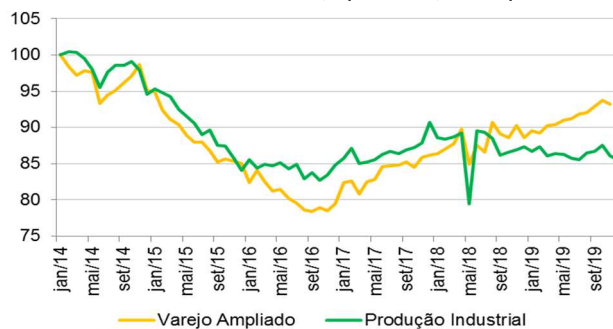
Os dados de atividade econômica nos últimos meses de 2019 foram mais fracos do que o observado entre setembro e outubro, e, somado às incertezas quanto ao crescimento global (principalmente a demanda chinesa) deflagrou um movimento de revisões para baixo do desempenho econômico do primeiro trimestre de 2020, embora ainda não contaminando de forma relevante as projeções do crescimento do PIB no ano. A mediana das expectativas de crescimento do PIB em 2020 segue em 2,3%. De fato, a indústria contraiu 1,1% em 2019, sendo que a produção desacelerou 2,4% nos últimos dois meses do ano em relação à outubro. O comércio varejista mostrou desaceleração na margem em novembro – período sazonalmente favorável para as vendas. A criação de vagas de trabalho fechou 2019 com um balanço desalentador de ampliação da subocupação e achatamento salarial, devido ao crescimento da participação de emprego com salário de até 1 salário mínimo.

O lado bom da fraqueza da atividade econômica foi a não pressão inflacionária vinda do enfraquecimento da moeda e da alta dos preços de carnes. A inflação (IPCA) em dezembro foi 1,15%, contudo o IPCA-15 (medida da inflação considerando a primeira quizona de janeiro) revelou queda da inflação para 0,71% e o consenso de mercado, apurado pela pesquisa Focus, espera inflação (IPCA) em janeiro, fevereiro e março em 0,34%, 0,23% e 0,22%, respectivamente. Inflação bastante baixa quando considerado os padrões sazonais deste período.

Este cenário prescreve a manutenção de política monetária em terreno expansionista. Assim, acreditamos que o Banco Central mantenha a taxa Selic em 4,25% p.a. ao longo de 2020. Acreditamos que o processo de recuperação gradual da economia e a dissipação do choque inflacionário observado no final de 2019, garantirá que o processo de normalização da política monetária comece apenas no final de 2020 e termine no começo de 2021. Portanto, projetamos que a Selic em 2020 terminará o ano em 4,75 e o ano de 2021 em 6,5%.

Gráfico 02

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

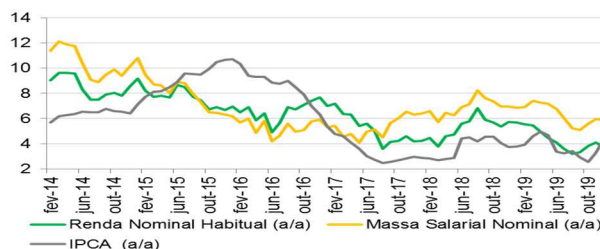


Fontes: IBGE e BNP Paribas Asset Management.

Em fevereiro, o início da agenda de trabalho no Congresso traz grandes expectativas. 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 MPs (medidas provisórias) e várias PL (projeto de lei). Além disso, neste ano o período útil para votação no Congresso é mais curto dado 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 aceleração do ritmo de crescimento depende da 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, as decisões de consumo e investimento.

Gráfico 03

Evolução de Renda e Massa Salarial x Inflação



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

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

Gilberto Kfourri
Head Renda Fixa
e Multimercados



MOEDAS

Com a ratificação do acordo comercial entre Estados Unidos e China e melhora nos PMI's, havia uma perspectiva positiva para a performance dos ativos de risco ao longo do mês de janeiro, entre eles o Real. Mesmo antes do *sell-off* causado pela questão do Coronavírus, o Real sofreu de maneira descorrelacionada na primeira quinzena do mês com frustrações nos dados econômicos (Produção Industrial e Vendas de Varejo). Apesar da moeda ter depreciado aproximadamente 3,50% nos primeiros dias, o CDS, a volatilidade implícita da moeda (mínima dos últimos 5 anos) e o casado permaneceram extremamente comportados. O Real terminou o mês com depreciação de 6%, ficando à frente apenas do Peso Chileno e Rand Sul Africano.

Com o casado negociando em níveis confortáveis ao longo de todo mês, o Banco Central do Brasil optou por trocar a atuação adotada no ano passado visando prover Dólar a vista ao mercado para a rolagem tradicional de *swap* cambial do estoque que vence em abril. Acreditamos que a recente redução dos eventos caudais e os estímulos monetários feitos pelos principais Bancos Centrais, somado ao cenário de que o recente evento do Coronavírus se prove passageiro, resultará em um ambiente positivo para alocação em ativos de risco. As posições compradas são Lira Turca, Peso Mexicano, Dólar Canadense, Dólar Australiano, Dólar Neozelandês e Real (via opções). As posições vendidas são Peso Chileno, Yuan Chinês, Rand Sul Africano, Euro e Franco Suíço.

