

Ressaltamos que, principalmente para as economias ocidentais, esses movimentos de retomada e volta para a nova normalidade estão em estágio inicial. Além disso, o risco de segunda onda de expansão da doença ainda existe, o que deveria resultar em processos de retomada das atividades muito graduais. Por isso, acreditamos que o movimento otimista deva ser mais comedido a partir de agora, até que surjam novidades no campo da economia e/ou no campo sanitário. Vale destacar que o movimento de flexibilização das regras de distanciamento social na Europa foi iniciado após o número de novos casos e mortes por um milhão de habitantes estar bastante distante de seus picos, enquanto que nos EUA a flexibilização das regras está acontecendo com o número de novos casos e mortes ainda significativamente próximos de seus picos (tabela 2).

Tabela 02

Novos Casos e Novas mortes (por 1 milhão de habitantes)

	Novos casos		Novas mortes	
	Média nos últimos 7 dias	Máximo	Média nos últimos 7 dias	Máximo
Itália	7.2	108.4	1.4	15.2
França	13.4	259.1	0.9	21.5
Alemanha	5.1	83.7	0.3	4.0
Espanha	13.0	177.3	0.9	20.6
Reino Unido	28.2	130.7	4.6	17.6
Estados Unidos	66.89	119.1	3.1	8.2
Coréia do Sul	0.8	16.5	0.0	0.2
Brasil	104.2	143.8	4.5	5.7
China	0.0	12.5	0.0	0.9

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

Acreditamos que os processos de flexibilização graduais, como risco de retomada de regras mais rígidas à frente explicam, por exemplo, a retomada mais lenta da atividade nas economias ocidentais vis-à-vis a China e também suportam nossa visão que o movimento otimista deva ser mais comedido a partir de agora.

ECONOMIA BRASILEIRA

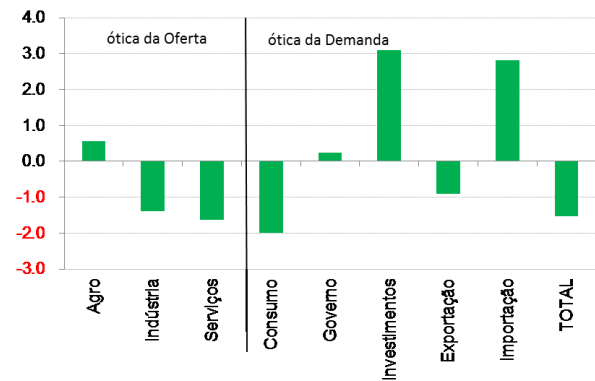
A economia contraiu 1,5% no primeiro trimestre frente ao quarto trimestre de 2019, já sofrendo os efeitos da Covid-19. De acordo com as nossas estimativas, entre janeiro e fevereiro a economia crescia a 0,5% frente ao quarto trimestre (2% anualizado), por isso acreditamos que a adoção das medidas de distanciamento social no final de março é o fator motivador da contração. Os efeitos da Covid, sejam pela redução da produção da demanda doméstica e do comércio mundial, seja por conta do distanciamento social no Brasil e no mundo, foram evidenciados tanto nas contrações registradas no primeiro trimestre das produções do setor industrial e de serviços de -1,4% e -1,6%, respectivamente, ou pela ótica da demanda, nas contrações do consumo das famílias e das exportações de -2,0% e -0,9%, respectivamente (gráfico 2).

Infelizmente, assim como a maioria das economias ocidentais, o distanciamento social terá seus efeitos mais profundos no segundo trimestre. Além disso, o momento de aceleração do surto ao longo do segundo trimestre posterga o movimento de retomada mais consistente da atividade. Anteriormente, esperávamos a normalização da atividade econômica ao longo de junho-julho. Atualmente, dado a piora no controle da expansão da Covid, acreditamos que o processo consistente de normalização da atividade será viável ao longo do terceiro trimestre, por isso revisamos nossa previsão de contração econômica para -7,5%. Além disso, estimamos que a velocidade da recuperação econômica brasileira será mais lenta, devido às

diferenças de ponto de partida: antes da pandemia, o Brasil ainda lutava para superar a recessão de 2015-2016 e em esgotamento fiscal. Assim, 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 acontecendo de forma significativa no quarto trimestre.

