



CARTA MENSAL

#janeiro/2024



Gilberto Kfour Jr.
CIO BNP Paribas Asset Management Brasil

“O crescimento forte da economia americana combinado à uma inflação bem-comportada levou a um fortalecimento do dólar frente às moedas pares, acompanhado de uma alta na bolsa americana. Já o comportamento das taxas de juros foi mais errático, uma vez que, além dos dados econômicos, eventos como a última reunião do Fed e um movimento de aversão ao risco advindo de novas preocupações com a saúde do sistema bancário levaram a uma volatilidade nos juros nessas últimas semanas.

O cenário doméstico segue positivo, contando com uma inflação benigna, dados de atividade surpreendendo positivamente, poucas novidades do lado da política monetária (com o Copom praticamente repetindo seu último comunicado) e sem grandes ruídos fiscais diante do recesso parlamentar.

ECONOMIA INTERNACIONAL

Ao longo de janeiro, os dados econômicos dos Estados Unidos apresentaram uma forte influência sobre o comportamento dos ativos internacionais. O crescimento forte da economia americana combinado à uma inflação bem-comportada levou a um fortalecimento do dólar frente às moedas pares, acompanhado de uma alta na bolsa americana. Já o comportamento das taxas de juros foi mais errático, uma vez que, além dos dados econômicos, eventos como a última reunião do Fed e um movimento de aversão ao risco advindo de novas preocupações com a saúde do sistema bancário levaram a uma volatilidade nos juros nas últimas semanas.

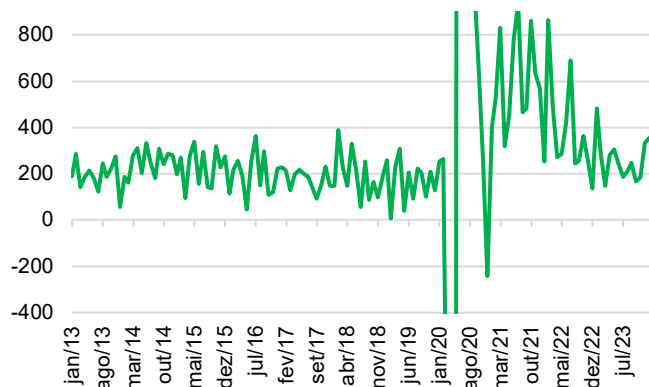
De fato, os dados referentes à atividade e ao mercado de trabalho nos EUA têm surpreendido positivamente, refletindo a força da economia americana. O PIB do 4º trimestre registrou um crescimento de 3,3% na variação trimestral anualizada, muito acima do projetado pelos economistas (2% no trimestre anualizado). Além disso, os dados de janeiro também têm apresentado um viés altista, levando as projeções de alta frequência de atividade, como o indicador do Atlanta Fed, a registrarem um crescimento acima de 4% para o 1º trimestre. Esse ritmo de crescimento é extremamente aquecido, sobretudo diante do nível atual de aperto monetário.

Isso vale para o mercado de trabalho americano. Em janeiro, foram criados 353 mil postos de emprego, praticamente o dobro do que era esperado pelo mercado. Além disso, a taxa de desemprego seguiu nos menores níveis históricos, em 3,7% e os salários avançaram para 4,5% na variação anual. Tal resultado colocou em xeque a desaceleração que vinha ocorrendo no mercado de trabalho.



“A inflação tem apresentado um caráter benigno, nos últimos 3 e 6 meses está rodando abaixo de 2%”

Gráfico 01
EUA: Empregos criados (mil)



Fonte: Bureau of Labor Statistics. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 31 de janeiro 2024.

Entretanto, apesar dessa força da atividade, a inflação tem apresentado um caráter benigno. Ao longo do 3º e 4º trimestre de 2023, o núcleo da inflação do PCE (métrica usada pelo Fed como meta da política monetária) rodou em 2%, na meta. Além disso, a variação desse indicador nos últimos 3 e 6 meses está rodando abaixo de 2%. Caso se mantenha, esse comportamento da inflação permite ao Fed começar a reduzir o grau de aperto monetário.

