

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT BRASIL

# CARTA MENSAL

MARÇO 2021

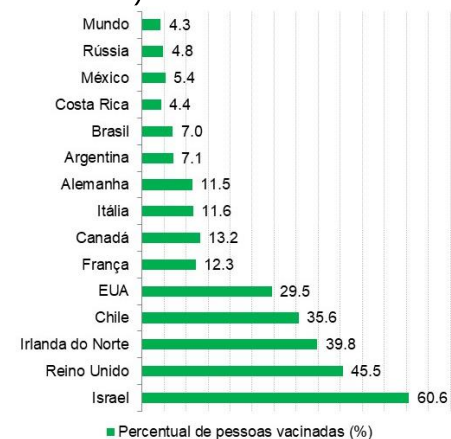
## CENÁRIO ECONÔMICO

### ECONOMIA INTERNACIONAL

Até o final de março, 4,3% da população mundial tinha recebido pelo menos uma dose da vacina. O grosso da vacinação ainda é concentrada em poucos países, com destaque para Israel, Reino Unido e EUA, que terminaram o mês com, respectivamente, 61%, 46% e 29% da população com pelo menos uma dose da vacina (gráfico 1).

Gráfico 01

Percentual do Número de Pessoas Vacinadas (1 dose + Imunizadas)



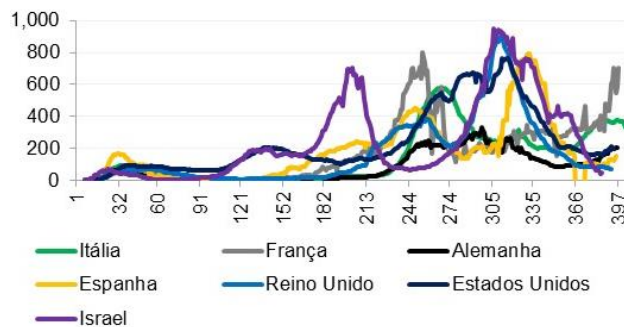
Fonte: Ourworldindata.org. Elaboração: BNPP AM Brasil. Dados atualizados até 31/março/2021.

A União Europeia, por outro lado, apresenta um processo de vacinação mais lento devido à problemas com a compra e entrega das vacinas. A diferença de uma estratégia de vacinação

bem-sucedida pode ser observada na evolução dos números de novos casos e mortes. Enquanto há o risco de uma terceira onda na União Europeia, os países com campanha de vacinação mais acelerada veem queda nesses números (gráfico 2 e 3).

Gráfico 02

Novos Casos por 1 Milhão de Habitantes – Média em 7 dias (dias desde o começo do surto = primeiro dia com mais de 100 casos)



Fonte: Worldmeters. Elaboração: BNPP AM Brasil. Dados atualizados até 31/março/2021.

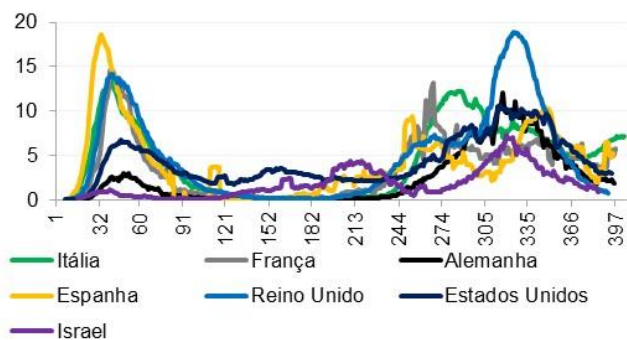
Gráfico 03

Novas Mortes por 1 Milhão de Habitantes – Média em 7 dias (dias desde o começo do surto = primeiro dia com mais de 100 casos)



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world



Fonte: Worldmeters. Elaboração: BNPP AM Brasil. Dados atualizados até 31/março/2021.

Mesmo com o processo de vacinação bem-sucedido nos EUA, o dano causado pela pandemia demandou uma resposta fiscal forte por parte do novo governo, que aprovou um pacote de U\$ 1,9 trilhões, com o objetivo de auxiliar as famílias que mais sofreram com as paralizações da atividade. Ao juntar esse novo pacote com o de U\$ 900 bilhões, aprovado no final do ano passado, e com a taxa básica de juros perto do limite inferior, o resultado é um ambiente de alta liquidez para a economia global. Ainda há a possibilidade de haver mais injeção de liquidez caso o governo Biden consiga aprovar mais um pacote fiscal, de U\$ 2,3 trilhões, com o foco em infraestrutura. O alto grau de estímulo aumentou o otimismo com a economia americana, que projetamos que cresça 6,4% em 2021, conseguindo fechar o hiato gerado pela pandemia ainda neste ano. O lado negativo da atividade mais forte é o temor com uma possível aceleração da inflação, que pode ser visto na elevação das expectativas de inflação americana (medidas pela inflação implícita de 5 anos) de 1,95% no final de 2020 para 2,54% no final de março.