Gráfico 02

Produto Interno Bruto (PIB) – variação trimestral dessazonalizada



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

O outro lado desta piora na perspectiva de crescimento econômico é o maior efeito deflacionário sobre os preços, o que amplia o espaço para o Banco Central cortar juros (Selic). Neste sentido, acreditamos que o Copom seguirá reduzindo a taxa Selic até o patamar de 1,5% a.a. na reunião de agosto, em dois cortes de 75 bps. Esta extensão do ciclo de afrouxamento monetário traz a taxa de juro real ex-ante (juros de 1 ano menos expectativa de inflação um ano à frente) para o campo negativo e, por isso, deve antecipar a necessidade do início da normalização da taxa de juros. Estimamos que a autoridade monetária inicie o processo de normalização da política monetária no segundo semestre de 2021, a despeito da recuperação econômica lenta. O fator crucial para a manutenção de um cenário de estabilidade econômica, isto é, inflação bem-comportada com espaço para queda adicional de juros é a 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 de pressões de custos serão contidos e a expectativa de inflação futura seguirá em linha com as metas estipuladas.

É importante ressaltar que o Brasil tem o espaço para expansão fiscal limitado, por isso a eficiência na alocação dos recursos é ainda mais necessária. Olhando para frente, o que deve ser monitorado nesta expansão de gastos públicos é: (1) se gastos são direcionados para saúde e transferência de renda, (2) se há transparência na informação dos gastos, (3) se são temporários; e, além disso, (4) se a agenda de reformas fiscais volta para a pauta do poder executivo e legislativo passada a crise sanitária. Para isto, o reequilíbrio institucional e a melhora da coordenação política entre os três poderes fazem-se extremamente necessárias.

O cenário ainda 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.



Gilberto Kfoury
Head Renda Fixa
e Multimercados

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

MOEDAS

A reabertura das economias foi sendo incorporada aos preços dos ativos ao longo do mês de maio, dessa forma as moedas apresentaram performance positiva assim como os demais ativos de risco. O Real depreciou, nas duas primeiras semanas do mês, aproximadamente 9,0% chegando próximo ao patamar de R\$ 6,00, apesar da melhora dos ativos. Além de todo ruído político, a surpresa na decisão do Copom foi responsável por grande parte do movimento. A sensibilidade do Real aos juros está alta e aumenta conforme o diferencial entre o juros local ao passo que o juros americano diminui. A melhora do fluxo cambial, as fortes revisões de conta corrente devido à depreciação cambial, queda da demanda agregada interna e a alteração para uma postura mais agressiva de intervenções por parte do Banco Central, ao reconhecer o grande desvio do Real em relação aos seus pares e o próprio fundamento, fizeram a moeda terminar o mês apreciando 2,75%. No momento que identificamos a alteração da postura do Banco Central, abrimos posição comprada em Real, fechamos a mesma no patamar de R\$ 5,40. O momentum global permanece muito positivo, mas carregamos posições compradas em USDBRL na margem devido à reunião de política monetária deste mês.

Estamos comprados em Rublo, Peso Mexicano, Dólar e Dólar Australiano. Estamos vendidos em Peso Chileno, Rand Sul Africano, Real e Euro.

JUROS E INFLAÇÃO

O MERCADO

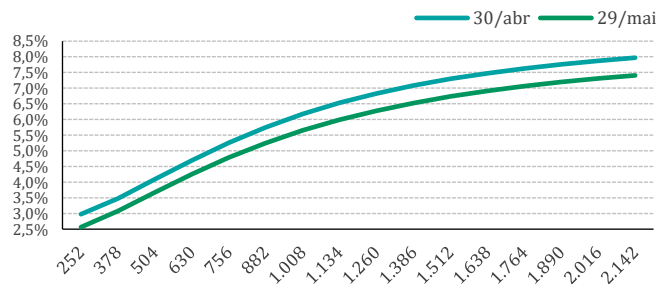
O mercado começou o mês com uma tendência mais negativa com abertura de taxas e um aumento na inclinação a despeito do forte movimento já ocorrido no diferencial de taxas entre os vencimentos mais longos sobre os mais curtos. O Copom surpreendeu o mercado reduzindo a taxa básica em 75 bps para 3% a.a. quando a corrente majoritária esperava uma queda de 50 bps. A decisão foi ainda mais surpreendente quando o Bacen sinalizou nova queda igual ou inferior à da última reunião. O mercado passou a precificar nova queda entre 50 e 75 bps, o que ajudou a pressionar a nossa moeda e levou a um aumento na inclinação das curvas nominal e real de juros.