JUROS E INFLAÇÃO

O MERCADO

O ano começou com o mercado local de juros mostrando muita maturidade e operando de maneira bem distinta de outros eventos de aversão a risco. Eventos externos causaram essa mudança de humor no mercado e tanto o Real quanto a bolsa foram impactados, seja via perda de valor seja via aumento de volatilidade. O mercado de renda fixa por sua vez colou nos fundamentos e apresentou um bom desempenho.

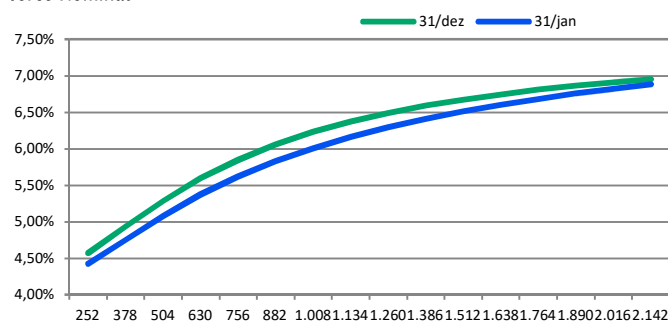
O primeiro evento foi o ataque dos Estados Unidos no Iraque que culminou na morte do principal general do vizinho Irã. Houve num primeiro instante um aumento do risco global e na sequência vimos uma reação do governo Persa que levou os mercados a considerarem que os atritos poderiam ser mais duradouros. Felizmente a crise se arrefeceu nos dias seguintes e o assunto acabou por sumir do noticiário.

O segundo evento acabou por se mostrar muito mais impactante e seus efeitos serão sentidos por algum tempo. O surgimento do Coronavírus na China, com velocidade de disseminação extremamente rápido, levou vários países a tomarem medidas de repatriação dos seus indivíduos e levou principalmente a uma quase paralisação da economia chinesa.

Certamente haverá um impacto para o crescimento chinês e global e também na inflação.

No Brasil o Ibovespa perdeu 1,6%, depois de um início do mês em forte alta, e o Real se desvalorizou 6%. O aumento no preço da moeda norte-americana foi mais do que compensado pela expectativa de menos crescimento e menos inflação levando a curva de juros nominal a quedas entre 10 e 30bps. O miolo da curva (jan21 a jan23) foi o que apresentou melhor desempenho.

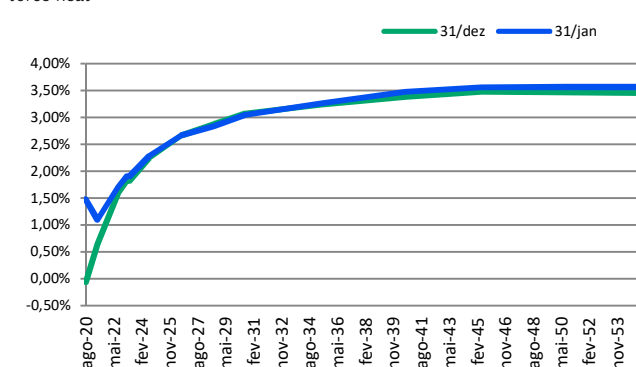
Gráfico 04
Juros Nominal



Fonte: Anbima e BNP Paribas Asset Management Brasil.

A curva de juros reais não apresentou o mesmo desempenho em função da forte queda nas expectativas de inflação para o ano de 2020, impulsionada pelo baixo índice corrente. O preço da carne vem devolvendo boa parte da alta do mês passado e a ANEEL sancionou a mudança de bandeira de amarela para verde a partir de fevereiro, reduzindo o preço da energia elétrica. Com isso, as NTN-B's caíram cerca de 10bps na barriga da curva e os vencimentos mais longos subiram cerca de 5bps.

Gráfico 05
Juros Real



Fonte: Anbima e BNP Paribas Asset Management Brasil.

O IRF-M encerrou o mês com uma variação de 0.88%, ficando 50bps acima do IMA-S que subiu 0,38%. O IMA-B se valorizou 0.26% com desempenho 12bps abaixo do IMA-S. Um destaque em janeiro foi o IMA-B 5 que a despeito da alta na taxa da NTN-B mais curta apresentou uma alta de 0,55% beneficiado pela alta da inflação de dezembro, que foi o índice que corrigiu os papéis até o dia 15.

O QUE FIZEMOS?

No mês de janeiro não fizemos nenhuma alteração relevante nas carteiras dos fundos de renda fixa. Mantivemos as posições divididas entre nominal e real, com o nominal nos vencimentos mais longos e uma parcela adicional de 1 ano que se beneficia da continuidade da política de juros expansionista do Banco Central e posições em juros reais espalhadas ao longo da curva com a maior parcela na ponta longa.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo se manteve equilibrado entre juro nominal e juro real com cerca de 50% cada. 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*, estável em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

Em janeiro, os *spreads* de crédito mantiveram a tendência de normalização que se iniciou em dezembro. Este movimento contribuiu para o bom desempenho da classe de ativos no começo do ano.