Junto com os EUA, a China deve sustentar o crescimento mundial neste ano. Mesmo com a pandemia, o país cresceu 2,3% no ano passado e conseguiu fechar 2020 com a economia praticamente livre do vírus. Com a divulgação do novo plano quinquenal, foi abandonada a meta de crescimento, assim prometendo uma economia que cresce menos e mais voltada para o consumo, um contraste com o crescimento forte do começo do século, que era puxado por investimentos. Mesmo assim, projetamos que a China cresça 7,8% em 2021, em parte devido ao efeito base do primeiro trimestre do ano passado ter sido muito fraco, e continue crescendo acima de 5% nos próximos anos.

Para o resto do mundo, a alta liquidez internacional e o impulso da China e EUA, que juntos somam 40,7% do PIB mundial, deve ajudar a manter um alto crescimento, ainda que isso seja dependente do sucesso das campanhas de vacinação de cada país, que determinará quando a economia se livrará da pandemia. O consenso das principais casas estima um crescimento de 6,5% neste ano, que recupera totalmente a queda de aproximadamente 4% observada no ano passado.

Desta forma, os pontos-chave a serem monitorados são: 1) o ritmo da vacinação mundial, que deve determinar quando a pandemia será superada e a economia voltará ao ritmo normal e; 2) o potencial de pressão dos gastos fiscais sobre preços, em especial se a deflação no mundo pode antecipar os processos de normalização monetária, reduzindo a liquidez global.

## ECONOMIA BRASILEIRA

Março foi definido pela piora expressiva na evolução da pandemia. Considerando as médias semanais, o mês começou registrando 54.726 novos casos e 1.205 novas mortes e terminou registrando 75.534 novos casos e 2.976 novas mortes. A piora na evolução da pandemia pressionou a classe política que reagiu de duas formas: nos níveis estaduais e municipais implementando medidas de restrição à movimentação e no nível federal, demandando a volta dos programas de sustentação de renda e emprego adotados em 2020, em especial o Auxílio Emergencial.

A pressão pela volta do Auxílio Emergencial dominou a discussão da PEC Emergencial, que acabou por incluir um dispositivo de R\$ 44 bilhões, fora do Teto de Gastos, para serem gastos com o programa de transferência de renda. Do lado da contenção de gastos, a PEC determinou quais seriam os gatilhos para adoção das medidas de congelamento de gastos com funcionalismo, incluindo proibição de novos concursos, reajustes e aumentos. Para estados e municípios, o gatilho é 95% das receitas correntes serem usadas para pagar gastos obrigatórios, enquanto para a União o gatilho é das despesas obrigatórias ultrapassarem 95% das despesas primárias totais. Por fim, a PEC definiu que o gatilho também será acionado quando for declarado estado de calamidade, no qual as regras fiscais deixam de ser válidas por 1 ano. O balanço final da PEC Emergencial foi misto, por um lado retirando a incerteza quanto a aplicação de medidas de contenção de gastos de funcionalismo, por outro criando despesas fora do Teto de Gastos.

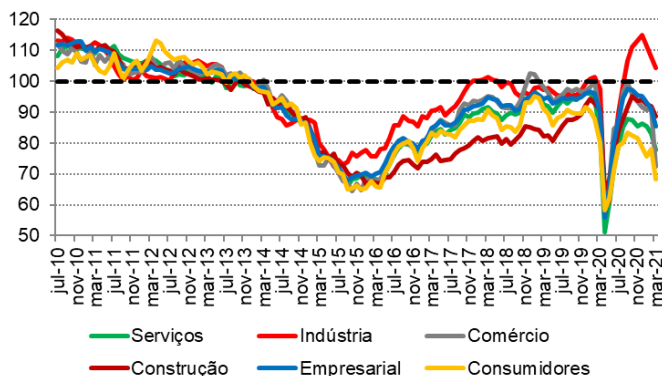
A discussão fiscal não parou com a aprovação da PEC Emergencial, com a votação do orçamento sendo o principal evento do final do mês. Estimamos que o orçamento aprovado pelo congresso tenha subestimado as despesas obrigatórias na ordem de R\$ 54 bilhões, o que, pelo já baixo nível de despesas discricionárias, torna o orçamento aprovado inexecutável. Por isso, é esperado que o governo vete parcialmente o orçamento, em especial o acréscimo de R\$ 13 bilhões em emendas do relator.

