

Fevereiro 2025

CARTA MENSAL



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

O investidor
sustentável para um
mundo em mudança



- Gilberto Kfourir Jr. -

CIO BNP Paribas Asset Management Brasil

// Caros leitores,

É com grande satisfação que apresentamos a edição deste mês da nossa Carta Mensal. Neste documento nossa equipe de gestão compartilha sua visão sobre os principais acontecimentos do mercado e suas perspectivas diante de um mundo em mudança.

Agradecemos pela confiança depositada em nosso trabalho e esperamos que essa carta contribua para sua compreensão do atual cenário de investimentos.

Atenciosamente,

Gilberto Kfourir Jr.
Chief Investment Officer
BNP Paribas Asset Management Brasil

//



ECONOMIA



- Andressa Castro -

Economista-chefe

// **ESSA PERCEPÇÃO NEGATIVA E INCERTEZA SOBRE O FUTURO DA ECONOMIA AMERICANA COMEÇOU A SE REFLETIR EM ALGUNS DADOS, LEVANDO O MERCADO A EXACERBAR TAL SENTIMENTO.**



ECONOMIA INTERNACIONAL

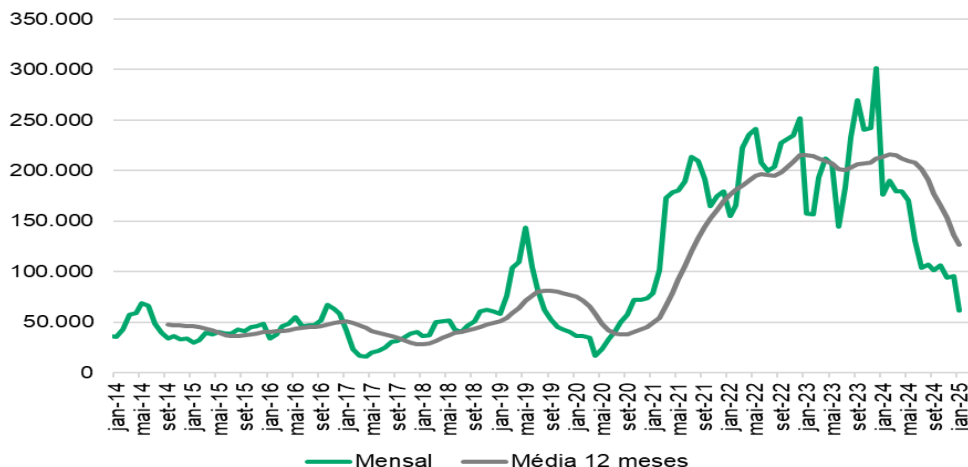
O final de fevereiro e início de março foram marcados por diversos ruídos, tanto políticos quanto econômicos, que levaram a um desempenho fraco do mercado americano, incluindo uma queda do dólar frente às principais moedas pares, um enfraquecimento da bolsa americana e uma queda nas taxas de juros de títulos do tesouro. Os três principais motivos para tal movimento foram a imposição e anúncio de tarifas de importação pela administração Trump, alguns dados econômicos sugerindo um possível enfraquecimento da economia americana e uma euforia sobre a recuperação da economia alemã diante de novos estímulos fiscais robustos (como contraponto ao excepcionalismo americano).

O primeiro ponto (tarifas) tem sido o fator que mais tem gerado volatilidade nos mercados. Em menos de 30 dias, Trump anunciou: i) a imposição de tarifas recíprocas contra países que praticam uma taxa considerada injusta em relação à dos EUA a partir do dia 2 de abril; ii) 25% de tarifas sobre aço e alumínio de todos os países, para entrar em vigor a partir de 12 de março; iii) 25% de tarifas sobre importações de automóveis, chips e medicamentos a partir do dia 2 de abril; iv) o prosseguimento das tarifas de 25% sobre o México e Canadá, entrando em vigor no dia 4 de março, mas com uma subsequente negociação de uma nova pausa até o dia 2 de abril; v) uma adição de 10% sobre as tarifas chinesas (em cima dos 10% já anunciados anteriormente); vi) 25% de tarifas sobre carros e outros bens europeus, ainda sem data específica.

