



FOR PROFESSIONAL INVESTORS – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

RELATÓRIO MENSAL

MARÇO 2020

CENÁRIO ECONÔMICO

ECONOMIA INTERNACIONAL

O balanço final dos mercados em março foi negativo. As bolsas das economias avançadas e emergentes, preço do petróleo e moedas sofreram com o avanço do surto do Covid-19 principalmente na Europa e Estados Unidos. Além da perspectiva de recessão econômica mundial em 2020 devido aos efeitos das medidas de distanciamento social adotadas em vários países.

Somente no final de fevereiro foram conhecidos nos países asiáticos, onde o surto estava concentrado. Nesta época, também, tivemos os primeiros dados do desempenho da atividade econômica mundial (indústria, serviços e agricultura) sob os efeitos das medidas para contenção da epidemia viral. A China foi a primeira das grandes potenciais a registrar os efeitos da contração econômica devido ao combate ao Covid-19. Em fevereiro, o PMI de manufaturas (índice que mede a atividade industrial) caiu 35,7 pontos, muito abaixo da linha d'água de 50 pontos e também abaixo do pior momento da crise econômico-financeira de 2008. Em março ocorreu a forte expansão do surto para os continentes europeu e americano, com isso os PMI manufatureiros da Zona do Euro, EUA seguiram a mesma tendência do PMI chinês, caindo para 44,5 pontos e 48,5 pontos (abaixo da linha d'água de 50), respectivamente. A expansão da Covid no mundo compromete quase todas as economias neste primeiro semestre, por isso a perspectiva de recessão mundial, o aumento da aversão a risco internacional e, conseqüentemente, o desempenho negativo dos mercados.

Em março também apareceu uma esperança: a China já inicia o processo de flexibilização/normalização e suas atividades, tanto que o índice de atividade manufatureiro medido pelo PMI entre outras métricas de atividade econômica já registrou recuperação no mês. O PMI de manufaturas chinês subiu para 52 pontos (acima da linha d'água). Vale lembrar que a China



Tatiana Pinheiro
Economista Chefe

tatiana.pinheiro@br.bnpparibas.com

implementou medidas de isolamento social muito rígidas desde o início do surto em janeiro 2020. Foi necessário um período de 2 meses de isolamento social profundo para que se iniciasse o processo de retomada da atividade econômica.

Tabela 01

Tabela PMI de Manufaturados

	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20
Emergentes	49.4	50.2	44.6	48.7
Economias Avançadas	49.5	50.1	50.0	47.0
China	50.2	50.0	35.7	52.0
Emergentes (ex-China)	48.8	50.3	50.4	46.6
Global (ex-China)	49.3	50.2	50.1	46.9
Global	49.4	50.2	47.8	47.7

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

Acreditamos que o mais provável é que o período das medidas de distanciamento social na Europa e nas Américas terá que ser maior do que foi na Ásia, já que as medidas mais rígidas foram adotadas mais tardiamente nesses continentes. Também vemos como mais provável que o processo de normalização das atividades na Europa e Américas aconteça muito lentamente, como está ocorrendo na Ásia. Assim, antevemos contração econômica no primeiro semestre e recuperação econômica somente no segundo semestre.

Mundialmente, o desafio é conter o surto de Covid-19 (salvar vidas) e mitigar seus impactos econômicos. Acreditamos que o mais provável é que o Covid-19 tenha efeito temporário sobre a atividade econômica, assim como as epidemias virais anteriores (SARS em 2002 e MERS em 2012). Contudo, seus efeitos sobre o comércio mundial e sobre a demanda doméstica serão muito



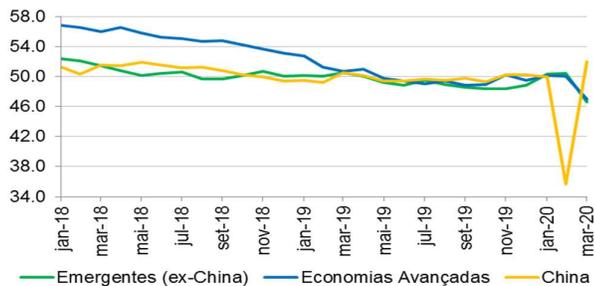
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

significativos. Por isso, ao longo de março medidas monetárias - no sentido de garantir a funcionalidade dos mercados e aumentar a liquidez - e medidas fiscais - com o objetivo de ampliar a rede de amparo às famílias e empresas - foram adotadas nas economias afetadas pelo surto. Na nossa opinião, as medidas monetárias/fiscais serão cruciais no processo de recuperação da economia mundial no período pós-surto.