Um outro lado da piora da pandemia foi a diminuição da atividade, o que pode ser visto na queda dos indicadores de confiança brasileiros, com destaque para a queda na confiança do consumidor, de 78 pontos em fevereiro para 68,2 pontos em março, o menor valor para o índice desde maio do ano passado (gráfico 4). O dado de produção industrial de fevereiro (queda de -0,7% contra janeiro) indica que a economia não estava forte mesmo antes da piora da pandemia em março, assim projetamos contração no primeiro trimestre de 2021. Com o avanço da vacinação e retrocesso da pandemia, esperamos que os próximos trimestres apresentem recuperação da economia, assim projetamos que o PIB cresça 2,8% no ano e termine 2021 abaixo do patamar pré-pandemia. Como a economia, no final de 2019, ainda não tinha se recuperado da crise de 2015, estimamos que a economia brasileira deverá operar com hiato do produto negativo por um bom tempo.

Apesar da piora na atividade, a perspectiva de menor controle fiscal e a pressão no preço da gasolina internacional geraram uma dinâmica negativa para a inflação. Essa dinâmica negativa afetou as expectativas de inflação no médio prazo, o que é ilustrado pela evolução da mediana das projeções de inflação no Focus para 2021, que terminou fevereiro em 3,87% (um pouco acima da meta de 3,75%) e chegou a 4,81% no final de março. Acreditamos que a atividade mais fraca deve conter a alta de preços, por isso projetamos inflação de 4,50% para 2021. Para

2022, acreditamos que haverá acomodação nas pressões inflacionárias, assim a inflação deverá terminar na meta de 3,50%.

Gráfico 04  
Índices de Confiança Setoriais, SA



Fonte: FGV. Elaboração: BNPP AM Brasil

A evolução negativa no lado fiscal e, principalmente, a maior pressão inflacionária pesaram mais do que a piora da atividade na decisão da política monetária. O COPOM decidiu iniciar o ciclo de alta de juros com uma alta de 75 bps na taxa Selic, elevando-a para 2,75%, acima do consenso entre os economistas de alta de 50 bps. Porém, na sua comunicação, o Banco Central deixou claro que vê o atual ciclo como uma normalização parcial da taxa de juros, indicando que a Selic no final do ciclo deve continuar em patamares estimulativos. Dado a fraqueza da atividade, concordamos com essa avaliação e por isso projetamos uma taxa Selic no final do ciclo em 4,50%, abaixo dos 6% que é estimado como taxa neutra.

Para frente, o principal fator para a determinação dos rumos da economia brasileira será a evolução da pandemia, que por sua vez é determinada pelo processo de vacinação brasileiro. Acreditamos que a vacinação de grupos não prioritários será iniciada no segundo semestre e com isso a economia brasileira poderá iniciar um processo de reabertura sem riscos de uma nova onda da doença.

Por Equipe Econômica da BNPP AM Brasil



Gilberto Kfour  
Head Renda Fixa  
& Multimercados

## RENDA FIXA E MULTIMERCADO

### MOEDAS

A despeito da boa performance dos pares, o Real apresentou performance negativa e volátil ao longo do mês de março. Ruídos locais foram os principais responsáveis pela alta volatilidade do Real, com a moeda se encontrando em nível de descolamento superior ao observado no ano passado. O Banco Central realizou intervenções no *spot* e *swap* com intuito de prover liquidez e funcionalidade ao mercado. As principais intervenções no mercado *spot* foram realizadas no início do mês, aproveitamos para montar posição tomada no cupom cambial curto. A mesma foi desfeita com início das intervenções via *swap*. O posicionamento na moeda foi fluído ao longo do mês. O início da normalização das taxas de juros é uma condição necessária, porém não suficiente para a melhora no *price action* da moeda e possível convergência para os pares.

Olhando para o evento do Copom, ficamos alocados na posição comprada em gamma que logo foi substituída por direcional vendido em USDBRL, dada a surpresa na reunião, e a posição comprada foi encerrada devido ao *stop* estipulado. Apesar da perda auferida devido a posição comprada em Lira Turca o portfólio obteve resultado positivo.

Estamos comprados em Rand Sul Africano, Peso Mexicano, Dólar Canadense, Dólar Australiano e Libra Esterlina. Estamos vendidos em Rublo Russo, Peso Chileno, Real, Euro e Franco Suíço.

### JUROS E INFLAÇÃO O MERCADO

O Banco Central mudou a forma de atuação no mercado de câmbio nos dias que antecederam a reunião do Copom, com atuações tanto no mercado *spot* quanto no mercado de *swap*, inclusive em dias que nossa moeda estava apresentando um desempenho superior aos seus *peers*. Para completar a "surpresa" o comitê decidiu elevar a taxa básica em 75bps para 2,75% a.a., quando a expectativa era de uma alta de 50bps. Em seu comunicado pós Copom, o mesmo sinalizou uma nova alta da mesma magnitude na próxima reunião em maio, e também reforçou a mensagem de que o ciclo de alta deve ser parcial, ou seja, em um primeiro momento, a taxa de juros não deverá ser elevada até o patamar considerado neutro. Por outro lado, o mesmo comitê considerou que o movimento de alta deverá ser mais célere. A expectativa normal seria de uma desinclinação da curva de juros, mas essa reação durou apenas um dia. O mercado claramente não comprou a ideia de que o BC seguirá no passo de 75bps e tampouco que a normalização será parcial passando na sequência a acelerar a inclinação da curva de juros. A preocupação dos agentes é que a inflação de 2021 está saindo rapidamente da meta e que há um risco alto de contaminação para o próximo ano. A autoridade monetária, por sua vez, ainda mostra uma preocupação com a segunda onda da pandemia e que a atividade, e conseqüentemente, a inflação poderá arrefecer nas próximas semanas.