Caso todas as tarifas de fato entrem em vigor por um período prolongado, o impacto sobre a inflação americana seria relevante, bem como o impacto sobre a atividade, especialmente via aperto de condições financeiras como consequência do aumento da incerteza e aversão ao risco do mercado. Adicionalmente, o mercado de trabalho também será afetado por outras políticas tomadas pela administração Trump, como a restrição do fluxo migratório (reduzindo a oferta de mão de obra) e cortes de cargos públicos federais como agenda do DOGE (*Department of Government Efficiency*).

Gráfico 01

EUA: Encontros na Fronteira Sudoeste



Fonte: U.S. Customs and Border Protection. Data base: 31 de janeiro de 2025.

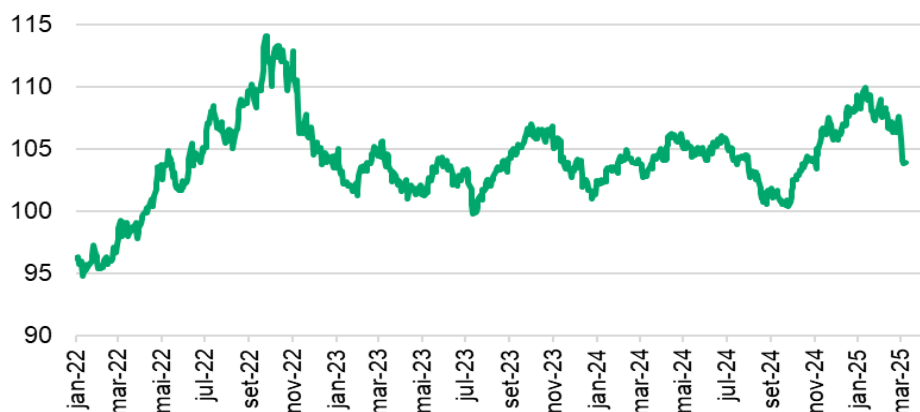
Essa percepção negativa e incerteza sobre o futuro da economia americana começou a se refletir em alguns dados, levando o mercado a exacerbar tal sentimento. O destaque do enfraquecimento foram os "soft data" (dados de confiança), como o PMI de serviços, o ISM de manufaturas e as confianças do consumidor. Apesar desses ruídos, não observamos uma desaceleração acentuada no curto prazo. O mercado de trabalho continua sustentado e o consumo, principal motor da economia americana, segue resiliente. O que nos preocupa à frente seria um eventual aperto de condições financeiras mais significativo, que pudesse de fato enfraquecer a economia real, mas que não é o caso no momento.

Do outro lado do mapa, o novo governo alemão anunciou mudanças fiscais relevantes para o crescimento de médio e longo prazo, tanto da Alemanha quanto da Zona do Euro (ZE), o que levou a uma performance positiva para o Euro nos últimos dias. Resumidamente, o pacote fiscal consiste em uma expansão de 500bi de euros fora do orçamento para serem gastos em infraestrutura nos próximos 10 anos, um aumento do déficit dos estados de 0% para 0,35% do PIB e uma permissão de gastos com defesa acima dos limites das regras fiscais.

Diante desses acontecimentos, houve uma perda de fôlego no mercado sobre a visão de excepcionalismo americano e diferencial de juros dos EUA versus seus pares, especialmente ZE, contribuindo para o fortalecimento do dólar ao longo desse ano. Esse movimento de enfraquecimento de dólar no mundo, inclusive, tem ajudado a performance positiva do Real.

Gráfico 02

Índice DXY



Fonte: U.S. Customs and Border Protection. Data base: 10 de março de 2025.