Gráfico 01

Evolução do PMI Industrial entre as economias



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

Até agora, segundo nosso acompanhamento, entre medidas monetárias e medidas fiscais, as economias avançadas anunciaram em torno de US\$ 8,7 trilhões, sendo que 59% deste montante em medidas fiscais e 41% em medidas monetárias. Sendo que do montante total de medidas fiscais anunciadas, EUA participam com 41%, Alemanha participam com 19% e Japão com 20% (80% das medidas anunciadas). Acreditamos que essas medidas propõe exatamente o que deve ser endereçado nestas crise, i.e. melhorar a liquidez do sistema financeiro mundial (medidas monetárias), auxiliar as famílias e empresas com a perda de salários e faturamento (medidas fiscais), e estão em montante suficiente para impedir a destruição de capital humano e de capacidade instalada, o que viabiliza a retomada econômica.

ECONOMIA BRASILEIRA

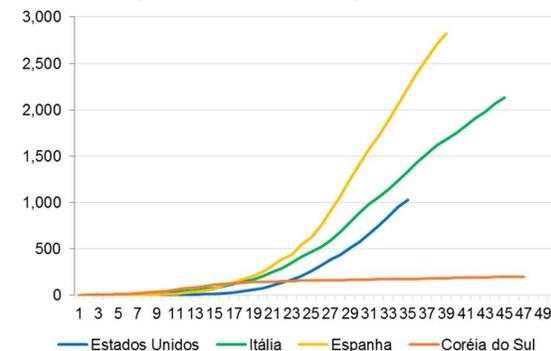
Igual o resto do mundo, no curto e médio prazo haverá contração econômica devido aos efeitos do Covid-19. Projetamos que primeiro e segundo trimestres serão os mais afetados. De acordo com os nossos modelos, o distanciamento social deve perdurar durante o primeiro semestre, em maior ou menor grau. Esperamos que a normalização das atividades econômicas comecem lentamente ao longo de maio-junho. Devido aos efeitos do choque externo e à necessária adoção de distanciamento social sofridos no primeiro semestre, nossa previsão é contração econômica de 2,5% (revisados de crescimento próximo de zero), com o ritmo de recuperação mais gradual do que o que será observado nas economias avançadas, principalmente por causa dos acertos fiscais que serão necessários nos próximos anos. As exportações líquidas e a demanda doméstica devem contrair no primeiro e segundo trimestre, e os resultados de recuperação econômica devem ser sentidos lentamente a partir do terceiro trimestre - com exportações sendo favorecidas pela recuperação econômica das economias avançadas - e no quarto trimestre - com a recuperação da demanda doméstica.

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 estendeu o ciclo de afrouxamento monetário iniciado em julho de 2019. A taxa Selic foi reduzida para 3,75% a.a. na reunião de março e acreditamos que o Copom reduzirá a Selic nas próximas decisões (maio e junho), alcançando o patamar de 2,75% a.a. e permanecendo neste patamar até meados de 2021. Acreditamos que o processo de normalização da taxa básica de juros seja adiado para o final de 2021, no mínimo.

Gráfico 02

Total de Casos (Por 1 milhão de habitantes)



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

Na nossa opinião, o Covid-19 dá licença para todos os países gastarem e aumentarem suas dívidas no curto-prazo. No Brasil, foram anunciadas medidas monetárias (visando a liquidez) de US\$ 234 bilhões (33% do PIB) e medidas fiscais que somam de US\$ 111 bilhões (8% do PIB), sendo que deste total US\$ 66 bilhões (4% do PIB) são injeções de recursos fora do previsto para o ano. Com relação as medidas monetárias, acreditamos que são adequadas para manter a funcionalidade dos mercados. Com relação às medidas fiscais, também vemos como adequadas, pois endereçam a queda da renda familiar (trabalhadores informais e formais) e a queda do faturamento das pequenas e médias empresas. O que deve ser monitorado nesta expansão de gastos públicos são os seguintes pontos: 1) que os gastos sejam focados em saúde e transferência de renda, 2) sejam feitos com transparência, e 3) sejam definidos como temporário.