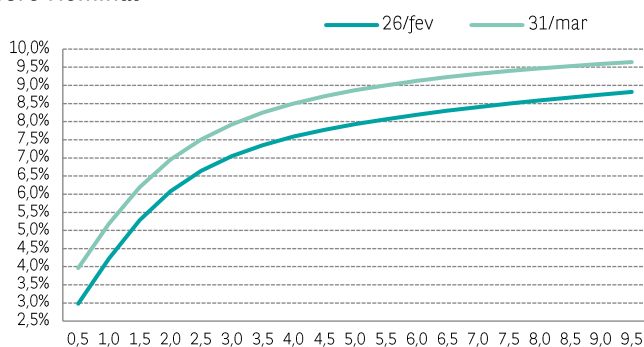
As dúvidas do mercado quanto à questão fiscal se acentuaram nas últimas semanas com a indefinição do orçamento do ano corrente. Despesas foram excluídas do mesmo

tornando-o inexequível e mostrando um possível racha entre a equipe econômica e o Congresso nas figuras do relator do orçamento e do presidente da Câmara. A tentação de se elevar os gastos para além dos R\$ 44 bilhões já autorizados a ficar fora do teto de gastos por conta da extensão da ajuda emergencial deixou o mercado com um pé atrás e pedindo cada vez mais prêmio na ponta longa da curva.

Os juros nominais subiram quase que de forma paralela ao longo de toda curva em cerca de 65bps, sendo que a ponta curta foi impactada pela preocupação com a meta da inflação e a ponta longa sentiu os efeitos das preocupações fiscais. A curva de juros reais por sua vez apresentou altas ao redor de 40bps nos vencimentos intermediários e de cerca de 20bps para os vértices mais longos. Entretanto, levando-se em conta o carregamento elevado por conta da inflação corrente, notamos que para os vencimentos mais curtos (até 2023) a inflação mais do que compensou a alta nas taxas fazendo com que esses títulos apresentassem um desempenho favorável. No caso dos vencimentos mais longos a elevada inflação não foi suficiente para que os mesmos tivessem um retorno positivo, mas amorteceu bastante a alta das taxas.

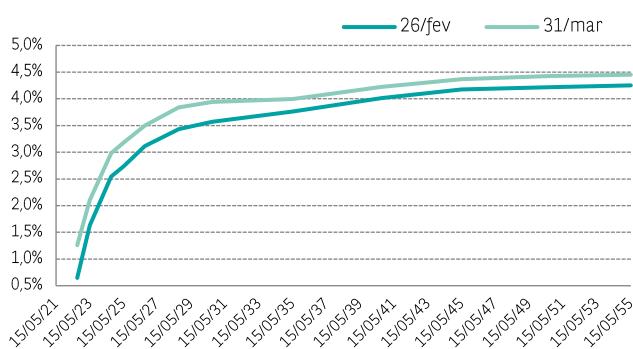
O IRF-M caiu 0,84% no mês de janeiro ficando 101bps abaixo do IMA-S que subiu 0,17%. O IMA-B se desvalorizou 0,46% ficando 63bps atrás do IMA-S. Já o IMA-B 5 subiu 0,34% puxado pela inflação corrente apesar da alta das taxas dos papéis que compõem esse sub-índice.

Gráfico 05  
Juro Nominal



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

Gráfico 06  
Juro Real



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

## O QUE FIZEMOS?

Ao longo do mês efetuamos algumas mudanças importantes nas carteiras visando deixá-las mais defensivas. Saímos das posições pré-fixadas mais curtas (restando uma parcela residual no jan22) evitando o risco da política monetária e reduzimos pela metade uma posição mais longa no DI jan29. Parte dessas reduções foi migrada para um DI na parte intermediária da curva e parte foi migrada para juro real, tanto em um vencimento relativamente curto de 2 anos quanto na curva longa com aumento na posição de NTN-B 2050.

## OLHANDO PARA FRENTE

Com a alterações, passamos a ter na parcela de risco ativo 50% em posições pré-fixadas e 50% em juro real. Em termos de prazo, ficamos com 60% em posições até 5 anos e 40% além desse prazo. A duração das carteiras permanece acima da duração dos *benchmarks*, mas foi reduzida em relação ao fechamento anterior. Acreditamos que as carteiras estão bem posicionadas para o atual ciclo de alta de juros.

