



CARTA MENSAL

#fevereiro/2024



Gilberto Kfourir Jr.
CIO BNP Paribas Asset Management Brasil

“Os dados de mercado de trabalho dos Estados Unidos foram os primeiros a contribuir para o movimento de abertura de juros nesse último mês. Em janeiro, foram criados 353 mil novos postos de trabalho, ante uma expectativa de apenas 185 mil, levando a uma tendência de reaceleração do emprego, mesmo com a política monetária em níveis restritivos já há bastante tempo. A volatilidade do cenário externo impactou as taxas de juros locais, com o mercado precificando a taxa terminal perto de 9,5%. Apesar do maior pessimismo no mercado, projetamos que o início do ciclo de corte de juros nos EUA permita que o BC continue a cortar juros até a Selic chegar em 8,5% no final do ano.”

ECONOMIA INTERNACIONAL

Fevereiro foi marcado por uma alta volatilidade no mercado externo, registrando uma elevação significativa das taxas de juros americanas – os títulos de 2 anos retornaram ao patamar observado em dezembro – e um fortalecimento do dólar, acompanhados de avanços nas bolsas de valores em geral. Esse movimento refletiu o cenário macroeconômico global, cujos dados recentes apontaram para uma resiliência da atividade, sobretudo da economia americana, ao mesmo tempo em que os dados de inflação interromperam a tendência de arrefecimento que vínhamos observando nos últimos meses em diversos países.

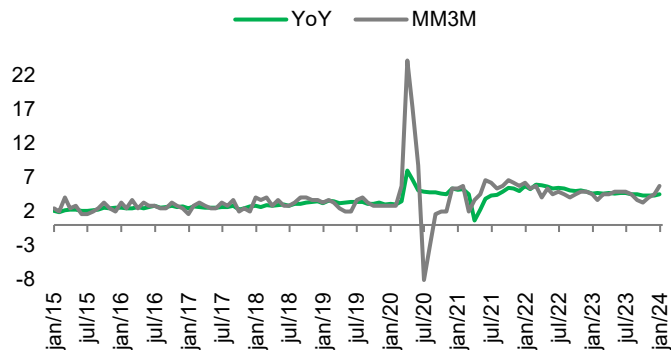
Seguindo a sequência cronológica, os dados de mercado de trabalho dos Estados Unidos foram os primeiros a contribuir para o movimento de abertura de juros nesse último mês. Em janeiro, foram criados 353 mil novos postos de trabalho, ante uma expectativa de apenas 185 mil, levando a uma tendência de reaceleração do emprego, mesmo com a política monetária em níveis restritivos já há bastante tempo. O desemprego seguiu no menor patamar histórico, em 3,7% e os salários voltaram a crescer 4,5% no ano, patamar muito acima do compatível com uma inflação de 2%. Esse aquecimento do mercado de trabalho e o avanço de salários afastaram a necessidade de cortes de juros no curtíssimo prazo.

Posteriormente, os dados de inflação divulgados também trouxeram surpresas altistas às estimativas do mercado. O índice de preços ao consumidor (CPI) registrou alta de 3,1% na variação de 12 meses e o núcleo 3,9%, com aceleração na ponta. Se, por um lado, a deflação de bens contribuiu para amortecer a elevação do índice, por outro lado, o avanço em serviços foi disseminado, até mesmo excluindo aluguéis, que apresentaram alta relevante no mês.



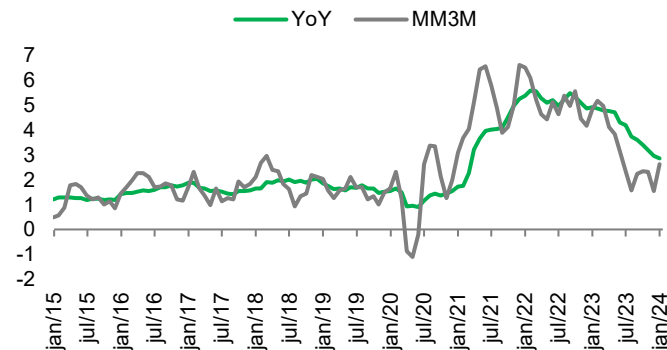
“Projetamos que o início do ciclo de corte de juros nos EUA permita que o BC continue a cortar juros até a Selic chegar em 8,5% no final do ano.”