Gráfico 03

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 às dívidas quanto ao crescimento mundial no curto prazo, 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 mês de março, assim como a segunda quinzena de fevereiro, foi marcado pelo contínuo processo de deterioração dos ativos de risco, sendo o principal motivo a pandemia do Covid-19. Seguindo a reação do FED, os principais bancos centrais do mundo flexibilizaram os juros. Dentro do universo do G10 os países já estão ou se precipitam que se encontrarão próximos ao *zero lower bound*. Mesmo levando sua taxa de juros a zero as condições de liquidez do Dólar se deterioraram de maneira expressiva com *spreads* abrindo, no intuito de melhorar a liquidez do sistema o FED abriu linha em USD com os demais Bancos Centrais. Com o objetivo de prover funcionalidade na precificação do mercado de câmbio, o Banco Central do Brasil foi ativo durante o mês utilizando-se de todo o seu arsenal (*Swap Cambial*, *Spot* e leilões de linha). As moedas apresentaram perdas expressivas frente ao Dólar, em especial as que são mais ligadas ao petróleo. Entendemos que a pandemia se traduz em um choque de demanda global que tem efeitos negativos sobre os preços das *commodities* em geral, no entanto o preço do petróleo se desvalorizou de maneira desproporcional em relação as demais devido a não acordo entre OPEP+. Julgamos ser cedo para estimar o tamanho do impacto na atividade e sua perspectiva de normalização a frente devido aos efeitos da pandemia gerada pelo Covid-19. É prudente permanecer com posicionamento defensivo.

Estamos comprados em Dólar contra Real e posições táticas de compra em moedas ligadas a petróleo.

JUROS E INFLAÇÃO O MERCADO

O mês de março apresentou uma volatilidade totalmente fora de qualquer padrão nos mercados e dessa vez o mercado de juros não ficou imune. A alta do Dólar e a forte queda nas bolsas mundiais e em maior magnitude do Ibovespa acabou por atingir também os indicadores de risco, como o CDS, e por consequência as curvas de juros mais longas no mercado doméstico também.

A paralização da economia com o fechamento de praticamente todo comércio não essencial tem vários efeitos colaterais. O primeiro e principal é uma reversão do processo de recuperação do crescimento pelo qual estávamos em claro andamento. As expectativas de alta no PIB de 2020 da ordem de 2% passaram para quedas de até 5% segundo alguns analistas. Esse efeito, além de devastador para o emprego impacta fortemente na arrecadação. Aliado a isso, a crise demanda dos agentes estímulos fiscais de montantes inéditos. Gastos com saúde, com indivíduos (informais), com empresas e outros estímulos como postergação de arrecadação de impostos,

Gilberto Kfourir
Head Renda Fixa
e Multimercados

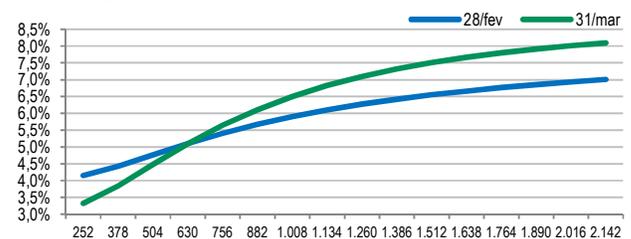


créditos subsidiados, entre outros, levarão a um aumento da relação dívida/PIB da ordem de cerca de 15%. Outra consequência dessa crise é o efeito deflacionário que esta causa. A expectativa é de a inflação fechar o ano bem abaixo do piso do regime de bandas.

Para o mercado de renda fixa o principal impacto é um aumento na inclinação da curva de juros nominal com grande impacto nos vencimentos mais longos. Por outro lado, a parte mais curta da curva se beneficiou de mais uma queda na Selic. O Banco Central, que praticamente havia sinalizado o final do ciclo em fevereiro, se rendeu à necessidade de estímulos e reduziu a taxa base em 50bps, bem menos agressivo que outros Bancos Centrais. Ainda vemos espaço para novas quedas nas próximas reuniões.

Gráfico 04

Juro Nominal

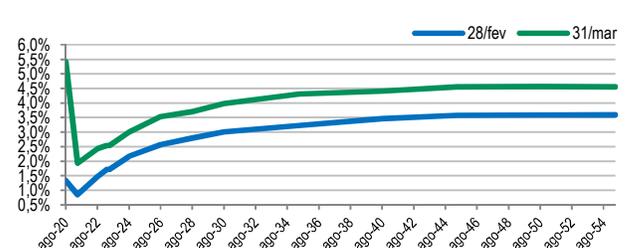


Fonte: ANBIMA e BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

Na curva de juros nominal os vértices mais curtos caíram cerca de 90bps. Os vencimentos mais longos por sua vez apresentaram altas de até 100bps com um aumento de quase 200bps na inclinação. No auge do *stress* a ponta longa chegou a subir cerca de 250bps. A curva de juros reais apresentou um movimento de alta mais homogêneo de cerca de 90bps. A ponta longa subiu por conta de riscos fiscais, e os vencimentos mais curtos não seguiram a queda da curva nominal em função da forte queda nas expectativas de inflação que pressionaram as taxas para cima.