## CRÉDITO PRIVADO

Os ativos de crédito privado tiveram desempenho positivo em março, com exceção de alguns ativos de emissores financeiros e precificados em %CDI. Os ativos corporativos permanecem bem demandados principalmente por ausência de ofertas primárias. A volatilidade dos ativos segue elevada principalmente por conta da volatilidade da curva de juros que por sua vez tem sido impactada domesticamente pela incerteza fiscal e internacionalmente pelo aumento das taxas de juros nos países desenvolvidos, notadamente os EUA.

Continuamos antevendo a normalização do mercado de ofertas primárias somente ao fim do segundo trimestre de 2021 quando a incerteza fiscal deve estar dissipada e o processo de vacinação no Brasil estiver em ritmo máximo. Em todo caso, a despeito de termos uma visão positiva para o desfecho destas questões, os prêmios dos ativos de crédito no mercado não justificam, na nossa opinião, a assunção de posições mais longas e/ou em setores que sejam mais dependentes da reabertura da economia.

Assim sendo, permanecemos com a postura conservadora de alocar em prazos mais curtos e nos setores e empresas que se mostraram resilientes na pandemia.

Para o mês de abril a volatilidade deve continuar e, portanto, o retorno de curto prazo continua bem incerto, mas ao adotarmos este posicionamento mais conservador pensamos estar bem posicionados porque a combinação de posições mais curtas, um pouco mais de liquidez e o forte fundamento de crédito permitem às carteiras se aproveitar do carregamento relativamente alto dos ativos. Mas como sempre temos mencionado os preços atuais de mercado, o conhecido efeito marcação a mercado (MtM), ainda embutem baixa probabilidade de piora por conta de deterioração da liquidez. Portanto, é razoável esperar uma certa alternância entre períodos curtos com retornos negativos e positivos, mas dado o carregamento

atual e o fundamento de crédito mais consistente, quando se observar horizontes mais longos devemos esperar resultados positivos.

Para terminar, acreditamos que investimentos em fundos de Debêntures Incentivadas é uma opção otimizada às alocações em IMAB-5, tanto para investidores pessoa física quanto jurídica (investidores institucionais).

## ESTRATÉGIA DE OPÇÕES

No mês de março, o Ibovespa oscilou, diferentemente do que vinha ocorrendo nos meses anteriores, na maioria do tempo, numa faixa entre 112.000 e 116.000, reduzindo bastante a volatilidade implícita que saiu de 30% para 24% a.a., e que terminou o mês abaixo da volatilidade realizada. Acreditamos que o mercado local está bastante protegido para possíveis quedas, através da compra de opções de venda, o que tem evitado uma correção maior do índice nos movimentos de realização.

## RENDA VARIÁVEL

### COMPORTEAMENTO DO MERCADO

Depois de alguns meses de extrema volatilidade, março foi um mês de águas calmas nos mercados globais, podendo ser demonstrado pelo índice de volatilidade do S&P (VIX), se mantendo próximo aos 20 pontos pela primeira vez, desde fevereiro do ano passado. Um dos motivos é a empolgação pelo ritmo da vacinação em alguns países como Estados Unidos (28,7% da população) e no Reino Unido (45,5% da população). Paralelamente a U.S Treasury de 10 anos continuou subindo, fechando o mês com 1,704%. Mesmo com a alta na U.S Treasury que poderia indicar uma saída de capital de ativos de maior risco, os principais índices acionários globais fecharam em alta, com o S&P subindo 1,82%, o MSCI World 1,01% e o Euro Stoxx 5,74%. Já nos mercados emergentes o MSCI Emerging Markets fechou em queda de 3,38%, principalmente pela fraca performance dos países asiáticos (MSCI Asia Pacific -3,21%). Por outro lado, o MSCI Latin America fechou com alta de 2,95%.

No mercado local tivemos um mês turbulento, marcado por decisões judiciais que mudaram o cenário político brasileiro para os próximos anos. Simultaneamente tivemos o aumento do número de casos e mortos pelo Coronavírus, fazendo que muitas cidades e estados adotassem medidas mais rígidas de distanciamento. Além disso, na última reunião do COPOM, tivemos o aumento da taxa Selic em 75 pontos, com uma ata que deixou claro que o processo de aumento da taxa de juros irá continuar nos próximos meses. Mesmo com todos esses fatos e a extrema volatilidade do Ibovespa no mês, o índice conseguiu fechar com alta de 6,00% devido principalmente as perspectivas de reabertura e aceleração do ritmo de vacinação no país. Podemos destacar a performance positiva do setor de Shoppings Centers.