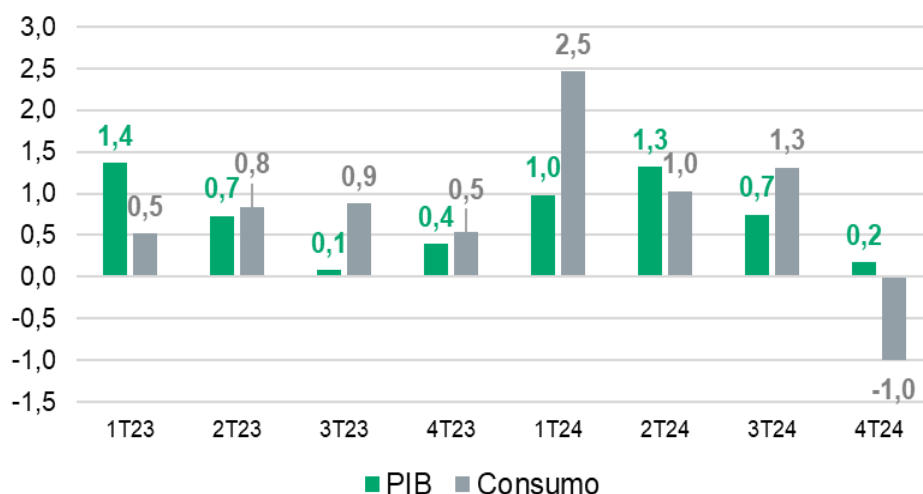
// ESSES DADOS MAIS FRACOS DE ATIVIDADE FORAM LIDOS DE FORMA POSITIVA PELO MERCADO, UMA VEZ QUE O DESAQUECIMENTO DA ECONOMIA É UMA CONDIÇÃO NECESSÁRIA PARA QUE O BC TENHA ALGUM CONTROLE DA INFLAÇÃO, QUE TEM ACELERADO INTENSAMENTE NOS ÚLTIMOS MESES. //

ECONOMIA BRASILEIRA

Domesticamente, o mercado continuou em tom positivo, apesar da volatilidade ao final de fevereiro. O dólar voltou a flutuar próximo de R\$ 5,80 e a Selic terminal a mercado retornou para cerca de 15,10%. Esse comportamento benigno dos ativos brasileiros (fora fatores técnicos) reflete uma combinação entre dados mais fracos de atividade, reduzindo a necessidade de o Banco Central elevar a taxa de juros para um território muito mais contracionista e a perda de popularidade do Presidente Lula nas pesquisas, reduzindo na margem sua chance de reeleição sob a ótica do mercado.

Ao longo de fevereiro e início de março, foram divulgados os dados de atividade do 4º trimestre de 2024. Em relação às nossas projeções, uma moderação já era esperada. Isso, porque verificamos que, em anos de eleições municipais, o consumo costuma ser impulsionado no 3º trimestre por gastos do setor público e no 4º trimestre é comum observarmos uma devolução desse movimento. Além disso, houve uma dissipação dos impulsos gerados no 1º semestre pela distribuição de precatórios, reajuste do salário mínimo, adiantamento de 13º do INSS em conjunto com uma desaceleração nos gastos do governo, incluindo bloqueio de emendas, contingenciamentos e empoçamento. Tudo isso gerou uma perda de tração para a atividade no 4º trimestre, com enfraquecimento em dados como vendas do varejo, volume de serviços e produção industrial, e com o PIB registrando um crescimento de 0,2% QoQ, em linha com a nossa projeção, porém abaixo do esperado pela mediana do mercado de 0,4% QoQ.

Gráfico 03
Crescimento trimestral: PIB e Consumo (%)