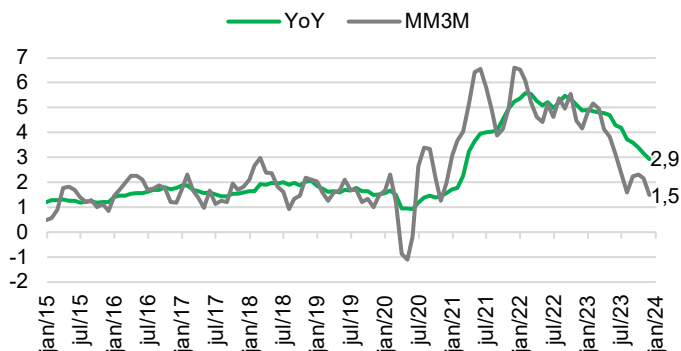
Na última reunião do FOMC (Comitê de Política Monetária do Fed), Powell reconheceu o progresso na desinflação, notando que nos 6 últimos meses houve uma redução significativa nessa frente. No entanto, diante da atividade aquecida, Powell sinalizou que gostaria de observar a evolução dos próximos dados a serem divulgados para iniciar o ciclo de corte com mais confiança de que a inflação não sofrerá uma reaceleração. Segundo ele, em março dificilmente os membros do Comitê atingiriam tal confiança, diante da curta janela de dados a serem divulgados até lá. Portanto, adotamos como cenário base o início do ciclo de corte de juros a partir de maio.

No restante do mundo, notamos uma cautela dos países desenvolvidos em iniciar o ciclo de corte de juros, com diversos Bancos Centrais aguardando sinais mais claros sobre o ciclo de afrouxamento dos EUA. Na Europa, o mercado já precifica um início de cortes a partir de abril, contando com uma atividade bastante fraca (PIB estagnado no 4º trimestre de 2023). Ainda assim, o risco é adiar o início do relaxamento monetário a depender dos próprios dados de inflação, mas também do ciclo monetário americano.

Não só a Europa, mas também diversos países emergentes podem ser influenciados pelo *timing* e extensão do ciclo de corte de juros dos EUA. O diferencial de juros é o grande responsável por movimentos nas moedas e um fortalecimento do

dólar poderia atrapalhar o processo desinflacionário em alguns países, via encarecimento de bens industriais. Portanto, até mesmo os países que já iniciaram o ciclo de afrouxamento monetário, como o Brasil, poderiam sofrer impactos na condução de sua política monetária a depender do cenário externo.

Gráfico 02
EUA: Core PCE



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 31 de janeiro 2024.

ECONOMIA BRASILEIRA

Por enquanto, o cenário doméstico segue positivo, contando com uma inflação benigna, dados de atividade surpreendendo positivamente, poucas novidades do lado da política monetária (com o Copom praticamente repetindo seu último comunicado) e sem grandes ruídos fiscais diante do recesso parlamentar. Os ativos domésticos têm acompanhado os movimentos internacionais, mas ainda operam em tom otimista, com um comportamento menos errático.

No começo do mês foi divulgada a balança comercial de 2023 com superávit de 98 bilhões de dólares, o maior da série histórica e ela deve permanecer elevada em 2024. Nos últimos anos vimos uma melhora estrutural da balança comercial brasileira, causada pela melhora na safra e maior produção de petróleo. A safra de 2023 foi excepcionalmente forte e não deve se repetir em 2024, principalmente por conta do El Niño, que gerou secas em algumas regiões do país. Porém, a produção de petróleo deve crescer novamente neste ano, assim compensando a queda nas exportações agrícolas. A força da balança comercial tem contribuído para sustentar a nossa taxa de câmbio em R\$ 4,90, mesmo com a volatilidade do cenário externo.