Gráfico 01
EUA: Salário médio por hora trabalhada



Fonte: Bureau of Labor Statistics. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 28 de fevereiro de 2024.

Gráfico 02
EUA: Core PCE



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 28 de fevereiro de 2024.

Além disso, os preços ao produtor e preços de importação também decepcionaram, registrando uma inflação maior que as expectativas. Por fim, o deflator do consumo (PCE), índice usado pelo Fed como alvo de política monetária, registrou uma alta de 0,4% no mês, maior valor desde janeiro de 2023, com uma variação de 2,8% em 12 meses.

Embora essa reaceleração da inflação acenda um sinal de alerta, acreditamos que janeiro é um mês com elevado resíduo sazonal devido a reajustes que ocorrem no início do ano. Em janeiro de 2023, também observamos uma alta relevante da inflação, seguida de uma desinflação significativa. Este ano, esperamos que o mesmo aconteça e a inflação apresente um comportamento mais benigno nos próximos meses.

O somatório de dados de mercado de trabalho mais fortes e inflação acelerando, resultou em um comportamento mais cauteloso por parte do Fed. Os membros têm afirmado que a batalha contra a inflação ainda não foi vencida e que está cedo para começar a cortar juros. Diante da nossa expectativa de arrefecimento da inflação, acreditamos ser possível o início do ciclo de cortes do Fed entre maio e junho, com cortes consecutivos a cada reunião. No entanto, caso a aceleração da inflação observada em janeiro persista nos meses subsequentes, o risco penderia na direção do Fed postergar o início da normalização dos juros, além de realizar um ajuste menor que o esperado, finalizando o ciclo em uma taxa terminal mais elevada do que o esperado.

ECONOMIA BRASILEIRA

A volatilidade do cenário externo impactou as taxas de juros locais, com mercado precificando a taxa terminal perto de 9,5%. Apesar do maior pessimismo no mercado, projetamos que o início do ciclo de corte de juros nos EUA permita que o BC continue a cortar juros até a Selic chegar em 8,5% no final do ano.

O comportamento benigno da inflação também ajuda no prolongamento do ciclo de corte de juros. As últimas divulgações de IPCA e IPCA-15 estão em linha com a nossa projeção de inflação de 3,5% em 2024 e 2025. As consecutivas surpresas baixistas em alimentos reforçam a nossa projeção de baixo impacto do evento climático El Niño, que era um dos principais riscos mencionados pelos economistas e Banco Central para a inflação de 2024. Um impacto secundário do El Niño é diminuir o nível dos reservatórios, assim aumentando o risco de bandeira amarela no meio do ano. Porém, isso apenas geraria volatilidade na inflação mensal, uma vez que a probabilidade de a bandeira ser verde no final do ano ainda é predominante. A notícia negativa dos últimos dados de inflação veio de serviços subjacentes, que mostrou aceleração contra o final de 2023, mas é importante notar que a principal causa da aceleração recente desse núcleo foi o subitem serviços bancários, que apresentou comportamento errático. O comportamento futuro da inflação de serviços dependerá da evolução da atividade.



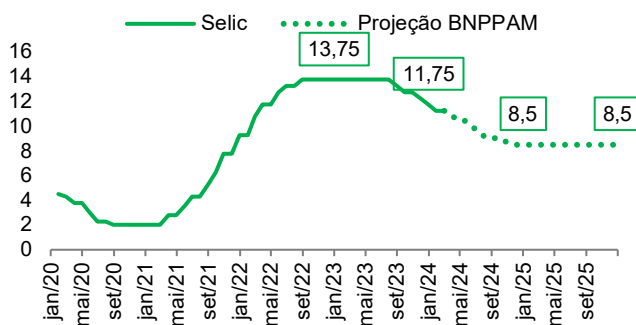


“Vemos possibilidade do resultado primário ser melhor que a nossa expectativa de déficit de 0,8%,”