Gráfico 05

Juro Real



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

O IRF-M encerrou o mês com uma variação de -0,11% ficando 44bps abaixo do IMA-S que subiu 0,33%. O IRF-M1, representando os títulos pré-fixados de até 1 ano apresentou uma variação de +0,60% enquanto o IRF-M1+ mostrou uma variação de -0,47%. O IMA-B se perdeu 6,97%, um dos piores meses dos últimos anos.

O QUE FIZEMOS?

Nos primeiros dias do mês nós mudamos radicalmente as nossas carteiras. Sem efetuar grandes mudanças no *duration*, nós encurtamos radicalmente as posições e reduzimos parte da posição de juros reais trocando por nominais. Na parcela pré-fixada nossas posições contemplam nossa visão de mais quedas de juros sendo essas concentradas até o vencimento Jan22. Em juros reais diminuímos as NTN-B 2050 e 2028 e adicionamos o vencimento 2025.

OLHANDO PARA FRENTE

O nosso risco ativo passou a ser de 40% em juro nominal e 60% em juro real. Continuamos vendo valor nas posições de juros reais em vista da baixa inflação implícita. Em termos de prazo, passamos a ter 75% das posições ativas em títulos até 5 anos e 25% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos benchmarks, mantendo o mesmo nível em relação ao fechamento do mês anterior.

CRÉDITO PRIVADO

Os ativos de crédito tiveram desempenho muito negativo durante o mês de março. A causa deste desempenho foi a pandemia de Covid-19 que traz como necessidade medidas que reduzem a atividade econômica a níveis mínimos.

O temor das consequências advindas da queda na atividade impactou os preços dos ativos de crédito de duas formas que estão relacionadas. O choque representado pela drástica redução da atividade econômica aumenta o risco de crédito porque impacta a geração de receita das empresas. Menor receita, menor a capacidade de repagamento das dívidas. A este efeito chamamos de piora do fundamento de crédito. Adicionalmente, a piora do fundamento de crédito fez com que a disponibilidade dos agentes de mercado em alocar capital em ativos de crédito se reduzisse sobremaneira. A este efeito chamamos de piora da liquidez. Em condições normais, o primeiro fator é mais preponderante que o segundo, ou seja, o fundamento domina a liquidez. Mas a situação trazida pela Covid-19 não é normal, longe disso. E, portanto, a liquidez tem dominado a precificação dos ativos.

Para não gerenciarmos a carteira de crédito apenas pelo aspecto da liquidez, nosso time de Análise de Crédito tem realizado testes de estresse na operação das companhias para ter mais segurança sobre a capacidade destas atravessarem os dois próximos trimestres mantendo a capacidade de servir as respectivas dívidas. O resultado tem sido satisfatório, o que nos permite verificar que o desempenho negativo dos ativos de crédito em março tende a ser recuperado ao longo do tempo.

Lembrando que um ativo de crédito traz perdas definitivas de duas formas: quando o investidor o vende a preço inferior ao de compra ou quando o emissor da dívida não a paga. Portanto, como somos da opinião que a nossa carteira tende a ser paga no tempo, o desempenho de março tende a ser recuperado ao longo do tempo.

Recentes ações do governo para permitir que o Banco Central atue de forma mais incisiva no mercado de crédito privado trará mais liquidez aos ativos, o que deverá trazer maior estabilidade dos preços. Esta estabilidade permitirá que os ativos tenham retornos mais consistentes com a taxa de carregamento, que é definida a partir do preço de hoje e o valor final da dívida. Como o preço de hoje dos ativos caiu muito pelos efeitos já descritos, a taxa de carregamento subiu. Este aumento da taxa de carregamento associado à qualidade de crédito da carteira nos permite dizer que as perdas de março serão recuperadas no tempo.

Importante notar que o tempo a que fazemos referência é o próprio prazo da carteira. Para este tempo ser menor haveria necessidade de retomada forte da atividade alterando o fundamento de crédito para melhor o que por sua vez traria mais liquidez para os ativos. Preferimos nos direcionar por uma melhora mais gradual e um tempo de recuperação dos preços mais longo.