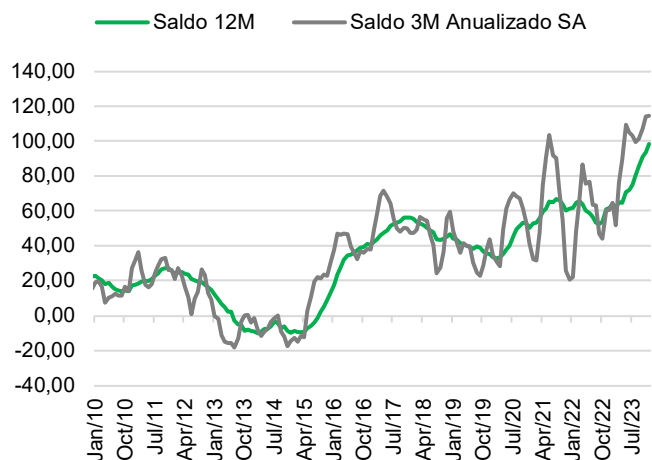
“A tendência de dos dados de atividade acima do consenso reforça a nossa projeção de crescimento do PIB de 2023 em 3,1% e 2024 em 2,1%, ambos acima do consenso.”

Além da perspectiva positiva gerada pela balança comercial, a atividade brasileira surpreendeu positivamente no final de 2023, gerando carregamento positivo para 2024. A produção industrial brasileira cresceu acima do esperado em dezembro, principalmente por conta da boa performance do setor extrativo (em especial o petróleo), que cresceu 17% na variação anual. O consumo também teve bom desempenho, sobretudo com o setor automotivo impulsionando as vendas no varejo e o setor de serviços puxado por serviços prestados às famílias. A alta no consumo pode ser explicada pela queda na taxa de desemprego, que terminou 2023 em 7,4%, o menor valor desde a recessão de 2014-2016. A tendência dos dados de atividade acima do consenso reforça a nossa projeção de crescimento do PIB de 2023 em 3,1% e 2024 em 2,1%, ambos acima do consenso.

Mesmo diante da força da atividade, os dados de inflação trouxeram notícias positivas. O IPCA-15 de janeiro veio bem abaixo do consenso dos economistas, com surpresas baixistas em passagens aéreas e emplacamento e licença. O primeiro item repete no IPCA oficial de janeiro, enquanto o segundo repete em todas as divulgações de inflação em 2024, assim gerando uma pressão baixista significativa para o número de 2024. As coletas de preços também dão viés baixista para a inflação, como a de educação que tem indicado um reajuste abaixo do anteriormente projetado e as coletas de preços agrícolas mostrando menor pressão em alimentação. Por isso, reduzimos nossa projeção de 3,5% para a inflação de 2024 (3,8% anteriormente).

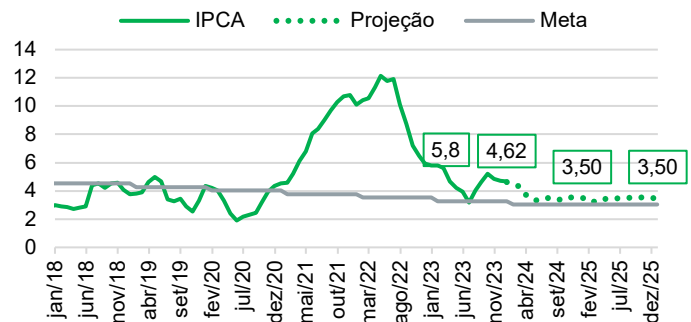
A combinação da balança comercial robusta, atividade forte e inflação tranquila gera um cenário “goldilocks” para a economia brasileira (termo usado para momentos em que a economia está performando na medida certa, nem muito aquecida nem em recessão). Esse pano de fundo permite ao Banco Central prosseguir com seu plano de corte de juros de -50bps por reunião, como foi anunciado no início do ciclo de corte de juros em agosto do ano passado, até a Selic atingir 8,50%.

Gráfico 03
Balança Comercial Secex (USD bi)

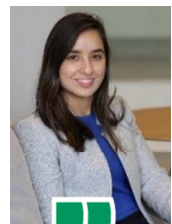


Fonte: BCB e IBGE. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 31 de janeiro 2024.