A divulgação do PIB de 2023, de 2,9%, sustentou a avaliação benigna para a inflação, com o último trimestre do ano passado apresentando queda no consumo e alta no investimento. Para 2024, projetamos reaceleração do consumo no primeiro trimestre, impulsionado pelo reajuste do salário-mínimo e pelo pagamento de precatórios aprovado no final do ano passado, e depois desaceleração ao longo do ano com a acomodação do mercado de trabalho. Já o investimento deve interromper a tendência de queda observada desde o pico no final de 2021 e apresentar crescimento moderado em 2024. Do lado da oferta, o crescimento deverá ser puxado pela indústria extrativa, enquanto a produção agropecuária deverá apresentar queda por conta do cenário climático adverso.

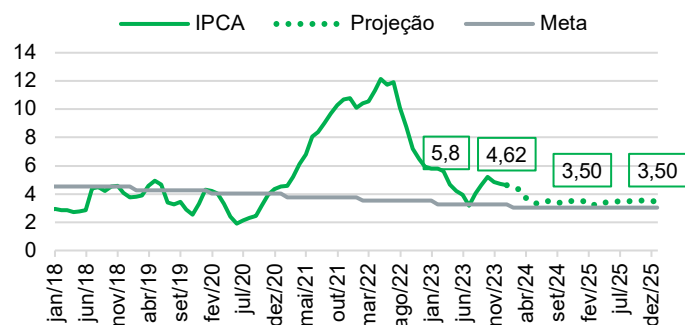
No nosso cenário, o fiscal segue sendo o principal risco, em especial com a discussão sobre a mudança da meta de primário. Esperamos que uma mudança seja necessária e deverá ocorrer em maio, com a divulgação do segundo relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas. Com isso, o Governo ficará impedido de liberar o crédito suplementar de R\$15 bilhões, previsto no arcabouço fiscal. Entretanto, vemos a possibilidade do resultado primário ser melhor que a nossa expectativa de déficit de 0,8%, caso o Governo consiga uma maior arrecadação com a MP nº 1.202/2023 e com o crescimento da indústria extrativa, o que poderia impulsionar a arrecadação com *royalties*.

Gráfico 03
Taxa SELIC



Fonte: BCB e IBGE. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 28 de fevereiro de 2024.

Gráfico 04
IPCA: Ano contra ano



Fonte: BCB, IBGE e BNPP AM. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 28 de fevereiro de 2024.



Andressa Castro
Economista-chefe



RENDA FIXA E MULTIMERCADO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

O CDI (+0,80%) superou os índices de renda fixa (IMA-B5 +0,59%; IRF-M +0,46%), com exceção do IMA-S (+0,82%). O BNP RF fechou em +0,76% e o Sigma Institucional +0,55%.

NOSSA VISÃO

A política monetária americana continua como tema central para renda fixa global. Os números de inflação nos EUA de janeiro aceleraram em relação ao anterior, tanto no índice cheio (+0,3% vs +0,2% no último) como no núcleo +0,4% (vs +0,3%). A média de 3 meses anualizado do núcleo passou de 3,4% para 4,8% e acendeu alerta no mercado de que a trajetória em direção a meta de 2% será irregular. Em consequência, houve postergação das expectativas para o início do corte de juros de março para junho, além de redução do tamanho do ciclo de 150bps para cerca de 90bps em 2024.

O impacto do externo foi relativamente ameno no Brasil, que viu a curva abrir em magnitude pequena. Motivo: inflação continua bem-comportada. De fato, a inflação implícita na curva de NTN-B para o ano 2024 passou de 3,81% para 3,63% ao longo do mês, vindo de 4,22% há 3 meses. A queda tem sido mais intensa em prazos mais curtos, mas não limitado a esses, vimos prêmio de inflação sendo reduzido nos anos a frente também.