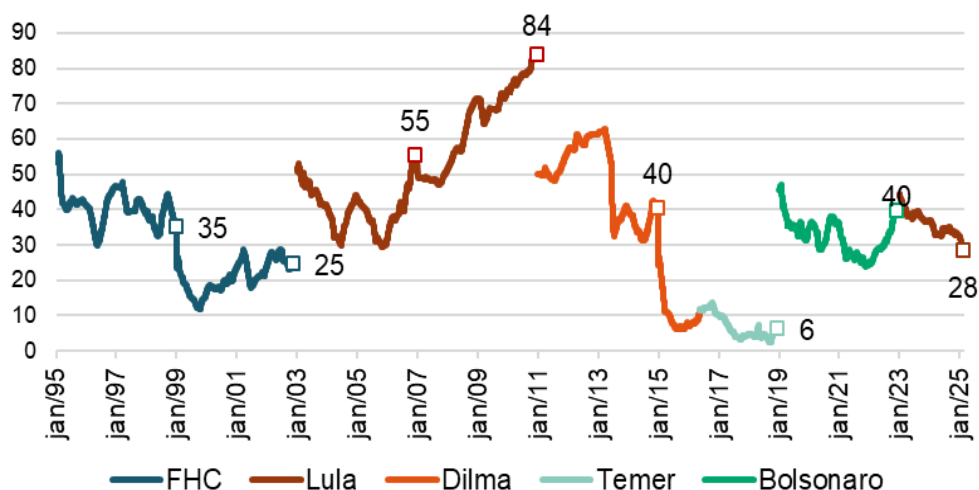
Fonte: IBGE. Atualizado em março de 2025.

Esses dados mais fracos de atividade foram lidos de forma positiva pelo mercado, uma vez que o desaquecimento da economia é uma condição necessária para que o BC tenha algum controle da inflação, que tem acelerado intensamente nos últimos meses. De fato, acreditamos que a economia apresentará um pouso suave ao longo desse ano, embora ruidoso, com uma reaceleração nesse 1º semestre e desaceleração mais pronunciada no 2º. Esse “freio de arrumação” traz uma perspectiva mais benigna também para a Selic. Houve uma mudança da expectativa do mercado de necessidade

de elevar a taxa de juros para próximo de 15%, ante a possibilidade de ir para 16% ou além sob a avaliação anterior a esses dados. Vislumbramos um cenário em que o BC interrompe o ciclo de alta de juros no meio do ano, mas mantém a taxa Selic elevada por período prolongado, adentrando o próximo ano, diante do cenário inflacionário não-equacionado.

A inflação elevada tem contribuído para a perda de popularidade do presidente Lula, na nossa visão. Isso, porque a inflação de alimentos, que atinge todas as camadas de renda, tem se elevado de forma acentuada, ferindo o poder de compra dos consumidores. O resultado disso junto a alguns outros ruídos de comunicação tem sido uma redução significativa na avaliação “ótimo e bom” do governo. Por um lado, tal deterioração de popularidade reduz, na margem, sua probabilidade de reeleição. Por outro lado, após atingir o mesmo patamar em seu 1º mandato, Lula recuperou sua aprovação e foi reeleito em seguida.

Gráfico 04
Tracking: Avaliação do Governo (Ótimo + Bom)



Fonte: Jota. Data base: 25 de fevereiro de 2025.

Embora haja alguma correlação entre a avaliação do governo incumbente e sua chance de reeleição, houve momentos em que níveis similares de popularidade levaram a desempenhos distintos nas eleições, como ao final do 1º mandato Dilma (reeleita) e do 1º mandato Bolsonaro (não-reeleito). Avaliamos, portanto, que é muito cedo para tirar conclusões sobre as eleições de 2026 e até lá enfrentaremos diversas discussões importantes em termos fiscais que podem afetar o cenário, como o projeto de isenção de IR para quem ganha até 5 mil reais, a instituição do crédito consignado privado, liberação do FGTS para quem foi demitido e optou pelo saque-aniversário, medidas para fiscais e outras formas de estímulos.

RENDA FIXA E MULTIMERCADO



- Michael Kusunoki -

Head Renda Fixa & Multimercados

// É UM PALPITE ARRISCADO, MAS POR ORA, O GOVERNO PARECE CAUTELOSO COM ESSE TIPO DE REAÇÃO, NÃO QUER VER O DÓLAR DISPARANDO, TALVEZ POR TEMER MAIS INFLAÇÃO. NESSA MESMA LINHA, MESMO O BC NÃO TEM SIDO INCOMODADO EM SUA ESCALADA DA SELIC. POR ENQUANTO. //

COMPORTAMENTO DO MERCADO

Embora os índices de renda fixa tenham ficado positivos, todos terminaram abaixo do CDI.