A partir do dia 14 maio pudemos verificar uma tendência de melhora significativa e ininterrupta nos mercados. O câmbio reagiu à mudança na atuação da autoridade monetária e não menos relevante à reversão de tendência de alta da moeda americana frente as moedas de países emergentes. As taxas de juros também reverteram a alta, o mesmo acontecendo com a inclinação da curva com a ponta longa dos juros nominais passando a reagir com quedas maiores do que os vencimentos mais curtos. O único mercado que não apresentou a mesma

melhora foi a ponta longa de NTN-B, títulos indexados ao IPCA. Por serem papéis com prazo de até 35 anos, os investidores ainda se mostraram cautelosos devido ao risco fiscal.

Gráfico 04

Juro Nominal

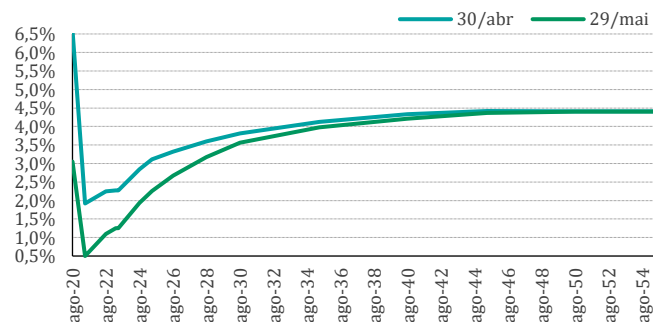


Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

A curva de juros nominais encerrou o mês com quedas entre 50 e 65 bps com o melhor desempenho para os vencimentos no ano de 2023. Já a curva de juros reais apresentou um excelente desempenho dos vencimentos mais curtos, mesmo descontando-se o forte carregamento negativo devido à elevada deflação. Tirando esse efeito as taxas caíram cerca de 80 bps até a NTN-B 2025. A partir desse vértice as quedas se desaceleraram linearmente com a NTN-B 2055 encerrando o mês praticamente no mesmo nível de abril, com um forte aumento da inclinação.

Gráfico 05

Juro Real



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

O IRF-M apresentou em abril um desempenho superior ao do mês anterior com uma variação de 1,42% ficando 118 bps acima do IMA-S que subiu 0,24% e mais do que o dobro deste na comparação do ano de 2020. O IMA-B segue se recuperando das perdas de março e se valorizou 1,52%, mas ainda está negativo no ano. O IMA-B5 superou os demais com alta de 2,12% mesmo em um mês de deflação, sinal de que o mercado acredita na continuidade da queda da taxa básica e com uma proteção caso a inflação reverta a tendência baixista.

O QUE FIZEMOS?

No mês passado voltamos a aumentar o risco com a adição de uma posição de juros reais com vencimento em um ano. É uma posição tática que visa capturar o exagero na nossa visão da precificação baixista para a inflação nesse período. Apesar de pressões para o não aumento de preços, como manutenção da bandeira verde de energia até o final do ano, o risco do aumento de remédios não acontecer e a queda do Dólar, temos a contrapartida da alta do petróleo e a expectativa de alta no preço de alimentos.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo passou a ser de 80% em juro real e 20% em juro nominal. Continuamos vendo valor nas posições de juros reais apesar da alta na inflação implícita recente. Em termos de prazo, nosso risco está quase que integralmente concentrado em posições até 5 anos. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks* e com aumento em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

Os ativos de crédito privado tiveram bom desempenho em maio. Como indicamos na carta do mês passado, a estabilidade dos preços ancorada por mais compradores e pela redução do saque nos fundos dedicados à classe, resultou em desempenho bem positivo para o mês.

Ao longo de maio a maioria das companhias nas quais investimos, divulgaram resultados e pudemos revisitar novamente o cenário de *stress* por conta da pandemia da Covid-19. Em resumo, os resultados divulgados e, principalmente, as informações referentes às operações no mês de abril (primeiro mês com impacto integral do distanciamento social), confirmaram a confiança que temos na qualidade de crédito da carteira. Ao mesmo tempo forneceu informações relevantes para

auxiliar a decisão de alocação nos ativos de melhor risco *versus* retorno, o que tem levado a mudanças pontuais nas carteiras.