Gráfico 04
IPCA: Ano contra ano



Fonte: BCB, IBGE e BNPP AM. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 31 de janeiro 2024.



Andressa Castro
Economista-chefe



RENDA FIXA E MULTIMERCADO

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Iniciamos o ano com reversão parcial do forte desempenho ao final de 2023. Todos os índices de renda fixa ficaram abaixo do CDI, com o IMA-B 5+ apresentando -1,47% e IMA-B com -0,45%.

NOSSA VISÃO

O Fed se encontra em uma difícil situação, de inflação em queda e se aproximando da meta de 2%, por outro lado atividade econômica robusta, com mercado de trabalho forte e acelerando, impulsionado por expansão fiscal. Crescer sem inflação não deveria ser um pesadelo, pelo contrário, mas para o Banco Central é crucial que se maneje adequadamente a política de juros – que impactarão a economia com longa defasagem – para evitar desequilíbrios custosos a frente, seja decorrente de recessão econômica, ou da volta da inflação. É essa dúvida que tem impactado os mercados nos últimos três meses. Em grosso modo, os números de inflação têm tido efeito positivo, pois apontam para uma proximidade do corte de juros, em oposição aos números de atividade, que tem revertido as expectativas. Em nossa visão, deve prevalecer a inflação em queda e o Fed deverá iniciar corte de juros no primeiro semestre, um ajuste para ao menos adequar o grau de aperto monetário, que ficou maior com a queda da inflação. A próxima

discussão será sobre a taxa terminal, até onde o Fed cortará os juros, uma definição com impacto potencialmente relevante ao destino da nossa Selic. Em suma, se este “roteiro” permanecer, os ventos externos devem continuar favoráveis ao Brasil.

O Banco Central do Brasil cortou mais uma vez os juros em 50bps, levando a Selic a 11,25%, e manteve a sinalização de mais dois cortes na mesma magnitude. A essa altura do ciclo é praticamente descartável a chance de acelerar o ritmo, restando em aberto a discussão sobre a extensão total do ciclo, que a nosso ver será condicionado a expectativa de inflação para 2025 e, como potencial surpresa positiva, um eventual fortalecimento do BRL diante da boa perspectiva para a balança comercial desse ano.

Quais os riscos sobre nosso cenário base? Do lado positivo, estamos com viés baixista para inflação nos próximos meses, devido a ajustes abaixo do esperado em itens como educação, emplacamento de veículos, preço de alimentos e um julgamento em pauta no STJ (Superior Tribunal de Justiça) sobre possível mudança na cobrança de ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) sobre tarifas de distribuição de energia elétrica, com potencial relevante de impacto ao consumidor (cerca de -40bps). No campo negativo, as contas públicas permanecem como principal risco, por ora latente. Mas o patamar elevado de dívida e o aumento de gastos recentes tendem a manter um prêmio estrutural de inflação nos ativos de Renda Fixa.

Considerando os riscos baixistas para inflação no curto prazo, trocamos nossa posição em NTN-B 2025 por pré-fixado de mesmo prazo, parcialmente protegidos com posição tomada no DI Jan2029. De resto, seguimos com as posições no miolo da curva de juros real.

Michael Kusunoki
Head Renda Fixa & Multimercados



CRÉDITO PRIVADO

Os ativos de crédito privado abriram o ano com resultado positivo e acima do carregamento das carteiras, devido ao fechamento dos *spreads*. Nos meses anteriores já fazíamos o seguinte comentário a respeito dos *spreads* de crédito: “... os *spreads* ficaram relativamente estáveis, em níveis que consideramos como precificados para a perfeição: o nível de carregamento é superior ao custo da maioria dos fundos, mas é insuficiente para oferecer proteção de curto prazo no caso de abertura de *spread*”. Pois bem, após a compressão de janeiro, os *spreads* começam a aproximar-se do custo dos produtos mais caros.