NOSSA VISÃO

A abrupta queda de popularidade do presidente Lula, que teve sua taxa de aprovação caindo de 35% para 24%, segundo o Datafolha, foi o grande evento de fevereiro, com impactos que já vieram e outros que virão, numa antecipação bastante precoce do debate eleitoral.

Ao que parece, não há um plano previamente elaborado para navegar os próximos 20 meses até a eleição, à medida que vez ou outra surgem alguns ensaios, como a ideia de ajustar o valor do Bolsa Família para mitigar a alta dos alimentos, prontamente desautorizada pelo governo tão logo o dólar disparou. Outro exemplo, o consignado privado deverá ser implementado em breve e é aposta para impulsionar o consumo. Em outra frente, a nomeação da presidente do PT como ministra de governo dá pista de que as articulações mirando 2026 já são realidade. São exemplos em que a lógica eleitoral parece operar, com alguma restrição, como foi o recuo do Bolsa Família em função do stress no mercado. É um palpite arriscado, mas por ora, o governo parece cauteloso com esse tipo de reação, não quer ver o dólar disparando, talvez por temer mais inflação. Nessa mesma linha, mesmo o BC não tem sido incomodado em sua escalada da Selic. Por enquanto.

Mas esse equilíbrio parece tão frágil quanto a situação do ministro Haddad como fiador da política de equilíbrio fiscal, sobretudo com a chegada de Gleisi ao Planalto. O governo se sente acuado, quer reagir com iniciativas, mas sente a restrição imposta pelos preços dos ativos quando a ideia não é boa, não é uma situação simples. É por isso que o mercado viu nessa piora de popularidade uma oportunidade de antecipar o trade de eleição, adotando a lógica do "*bad news, good news*". Os prêmios nos juros são elevados basicamente por desconfiança na gestão fiscal. E se mudar a gestão? O ajuste de probabilidade para esse desfecho ajuda na recuperação dos preços, pelo menos na forma como o mercado tem operado. Estamos muito longe do evento, vemos o quadro com cautela. Nesse interim, teremos o desaquecimento da economia, uma variável complicada para qualquer governo, ainda mais para um com popularidade em baixa.

Em relação ao BC, aproximamo-nos da última reunião já sinalizada em 100bps de alta. E para frente? Ganhamos confiança em nosso cenário de que teremos uma adicional de 50bps e só, parando em 14,75%. Primeiro porque o câmbio tem se mantido perto de 5,80, abaixo da premissa média de 6,00, que os economistas usam nas projeções de inflação. Outro ponto foi a menção na ata passada ao recuo da atividade econômica. E nesse contexto, pelo menos dois diretores externaram que a política monetária já se encontra em território bastante contracionista, discurso de quem não parece querer ir muito longe.

Nenhum dos temas aqui discutidos - política, eleições e BC - mudam nossa premissa que a inflação deve trabalhar com prêmios elevados, de modo que carregar NTN-Bs intermediárias continua sendo nossa posição principal nos portfólios.

CRÉDITO PRIVADO



- Henri Rysman
de Lockerente -

Head de Crédito Privado

// COM OS NÍVEIS ATUAIS DAS NTNBS, A DEMANDA PARA OS PAPÉIS INCENTIVADOS SEGUE FORTE, MESMO COM SPREADS DE CRÉDITO EM NÍVEIS HISTORICAMENTE MUITO BAIXOS. //

O mercado de crédito continua resiliente, com os fundos de crédito privado registrando uma captação líquida levemente positiva, que somaram aproximadamente R\$ 2,1 bi. As emissões no mercado primário registraram, de R\$45,5 bi em títulos de crédito, um pouco a mais do que os R\$ 41,4 bi do mês anterior, com o percentual distribuído de 39%. O mercado secundário segue com alto volume de negociações, acima dos meses anteriores.