### O QUE ESPERAMOS?

O mês de março foi relativamente calmo se olhar o fechamento do mês *versus* o patamar de início do mês. Mas nem de perto reflete toda a quantidade de informações que tivemos ao longo do mês, tanto internamente quanto externamente. No externo, informações como: fechamento do canal de Suez (que representa 10% do comércio global marítimo); pacote de infraestrutura com aumento de tarifas nos EUA; lockdown em diversos países da Europa e problemas em cadeias produtivas (falta de insumos globais). Além de internamente ter um aumento significativo no número de mortes e novos casos de Covid, com praticamente um colapso do sistema de saúde brasileiro; discussões irreais sobre orçamento federal; extensão do auxílio emergencial; ataques em redes sociais entre planalto e legislativo e a possibilidade do ex-presidente Lula se eleger.

E por que consideramos que essa desconexão entre preços dos ativos e as notícias estão acontecendo?

Além disso no mês de março vimos o VIX, índice de volatilidade, trabalhando abaixo dos 20 pontos, algo que não acontecia desde o início da pandemia, refletindo o arrefecimento da volatilidade global no mercado acionário.

No mercado de câmbio, a moeda local voltou a tocar as máximas vistas durante a pandemia, consequência da força global do dólar e das más notícias locais referente ao controle das contas públicas. O BCB interveio de maneira mais incisiva, tanto no mercado de derivativos, como no mercado à vista, e conteve a desvalorização da moeda. As volatilidades implícita e realizada voltaram a trabalhar acima dos 21% a.a, mas cederam com as intervenções. No entanto, os patamares de volatilidade implícita ainda estão acima dos 19% a.a., indicando a apreensão do mercado com o futuro da moeda local.



Gilberto Nagai  
Head Renda Variável



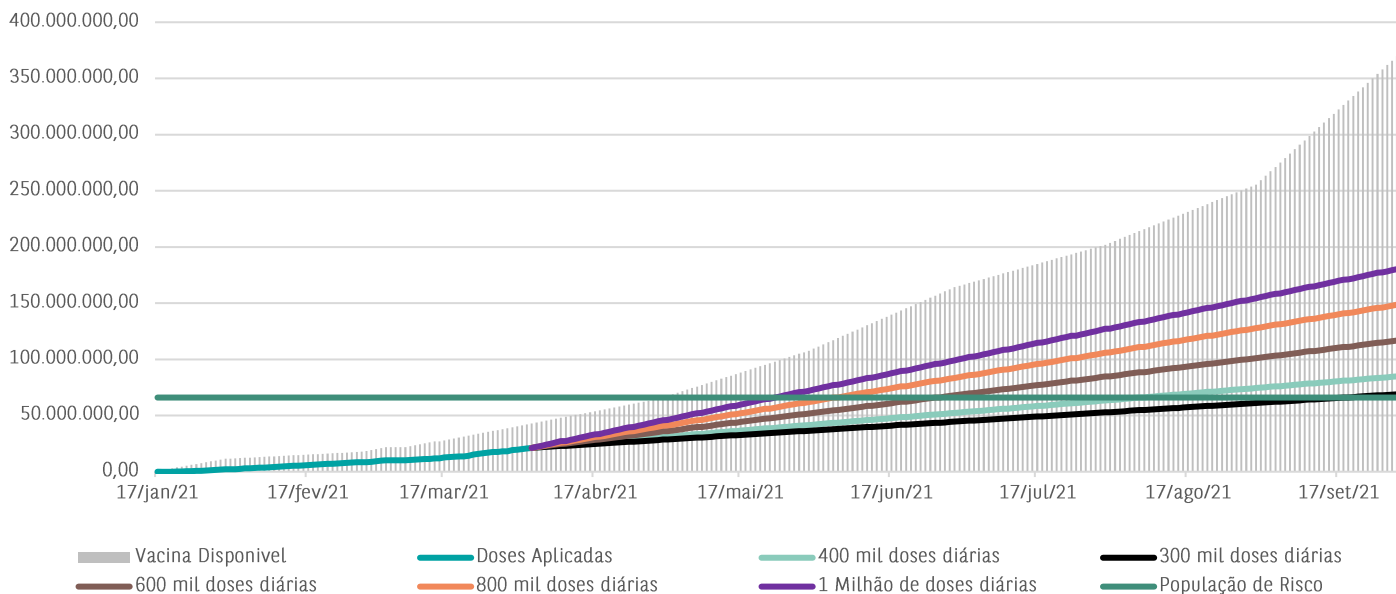
Acreditamos que o mercado acionário brasileiro está sendo guiado pelo mercado americano, que apresentou uma forte performance devido a notícias positivas de vacinação.

Mas qual o cenário de vacinação do Brasil? Concordamos que houve um atraso significativo no início devido à falta de IFA (insumos) e regularizações da produção, porém olhando para frente vemos o cenário mais positivo.