Ou seja, a preços de mercado, onde a frequência dos movimentos é maior e, principalmente, coloca-se dinheiro em jogo, o recado é que a inflação está em queda. Dúvida: teremos uma convergência do Focus nessa direção, onde as expectativas para IPCA de 2025 estão estagnadas em 3,50% há mais de meio ano? Esse ponto é importante, pois pode impactar o balanço de risco do Banco Central em favor de uma Selic menor.

Diante desse quadro, acreditamos na continuidade do ciclo de queda da Selic e da estratégia de comunicação atual, sinalizando cortes adicionais de mesma magnitude a frente. Como vemos espaço para taxa vir abaixo de 9%, parece-nos cedo a redução de ritmo neste momento. De todo modo, não acreditamos em uma relação automática entre eventual alteração de guidance com final de ciclo. Certo parece o BC ao tergiversar quando o assunto é Selic terminal, as incertezas são muitas.

Sobre os riscos às nossas premissas, as perspectivas sobre evolução das contas públicas permanecem como principal problema estrutural doméstico, por ora minimizado pelo momentum positivo na arrecadação. Esse é um tema que poderá ganhar tração no segundo trimestre, ocasião que teremos a revisão de meta fiscal desse ano. No externo, eventual reaceleração inflacionária nos EUA é o ponto de atenção maior, com potencial de reverter acentuadamente o cenário corrente.

Em relação a estratégia de investimento, demos sequência à redução de exposição ao trecho curto de NTN-B, em virtude da onda de revisão baixista para inflação. Adicionalmente, devemos entrar em uma janela de IPCAs mais baixos até meados do ano, por questões sazonais, o que reduz o carregamento dos ativos atrelados a inflação. Esse efeito é mais pronunciado nos vértices mais curtos, de modo que alongamos nossas posições nesse trecho para a região intermediária da curva de juro real.

Michael Kusunoki
Head Renda Fixa & Multimercados



CRÉDITO PRIVADO

Os ativos de crédito privado tiveram outro mês de desempenho forte em fevereiro. Houve mais uma rodada de fechamento de spreads, que produziu ganho de capital ao qual foi adicionado o carregamento dos ativos. Terminamos fevereiro com spreads em níveis inferiores aos mínimos de 2022, mas ainda acima dos mínimos observados em 2019. Olhando a frente, o retorno dos ativos de crédito tenderá a ser mais voláteis pois o carregamento ficou bem reduzido e eventuais oscilações negativas de preço demandarão maior tempo para serem recuperadas.

O mercado primário continuou reduzido em fevereiro, com poucas ofertas em virtude das férias de verão. As poucas operações vieram a mercado com prazos mais longo e spreads muito baixos. Esta dinâmica de mercado primário não é adequada à nossa estratégia e o secundário tampouco tem sido muito ofertado. A captação dos fundos de crédito tem aumentado por conta da redução momentânea da oferta de títulos de crédito isentos de IR o que desequilibra a oferta e demanda de títulos de crédito. Nossa opinião é que esta dinâmica não permanecerá no longo prazo.

Desta forma, para as nossas carteiras de crédito privado, que investem primordialmente em ativos indexados ao CDI, continuamos as alocações em ativos com prazo até 36 meses, de forma muito seletiva. Buscamos manter o prazo médio das carteiras dentro das faixas que estabelecemos. Objetivamos assim otimizar a relação yield e prazo médio da carteira. Continuamos a manter a estratégia taticamente em modo conservador por conta dos riscos percebidos: a incerteza sobre o novo arcabouço da política fiscal brasileira, a execução orçamentária no Brasil sob as regras aprovadas em 2023, a incerteza sobre o rumo da política monetária dos EUA e a permanência das tensões geopolíticas. Por fim, continuamos ainda também receosos com o potencial impacto do elevado volume de emissões que o Tesouro americano irá colocar nos próximos meses.