RENDA VARIÁVEL ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de março tivemos uma das maiores realizações do índice Bovespa, consequência da pandemia do Covid-19. O mercado demorou para acreditar nas terríveis consequências que esse vírus impôs ao crescimento global, levando a vendas maciças num período muito curto de tempo. Isso fez com que a volatilidade realizada curta (10 dias) do Ibovespa atingisse 173% a.a., realização não vista mesmo durante a crise financeira global de 2008. E mesmo diante desse cenário caótico, o mercado local de opções apresentou liquidez e foi possível montar algumas estratégias de alta em Petrobras e no índice Bovespa para maio e junho respectivamente.

No mercado de FX, mesmo com as intervenções do Banco Central, o real sofreu forte desvalorização com a maciça realocação dos investidores globais. A volatilidade realizada teve uma alta expressiva, mas que foi suavizada com a atuação do Banco Central que sempre age para evitar movimentos mais bruscos da moeda. Nesse patamar do real não temos nenhuma posição, seja direcional, seja de volatilidade.

Caso o real se fortaleça com uma melhora do cenário global, temos interesse na venda de opções de venda, pois acreditamos que o patamar do Real mudou com esse novo cenário.



RENDA VARIÁVEL



Gilberto Nagai
Head Renda Variável



COMPORTAMENTO DO MERCADO

O mês de março foi extremamente negativo para todos os mercados, principalmente os mercados de risco (Ibovespa caindo quase 30%, S&P -12,5%, petróleo -54%). Essa performance se deve à disseminação global do Covid-19, que chegou a um patamar pandêmico. As notícias mais impactantes do início do mês vieram da Europa, principalmente da Itália. Não apenas a velocidade da disseminação foi acima da expectativa, quanto também o nível de mortalidade, trazendo uma preocupação para os países Europeus e também para o mundo em relação a capacidade médica dos países para atender os doentes. Posteriormente, Espanha e Alemanha também se destacaram devido ao alto número de casos. No final do mês, o número maior de testes aplicados nos EUA chamou a atenção para a velocidade de disseminação do vírus, colocando outro parâmetro para o mundo. A atenção mundial se voltou para Nova Iorque, por ser o principal centro financeiro global e ter implementado medidas de contingenciamento bem agressivas.

Com essa grande preocupação, a medida de contingenciamento sugerida pela OMS (Organização Mundial de Saúde) foi o isolamento social. Dessa forma, a velocidade de disseminação do vírus cai a patamares que o sistema de saúde pode aguentar. O isolamento, porém, causa um impacto gigantesco na economia, principalmente nas economias que dependem de serviços como Brasil e EUA, causando revisões enormes nas projeções de PIB global em 2020.

As proporções da pandemia ainda são imensuráveis, pois não temos certeza de quanto tempo vai durar o isolamento, tanto no Brasil quanto no mundo. Há incertezas também em como será a volta do isolamento e sua velocidade para a normalidade.

Com toda essa preocupação, os Bancos Centrais já começaram a atuar, reduzindo juros e usando as ferramentas que possuem para tentar atenuar a crise. Adicionalmente a isso, os governos também tem anunciado medidas fiscais para ajudar a população e salvar as empresas de um possível *default*.

O QUE ESPERAMOS PARA FRENTE?

Temos uma grande dificuldade em mensurar o impacto da pandemia na economia, pois ainda não sabemos quanto tempo a atividade ficará parada. Além disso, há o efeito negativo de um impulso fiscal de curto prazo para combater a crise na curva de dívida pública sobre PIB. E isso leva à preocupação do risco estrutural e saúde financeira do governo.

O que nos chamou a atenção foi a magnitude da queda das bolsas. Não apenas o Ibovespa como também o S&P nos parece precificar uma grande desaceleração da economia, bem como um aumento do risco estrutural.

Para tentar colocar em contexto, durante uma recessão americana, os lucros das empresas geralmente são revisados entre 15% a 20% para baixo. E desta vez o índice S&P chegou a cair 30%. Outro dado que nos deixa menos pessimistas é a quantidade de liquidez que está sendo injetada na economia. Serão acima de USD 7 trilhões de *Quantitative Easing* (QE) e de USD4 a 5 trilhões de estímulo fiscal no mundo. Nos EUA, o estímulo fiscal pode representar acima de 10% do PIB. Dessa forma, estamos com o portfólio com o beta perto de 1, e não estamos tão defensivos, como há algumas semanas.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Março	0,34%	-0,11%	-1,98%	-6,97%	-1,75%	15,56%	-29,90%	-30,09%	-35,07%
12 meses	5,44%	11,09%	8,47%	9,14%	9,34%	33,41%	-23,47%	-22,20%	-11,98%



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.

AMO 02.2020