O mercado primário foi reduzido em janeiro, com poucas ofertas em virtude das férias de verão. Mas as novas operações continuam a vir com prazos mais longos e *spreads* muito baixos. Esta dinâmica de mercado primário não é adequada à nossa estratégia e o secundário tampouco tem sido muito ofertado pois a captação dos fundos de mercado está se mantendo no campo positivo.

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, o aperto das condições financeiras internacionais e a permanência das tensões geopolíticas. Sobre as condições financeiras internacionais, voltamos a ter maior volatilidade após os dados mais recentes de inflação e atividade nos Estados Unidos, e após o comunicado da última reunião do Comitê de Política Monetária do *Federal Reserve*. Continuamos também receosos com o potencial impacto do elevado volume de emissões que o Tesouro americano irá colocar nos próximos meses.

alocação em risco IPCA ao redor de 90% e *duration* superior ao IMA-B5 com menor alocação em títulos até 2025. Para a fase do 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



Na nossa estratégia de infraestrutura, mantivemos a

RENDA VARIÁVEL

O ano iniciou com o mercado otimista quanto a possibilidade de o ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos começar em março. Entretanto, após a publicação dos dados de emprego e inflação nos EUA e dos discursos dos membros do Fed durante o mês de janeiro, as chances de cortes ainda no primeiro trimestre diminuíram. Na primeira reunião do FOMC de 2024, o comitê manteve as taxas inalteradas como previsto, mas em um discurso após a divulgação da decisão, o presidente do Fed, Jerome Powell classificou como improvável o início do ciclo ainda em março.

Enquanto o S&P 500 apreciou 1,59% em janeiro, chegando a um novo nível recorde, e o Euro Stoxx apreciou 2,81%, os mercados emergentes observaram uma reversão da tendência positiva observada em novembro e dezembro.

Parte da performance negativa dos emergentes pode ser atribuída a perspectivas de crescimento mais fraco da economia chinesa. Ainda que o governo chinês tenha anunciado pacotes de estímulos, a resposta tímida da economia se tornou um ponto de atenção, uma vez que o mercado questiona se a meta de crescimento do governo chinês de 4,5% a 5,0% é factível.

Outro fator que impactou negativamente a performance foi o aumento da taxa dos títulos de 10 anos americana, que fecharam dezembro em ~3,88% e chegaram a negociar a ~4,17% durante o mês de janeiro. No Brasil o índice Ibovespa terminou o mês em queda de 4,79%, enquanto os índices mexicano e chileno caíram 0,02% e 3,40% respectivamente. O MSCI Latam caiu 4,85%, enquanto o MSCI Emerging Markets e o MSCI China caíram 4,68% e 10,53% respectivamente.

No segmento de *commodities*, o minério de ferro teve um mês estável com queda de 0,21%, enquanto o petróleo encerrou o período com uma alta de 4,73%. Apesar de um início de ano mais fraco, temos uma visão positiva para a bolsa brasileira em 2024, principalmente para o primeiro semestre.

Vemos o Brasil bem-posicionado para se beneficiar do movimento de desinflação global e da queda de juros americanos, que deve gerar apetite a risco. Acreditamos que neste cenário os investidores estrangeiros devem retomar os investimentos em mercados emergentes. O Brasil será destino de parte desses fluxos não somente devido a um universo mais limitado de opções em mercados emergentes, mas também devido a oportunidades locais atrativas.

Localmente, os dados publicados mostram que a inflação segue arrefecendo e está sob controle. Desta forma, o banco central deve continuar com o ciclo de cortes de juros. A inflação mais baixa

alivia a pressão sobre os orçamentos familiares, o que deve contribuir para uma retomada no consumo das famílias. Já uma política monetária mais frouxa, com juros mais baixos, também favorece o consumo através de um financiamento mais barato para as famílias.