Na nossa estratégia de infraestrutura, mantivemos a alocação em risco IPCA ao redor de 90% e duration superior ao IMA-B5 com menor alocação em títulos até 2025. Para a fase ciclo de afrouxamento monetário no Brasil em que estamos, achamos que os ativos indexados ao IPCA com duration na região do IMA B5 continuarão a ter bom desempenho, mesmo que o ciclo tenda a ser mais lento e prolongado. Pontuamos mais uma vez que o nível atual dos spreads para os ativos em IPCA, mesmo que menores que os observados no início de 2023, associado ao nível ainda elevado da curva de juros real torna os ativos de infraestrutura particularmente atraentes.

Fábio Oliveira
Head de Crédito Privado



RENDA VARIÁVEL

O início do ciclo de redução das taxas de juros foi adiado para o final do primeiro semestre de 2024, o que representa uma mudança em relação às previsões feitas no final do ano passado, quando se esperava que esse movimento começasse no primeiro semestre. No mês de fevereiro, os mercados de ações globais tiveram um desempenho extremamente positivo, impulsionados principalmente pelos sólidos resultados das grandes empresas de tecnologia no quarto trimestre de 2023, com destaque para os resultados da Nvidia, Amazon e Meta. Isso levou o Índice S&P a atingir sua máxima histórica, fechando com um aumento de 5,17%. Esse movimento positivo foi acompanhado pelos outros mercados desenvolvidos, com o MSCI World subindo 4,11% e o Euro Stoxx subindo 4,93%.

No segmento de commodities, o minério de ferro teve um desempenho negativo, registrando uma queda de 4,72%, enquanto o preço do petróleo encerrou o período com um aumento de 3,18%. No mercado local, a bolsa teve um fevereiro ligeiramente positivo, com o Índice Ibovespa subindo 0,99% e o Índice Small Caps subindo 0,47%. Em relação aos fluxos de capital, fevereiro continuou a tendência de retirada de recursos da bolsa brasileira por parte dos investidores estrangeiros, em contraste com o movimento de alocação observado no final do ano passado, resultando em uma saída de mais de 17 bilhões de reais desde o início do ano.

A questão sobre o impacto do atraso na queda das taxas de juros nos Estados Unidos no apetite por risco global é relevante para o cenário local de bolsa. A expectativa era que a queda das taxas nos EUA levasse a um aumento do apetite por ativos de maior risco como os mercados emergentes e resultaria, assim, em valorização do câmbio local, redução das expectativas de inflação e juros terminais mais baixos. No entanto, o atraso nesse movimento pode alterar essa dinâmica, especialmente diante das eleições presidenciais nos EUA no segundo semestre.

A incerteza quanto ao impacto do atraso na queda das taxas de juros dos EUA no juro terminal brasileiro permanece, especialmente considerando a revisão para baixo das expectativas de inflação. A expectativa é de que os juros terminais possam ser menores do que o atual patamar precificado, o que poderia beneficiar o investimento em ações. Com uma política monetária mais favorável, inflação controlada e atividade econômica resiliente, a perspectiva é positiva para o crescimento consistente dos lucros das empresas ao longo do ano.

Outro questionamento importante seria a apreciação cambial. Não temos a certeza de que precisamos de uma taxa de câmbio mais apreciada para que o Banco Central leve os juros para o campo estimulativo. Primeiro porque a inflação tem vindo em patamares benignos. Além disso, mesmo com um câmbio mais apreciado, não é certo que isso faria com que os economistas levassem sua expectativa de inflação para meta. Esses são questionamentos que temos para dizer que o câmbio é uma variável importante no efeito translação de bens, porém que traz uma complexidade para a definição de cenário.

E por fim, o fiscal. Que sempre foi uma preocupação do mercado local e continua sendo questionado sobre a meta de superávit e a trajetória da dívida.

Apesar das incertezas e das diferentes performances esperadas entre ativos e o índice, acredita-se que 2024 será um ano mais focado em aspectos microeconômicos do que macroeconômicos.



Marcos Kawakami
Head Renda Variável

FUNDO DE FUNDOS

Em fevereiro, tivemos a continuação da reprecificação dos ativos, com as curvas de juros locais e internacionais seguindo o movimento de abertura. Na parcela de Renda Variável, as bolsas se valorizaram e as moedas, em média, permaneceram estáveis frente ao dólar.