Para o mês de junho, continuamos com o cenário de estabilidade no preço dos ativos de crédito, mas pontuamos o risco da segunda onda ou mesmo da aceleração da onda atual retardar a recuperação da atividade e a volta das empresas à geração de caixa. Do ponto de vista de fundamento, o cenário de *stress* que traçamos incorpora este risco, mas os preços de mercado, o conhecido efeito marcação a mercado (MtM), embutem apenas uma baixa probabilidade de piora por conta de aceleração ou segunda onda da pandemia. Ou seja, como temos comentado, a viagem (MtM) é incerta, mas o destino (qualidade da carteira) parece seguro.

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 maio o ditado popular “*sell in May and go away*” não prevaleceu. O Índice Bovespa subiu 8,5% no mês, impulsionado pela melhora do risco político local e a abertura de algumas economias no mundo, reduzindo o risco de uma depressão profunda. A volatilidade realizada cedeu de 50% para 30% a.a. com a melhora do índice, mas ainda permanece em patamar alto quando comparado ao histórico dos últimos anos. Mantivemos as posições altistas, que já estão bem dentro do dinheiro, com a alta do mercado esse mês.

No mercado de FX as intervenções do Banco Central continuaram e dessa vez tiveram efeito. O dólar após quase atingir R\$ 6,00, terminou o mês a R\$ 5,35, ajudado pela atuação do BCB tanto no mercado à vista quanto no mercado de derivativos, a melhora do cenário internacional e o apaziguamento da política local. Reduzimos a posição comprada pela metade com as atuações do BCB.

RENDA VARIÁVEL

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Depois da forte recuperação apresentada em março, abril foi um mês de continuidade. O otimismo com a reabertura das economias impulsionou o bom humor, sendo os destaques nos mercados desenvolvidos – S&P +4,53%, Euro Stoxx +4,2%, Nikkei +8,34%. Embora o mês tenha sido exuberante para *commodities* (Petróleo +62,4%, Minério de ferro +20,1% e Cobre +3,62%), os emergentes sentiram o peso da escalada do desgaste da relação entre Estados Unidos e China – acusações em diversos assuntos (sanitário, segurança pública, *status* político de territórios chineses) aumentam a tensão.



Gilberto Nagai
Head Renda Variável



Com o imbróglio entre o ex-ministro Sergio Moro e o presidente Jair Bolsonaro perdendo força nos noticiários e a sensação que a reabertura da economia está mais próxima, o Brasil (EWZ +10,21%) se destacou e mostrou ótima performance, principalmente no final do mês. Depois de chegar próximo do nível de R\$5,90, o dólar recuou e fechou o mês pouco acima do R\$5,30, fator que ajudou a acalmar os investidores com relação ao país. Apresentando forte resultado operacional, empresas com exposição a *e-commerce* se destacaram em abril, juntamente com empresas de concessão, mineração e petrolíferas. Apesar da forte valorização, a instabilidade política, e consequentemente a percepção de risco, continua.

O QUE ESPERAMOS?

Na última carta falamos que o cenário estava nebuloso por dois fatores, um deles era quanto tempo permaneceríamos isolados. Ao longo do mês de maio, algumas indicações que a saída do isolamento poderia ser antes das expectativas trouxe otimismo para a bolsa. Porém, como será o retorno, ainda é incerto. Além do mais, que a saída do isolamento poderia ser com aumento do número de casos, diferente do resto do mundo, com aberturas após o pico de casos.

Na parte microeconômica algumas coisas nos chamaram bastante atenção nos relatórios do primeiro trimestre: (1) as empresas estavam apresentando boa performance pré-isolamento; (2) expectativa de resultados muito fracos da economia para os próximos meses (provisões para perdas dos bancos e outros setores); (3) empresas *BtC* (relacionamento direto com o consumidor) que compõem o Ibovespa parecem ser os grandes ganhadores no desenvolvimento tecnológico (grande crescimento de vendas pelo *e-commerce* dessas empresas).

Continuamos preocupados com o estrutural brasileiro, principalmente, quanto ao risco fiscal e qual será o impacto nas nossas taxas de desconto. Mesmo no conjuntural, um risco de segunda onda do número de casos da Covid-19 não pode ser descartado.

Porém, não podemos ignorar que a abertura de forma antecipada é bem-vinda e pode significar resultados operacionais das empresas acima do esperado nesses últimos dois meses.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Maio	0,24%	1,42%	1,02%	1,52%	2,12%	-0,01%	8,57%	8,52%	5,07%
12 meses	4,87%	11,31%	7,59%	6,68%	9,46%	37,70%	-9,92%	-8,92%	-1,69%

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 13.2020