Outro benefício dos juros mais baixos será a redução do custo da dívida das empresas, que diminui despesas financeiras e aumenta rentabilidade. Ainda, juros baixos diminuem o custo de oportunidade de investimento, tanto para empresas quanto para investidores. Em resumo, acreditamos que, apesar dos riscos globais (ex: eleições nos Estados Unidos, tensões geopolíticas) e locais (ex: eleições municipais, déficit fiscal, El Niño), será possível encontrar oportunidades atrativas de investimentos no mercado de ações. Nosso foco seguirá sendo empresas de qualidade com boas perspectivas de crescimento.



Marcos Kawakami
Head Renda Variável



FUNDO DE FUNDOS

Finalizamos um ano volátil, mas com os dois últimos meses bem positivos, pautados em um início de corte de juros nas principais economias do mundo. No primeiro mês de 2024, tivemos uma reprecificação dos ativos, com a curva de juros interrompendo o movimento de queda e em especial, as bolsas locais sofrendo mais.

Falamos em nossa carta anterior sobre os vetores que desenharam as altas do final de 2023, mas um dado importante nos Estados Unidos e que merece atenção são os dados do mercado de trabalho, que não tiveram o impacto positivo da inflação. Os dados de emprego e salários comprovaram essa tese, demonstrando um mercado ainda forte, fazendo com que o Banco Central adiasse o possível corte de juros previsto para março. A médio prazo, espera-se que a atividade fique mais estável e que os dados de inflação tragam mais conforto e convergência, com o mercado dividido entre o primeiro corte em maio ou junho. Na China, a dinâmica segue na mesma linha com viés negativo, baixo crescimento somado a estímulos do fundo de estabilização para preços de ações, o que contribui para uma maior desconfiança do mercado. Já na Europa, um cenário parecido com o dos Estados Unidos, porém, com dados mais concretos de que a inflação segue mais estável, que serve de base para que o Banco Central Europeu inicie o corte de juros nos próximos meses.

No cenário doméstico, os ativos brasileiros tiveram uma performance negativa, na contramão das bolsas americanas. Apesar de uma inflação mais benigna e na meta, o que voltou a pressionar os ativos de risco foi uma discussão já conhecida: o fiscal. Um receio maior com esse tema, trouxe pressão para a curva de juros que voltou a precificar uma taxa Selic mais alta para o ano de 2024, aumentando o prêmio de risco do país, enquanto o mercado aguarda os próximos passos do governo em relação ao orçamento.

Depois de um bimestre de alívio para os ativos locais, janeiro deixou de lado os bons ventos e começou o ano com um tempo nublado. Nos nossos portfólios, os resultados foram levemente negativos, tanto nos “CDI+”, quanto nos *benchmarks*

compostos. As posições que trouxeram ganhos nos últimos meses, foi multiplicada por (-1). Com a queda da Bolsa brasileira e a pressão na curva de juros, os fundos Multimercados e Renda Fixa Ativa da nossa seleção, ficaram abaixo do CDI no mês. Na parcela de Renda Variável, com a alta volatilidade do mês, principalmente na última semana, pré reunião do Banco Central do Brasil e dos Estados Unidos, nossa seleção ficou levemente abaixo do *benchmark* no mês. Com esse impacto, o Ibovespa recou (-4,79%), SMALL (-6,55%), IMAB-5 (0,68%), IMAB (-0,45%), IMA-B5+ (-1,47%) e IRF-M (0,67%).

Sendo assim, finalizamos o primeiro mês do ano à espera de novas informações, seja local ou internacional. Temos alguns vetores importantes que terão influência sobre os preços dos ativos, como o desenrolar do orçamento, eleições municipais, novos dados de inflação nos Estados Unidos e eleições presidenciais. Seguimos sem incremento de risco na carteira e monitorando os desafios a frente.



João Uchoa Borges
Head Fundo de Fundos



ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Janeiro	0,97%	0,67%	0,47%	-0,45%	0,68%	1,96%	-4,79%	5,48%	7,05%
2024	0,97%	0,67%	0,47%	-0,45%	0,68%	1,96%	-4,79%	21,27%	17,12%
12 meses	13,04%	16,33%	14,58%	15,45%	11,41%	-2,46%	11,89%	21,27%	17,12%

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, Fevereiro/2024.



FFC 113.2023