Nos EUA, as leituras e os dados têm trazido volatilidade para o mercado nesses dois primeiros meses do ano ligados principalmente a sazonalidade residual, o que deve voltar nos próximos meses, mas que pode contribuir para a redução da confiabilidade da projeção, em um cenário de atividade mais forte. O mercado acredita que, apesar dessa surpresa negativa dos dados de janeiro, para os próximos meses, a variação tende a ser menor e que a inflação sequencial voltará a rodar em patamares mais próximos a meta. Sobre o início do corte de juros, com esses novos dados de janeiro, é provável que o FED opte por esperar as reuniões de março e maio e começar em junho. Na Zona do Euro, com dados mais consistentes de uma inflação mais controlada, espera-se que o Banco Central Europeu inicie o afrouxamento monetário antes do Banco Central Americano, dado que a inflação americana tem se mostrado mais resistente. Na China, o cenário permanece o mesmo com viés negativo. A economia segue estagnada e não respondendo ao suporte oferecido pelo governo e somado a isso, o país também vai atuar como um vetor de desinflação global de bens industriais.

No cenário doméstico, os ativos brasileiros acompanharam o movimento externo em uma menor magnitude. A atividade segue em um bom ritmo, o mercado de trabalho iniciou o ano com a taxa de desemprego atingindo 7,5% em janeiro, o crescimento da massa salarial permanece forte e o cenário de crédito tem trazido surpresas positivas apesar da carga de juros ainda alta. O PIB fechou o ano em 2,9% e conforme descrevemos acima, com essas boas notícias, o mercado revisou o crescimento para 2024.

Depois do tempo nublado de janeiro, fevereiro seguiu com o mesmo clima. Nos nossos portfólios, os resultados foram negativos, tanto nos “CDI+”, quanto nos benchmarks compostos. Apesar da bolsa brasileira ter tido um comportamento positivo no mês, a parcela de Renda Fixa com a posição aplicada em juros nominais e comprada em inflação, impactou nossos portfólios.

Depois de um 2023 para esquecer, os dois primeiros meses do ano para os Multimercados, continua com um gosto amargo. Em nossa parcela de Renda Fixa Ativa, as posições aplicadas nos juros, foi o que detraiu performance. Na parcela de Renda Variável, a nossa carteira ficou em linha com o Ibovespa. O Ibovespa retornou (0.99%), Small Caps (0.47%), na parcela de Renda Fixa o IRF-M (0.46%), IMA-B (0.55%), IMA-B5 (0.59%) e o IMA-B5+ (0.51%).

Em nossas carteiras, após novembro e dezembro com resultados positivos, iniciamos o ano com as mesmas alocações, sendo elas mais Multimercado e mais Renda Fixa Ativa, o que não performou nesses últimos dois meses. Por ora, diminuimos a exposição a essas duas classes de ativos, por acreditar que, enquanto não tivermos uma clareza nos dados dos Estados Unidos, seguiremos com uma volatilidade alta. Com isso, aumentamos a nossa exposição a Crédito Privado High Grade.

O encerramento do primeiro bimestre do ano traz confirmações de que o cenário segue desafiador, pelo protagonismo do Banco Central Americano. No local, há cartas a serem viradas como o desenrolar do fiscal e as eleições municipais no segundo semestre. No global, teremos desdobramentos referente a eleição presidencial. Por isso, diminuimos o risco das carteiras até termos mais clareza sobre o cenário.



João Uchoa Borges
Head Fundo de Fundos



ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Fevereiro	0,80%	0,46%	0,64%	0,55%	0,59%	0,53%	0,99%	0,96%	0,47%
2024	1,78%	1,13%	1,11%	0,10%	1,28%	2,49%	-3,85%	-3,59%	-6,11%
12 meses	12,86%	16,21%	14,24%	14,73%	10,73%	-4,48%	21,95%	21,26%	17,91%

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. 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: bnpparibas-am.com/pt-br. MATERIAL DE DIVULGAÇÃO, Março/2024.



FFC 47.2024