Fazendo uma análise de sensibilidade da evolução da vacinação diária, podemos estimar quando a população idosa (acima de 65 anos) estaria vacinada, e conseqüentemente, ter um desengargalamento do sistema de saúde.

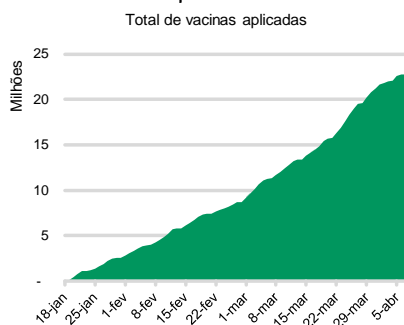
Considerando que a vacinação teve em média 400 mil doses diárias, fizemos alguns multiplicadores a partir desse número para verificar em quanto tempo chegaríamos a 66 milhões de doses aplicadas.

Gráfico 07  
Ritmo de Vacina vs. Vacina Disponível

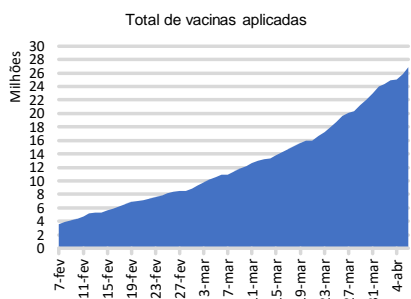


Fonte: Coronavirbra1 e projeções BNPP AM Brasil. Elaboração BNPP AM Brasil.

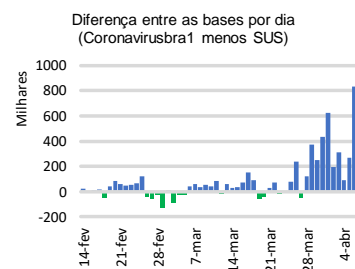
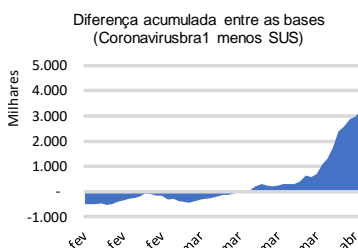
Gráfico 08  
Total de vacinas aplicadas



Últimos 5 dias		# de doses por idade				# de doses por vacina		
Data	# vacinas aplicadas	Faixa etária	1ª Dose	2ª Dose	% vacinado	Vacina	# vacinas aplicadas	%
3-abr	230.182	>= 80	3.731.553	1.525.111	83,5%	Coronavac	18.823.649	82,49%
4-abr	38.967	70 - 79	6.205.514	708.362	68,4%	AstraZeneca	3.996.484	17,51%
5-abr	519.201	60 - 69	2.949.016	238.649	17,5%	Total	22.820.133	100%
6-abr	206.344	50 - 59	850.331	427.970	3,5%			
7-abr	-	40 - 49	1.316.558	696.606	4,5%			
		30 - 39	1.578.509	828.861	4,6%			
		20 - 29	1.083.090	534.996	3,2%			
		< 20	72.590	30.971	0,1%			



Últimos 5 dias	
Data	# vacinas aplicadas
3-abr	541.938
4-abr	130.591
5-abr	787.537
6-abr	1.038.441
7-abr	-



Fonte: OpenDataSUS (Oficial)  
Fonte: Coronavirbra1 (Comunidade/Secretarias de Saúde)

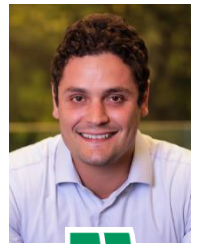
Além disso, sabemos que o Brasil possui excelente capacidade de vacinação diária (números convergem para 1 milhão de doses ao dia). Dito isso, estamos acompanhando atentamente como está se comportando esse número diariamente e as notícias nos últimos dias tem sido positivas.

Dessa forma, consideramos que o atual cenário de colapso do sistema de saúde pode melhorar, a grande questão é quando e qual será o reflexo de Brasília com toda essa situação?

- Será que teremos mais expansão fiscal se a pandemia se postergar mais do que mencionamos?
- Quais serão os impactos de um maior caos da saúde pública nas eleições do ano que vem?
- Como se comportará os outros ativos com esse cenário? Dado a disparidade recente do Ibovespa e dos ativos de renda fixa.

Dito isso, acreditamos que uma posição mais neutra no momento se adequa sob as incertezas atuais. Porém, acreditamos que essas incertezas devem ter uma clareza no curto prazo. Pois dependerá do sistema de saúde se normalizar em semanas.