Apesar da normalização observada no mercado secundário, o mercado primário tem se demonstrado contido, com poucas empresas acessando o mercado de capitais.

Alguns dos fatores que contribuem para a timidez do mercado primário são: i) um maior apetite por crédito pelos bancos comerciais, que competem diretamente pelas novas emissões ii) as incertezas referentes ao ponto de equilíbrio dos *spreads* de créditos, gerando insegurança por parte das

emissoras e dos bancos coordenadores iii) a baixa necessidade de refinanciamento decorrente do alongamento ocorrido durante o ano passado e iv) a baixa demanda por investimentos por parte das empresas.

Durante o mês de janeiro, não houve nenhuma emissão de destaque. Para o mês de fevereiro, o *pipeline* ainda se mostra fraco com emissões de debênture somente no âmbito da lei 12.431 (debêntures incentivadas), da Via Rondon e da Eneva.

RENDA VARIÁVEL ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de janeiro o Ibovespa teve sua performance positiva interrompida pela preocupação com a epidemia do Coronavírus que se iniciou na China. 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 18% para 24% a.a., mas poderia ter um efeito pior se o mercado já não estivesse bem protegido do risco de queda, através de travas de opção de venda. A inclinação da curva de volatilidade, que já está bem inclinada, pouco mudou se comparado ao movimento do aumento de risco. Até o momento nossa posição de venda de inclinação funcionou bem nesse cenário.

No mercado de câmbio, o Real se desvalorizou acompanhando a preocupação do mercado com as economias emergentes e atingiu sua mínima histórica. No entanto, em relação a volatilidade, tivemos apenas uma pequena variação de um ponto na volatilidade implícita, que já estava bem próxima das mínimas, ao redor de 9.50%. O motivo de termos apenas um pequeno ajuste na volatilidade, talvez seja por dois motivos i) a contínua compra de *gamma* pelos participantes através de travas de opção de venda, ii) o receio de uma possível intervenção do Banco Central, já que o real está na sua mínima histórica em relação ao Dólar.

RENDA VARIÁVEL



Gilberto Nagai
Head Renda Variável

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Dois mil e vinte começou e já apresentou dois riscos de cartão de boas vindas: Guerra EUA-Irã e difusão do Coronavírus. O primeiro se dissipou e não é mais uma preocupação do mercado. Apesar da continuidade de notícias negativas, um confronto agudo não parece ser um cenário provável. Sem guerra e com a 'fase 1' do acordo comercial assinado, as bolsas globais atingiram a sua máxima histórica. Porém, em meados de janeiro o surto do Coronavírus na China tomou frente no noticiário e trouxe inquietação. *Commodities* apresentaram um péssimo desempenho - Cobre (-9,65%), Petróleo (-14,8%) - com a preocupação do impacto do vírus na atividade chinesa e global. Não houve nenhuma surpresa nas decisões de política monetária dos principais Bancos Centrais do mundo.

Com a forte queda das *commodities* por conta do Coronavírus, países emergentes apresentaram um fraco desempenho em janeiro (EEM -6,15%) e no Brasil não foi diferente. O real se desvalorizou 6% enquanto o Ibovespa recuou 1,63%. As ações com maior peso no índice (bancos, mineração e petrolífera) foram as que mais contribuíram para a queda. Além disso, prévias operacionais impactaram o preço de algumas ações. Na primeira semana de fevereiro o COPOM decidirá sobre o patamar dos juros: a expectativa do mercado é de um corte de 0,25%.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Continuamos com um cenário de juros baixo com atividade ainda fraca para o mercado externo, com melhora na margem após a resolução da primeira fase do *Trade War*. Porém, fatos inesperados podem acontecer. Em apenas um mês, tivemos dois eventos que afetaram o mercado de forma abrupta: Guerra no Irã e Coronavírus, ambos de difícil previsão e com alto risco para economia global. Em contrapartida, alguns riscos estão bem mapeados, como é o caso das eleições americanas: as primárias democratas começam em fevereiro e, apesar de se desenrolarem até julho, já devemos ter uma boa percepção dos rumos da eleição.

Internamente, continuamos com visão positiva devido aos mesmos fatores: i) aceleração da atividade, ii) juros baixos por um longo período, e iii) maior sustentabilidade na atividade vindo de investimentos. Por outro lado, nos trouxe uma leve preocupação os dados de atividade que saíram em novembro e que podem impactar o carregamento para 2020. Ainda assim, não mudamos nossas projeções. Além disso, depois de todo o movimento de 2019, acreditamos que 2020 será um ano mais desafiador. Nossa estratégia será de muita análise *bottom up* (fundamentalista) adicionada a cenários (macroeconômica).

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Janeiro	0,38%	0,88%	0,56%	0,26%	0,56%	5,92%	-1,63%	-1,25%	0,45%
12 meses	5,78%	11,47%	11,32%	18,11%	12,06%	16,91%	16,80%	18,97%	45,25%



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. Leia a Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento do Fundo 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. Fundos de investimento não contam com a garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. 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 sentimento 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.

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 53.2019



Gestão de Recursos