## FUNDO DE FUNDOS



Tiago Bellodi Costa Cesar  
Head Fundo de Fundos



Março encerrou um trimestre de sucessivas revisões negativas para diversos indicadores brasileiros, tanto políticos, quanto econômicos e sanitários, ao contrário de algumas das principais economias do mundo. No espectro político, vimos tanto as questões ligadas à aprovação de um orçamento inexecutável, com pressões nas despesas fora do teto de gastos, quanto as ligadas a um possível cenário eleitoral de ampla polarização em 2022 como fatores que contribuíram para um aumento da aversão a risco dos investidores. No campo econômico, apesar das surpresas positivas de atividade nos dois primeiros meses, março trouxe perspectivas de desaceleração da atividade por conta de novas medidas restritivas nas principais regiões do país e também leituras inflacionárias acima das expectativas dos agentes do mercado, levando o BC a iniciar um aperto monetário mais duro do que o previsto. Por fim, o intenso avanço da pandemia, com capacidades hospitalares exauridas e altos números de óbitos fecharam um trimestre negativo para o país.

Em situação distinta, acompanhamos os EUA e Reino Unido avançando intensamente em suas campanhas de vacinação, dando sinais de expansão da atividade econômica acima do esperado ao final do ano passado. Destaca-se também os dois grandes pacotes de estímulos fiscais norte-americanos, o que contribuiu para a recente acomodação da volatilidade nos mercados globais.

Apesar da difícil situação pela qual o país atravessa, as carteiras tiveram, em geral, retornos positivos. A renda fixa foi o ativo de maior detração pois a curva de juros refletiu bastante as preocupações fiscais desta conjuntura de pressão por maiores gastos em cima de um orçamento já bastante restrito. Conforme descrito, a curva de juros abriu paralelamente em torno de 65 pontos base, ao passo que a curva de juros reais apresentou altas ao redor de 40bps nos vencimentos intermediários e de cerca de 20bps para os vértices mais longos. Este foi, portanto, o ativo de pior desempenho nas carteiras.

A renda variável teve desempenho bastante positivo na esteira do bom desempenho dos ativos norte-americanos. O índice bovespa foi puxado principalmente por papéis ligados a *commodities* no cenário de expansão de atividade dos EUA e da China em detrimento às empresas de alto crescimento (sobretudo ligadas aos temas de tecnologia), também impactadas pelas expectativas de altas de juros globais em face da retomada da atividade. Em geral, nossas carteiras de renda variável não se beneficiaram deste movimento, pois concentram-se em papéis ligados ao segundo grupo. Nos fundos multimercado, os movimentos foram bastante positivos apoiados pela dinâmica internacional. O mesmo vale para os fundos de investimento no exterior.

Destacamos a persistente volatilidade no mercado doméstico pelos motivos descritos. Mantemos o tratamento mais tático à bolsa brasileira, rotacionando as alocações mais estruturais em bolsas internacionais, sobretudo norte-americana e agora também, asiáticas. Seguimos vendo boas perspectivas para ações, mas trocamos parte da geografia levando a alocação em Brasil aos pontos neutros das bandas de alocação. Também reduzimos a parcela de juros nominais nos portfólios por entender que há ainda uma série de variáveis a serem equacionadas para formação de uma posição estrutural neste fator de risco, sendo a alta volatilidade por fatores muitas vezes não mercadológicos a um desincentivo ao *trading*.

Seguimos atentos aos potenciais riscos que possam embaralhar as cartas dispostas na mesa. São eles:

- I. Enxugamento da liquidez global, algo até agora não sinalizado, pelo contrário;
- II. Desaceleração global (sobretudo da China e EUA) em relação às expectativas criadas com o avanço da vacina a partir de Novembro, algo ainda não incorporado nos preços e às nossas crenças;
- III. Interrupção da vacinação como um todo, também com informações mostrando o contrário;
- IV. Interrupção da tão necessária agenda reformista nos poderes Executivos e Legislativo, este sim um ponto de atenção em elevação por conta dos eventos recentes e da sensibilidade da situação fiscal do país.

## ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
<b>Março</b>	0,20%	-0,84%	-0,39%	-0,46%	0,34%	3,02%	6,00%	6,04%	4,56%
<b>2021</b>	0,49%	-2,80%	-1,32%	-2,81%	-0,15%	9,63%	-2,00%	-0,72%	-0,88%
<b>12 meses</b>	2,22%	2,25%	4,98%	10,39%	8,50%	9,59%	59,73%	62,17%	64,58%

## DISCLAIMER

Este documento foi produzido pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. ou por suas empresas subsidiárias, coligadas e controladas, em conjunto denominadas "BNP Paribas" e tem fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta ou recomendação de investimento ou desinvestimento. O BNP Paribas é uma instituição financeira regularmente constituída, com seu funcionamento devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil e habilitada pela Comissão de Valores Mobiliários para Administrar fundos de investimento. 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. 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 BNP Paribas 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 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. 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 não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO, Abril/2021.

Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone – 0800-7715999 ou através do e-mail: [ouvidoria@br.bnpparibas.com](mailto: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](http://www.bnpparibas.com.br).



FFC 31.2021