No mercado de CDI, a média simples dos spreads de crédito no mercado secundário, mesmo com a tendência de dispersão para os segmentos High Yield e High Grade, voltou a registrar fechamento, após 3 meses de alta, devolvendo mais uma parte do movimento de alta do final do ano de 2024. No mercado de IPCA, os spreads tiveram comportamento similar de fechamento, com disseminação entre diferentes ratings e setores. Com os níveis atuais das NTNBS, a demanda para os papéis incentivados segue forte, mesmo com spreads de crédito em níveis historicamente muito baixos.

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, e com atuação maior no mercado secundário. Setorialmente, a alocação em títulos de crédito bancário segue com bastante força, fato que se deve à redução do diferencial de prêmio de risco entre os ativos dos bancos e os ativos corporativos não financeiros. Dessa forma, buscamos manter a nossa alocação em ativos de crédito com os prazos médios das carteiras dentro das faixas que estabelecemos, otimizando da melhor forma a relação risco-retorno. Seguimos estrategicamente cautelosos e atuando de modo mais conservador em decorrência dos seguintes riscos percebidos: a incerteza sobre a política fiscal e a execução orçamentária no Brasil, a volatilidade trazida pelas políticas adotadas durante o governo Trump e o rumo da política monetária dos EUA e doméstica.

Na nossa estratégia de infraestrutura, a alocação em risco IPCA está próxima dos 90%. O prazo médio da carteira é superior ao IMA-B5 em função da menor alocação em títulos até 2025 e maior alocação em títulos no meio da curva, de 2026 até 2030. Acreditamos que os ativos indexados à inflação com uma duration intermediária oferecerão uma boa oportunidade de diversificação. Pontuamos mais uma vez que o nível atual dos spreads para os ativos em IPCA, mesmo que menores que os observados no início de 2024, associado ao nível ainda elevado da curva de juros real, torna os ativos de infraestrutura atraentes.

RENDA VARIÁVEL



- Marcos Kawakami -

Head Renda Variável

// **FEVEREIRO PODE SER DIVIDIDO EM DUAS PARTES: A PRIMEIRA METADE MANTEVE A CONTINUIDADE DO MOVIMENTO OBSERVADO EM JANEIRO, ENQUANTO A SEGUNDA REGISTROU UMA GRANDE REVERSÃO.**



Em fevereiro de 2025, os mercados acionários dos Estados Unidos e de países desenvolvidos enfrentaram desafios significativos. A imposição de tarifas adicionais pelo presidente Donald Trump sobre importações do México, Canadá e China gerou temores de uma guerra comercial global, levando a uma queda de 1,4% no S&P 500, enquanto o índice Nasdaq teve uma queda de 2,76%. Ao mesmo tempo tivemos os outros mercados desenvolvidos performando bem durante esse período com o Euro Stoxx subindo 3,34% no mês, auxiliando a performance do MSCI World que fechou o mês com leve queda de 0,81%.

Pensando em mercados emergentes o MSCI Emerging Markets fechou o mês com uma leve alta de 0,35% ocasionada principalmente pela forte performance de China que fechou o mês de fevereiro com uma alta 11,54% (MSCI China).

Fevereiro foi um mês mais negativo para o barril de petróleo que caiu 3,82%, fechando o mês na cotação de 72 dólares o barril do Brent, já o minério de ferro fechou em alta de 0,63%, negociando aos 103 dólares a tonelada.

No Brasil, o mercado acionário enfrentou um mês desafiador. O índice Ibovespa, principal indicador da bolsa brasileira, registrou uma queda de 2,64%, refletindo uma preocupação com o impacto de novos gastos feitos pelo governo após uma queda da popularidade atual Presidente da República, podendo causar um cenário de piora na perspectiva fiscal futura do país. Setorialmente podemos destacar o setor de Utilidades básicas como destaque positivo na bolsa, e os setores ligados ao consumo como grandes detratores no mês.

Fevereiro pode ser dividido em duas partes: a primeira metade manteve a continuidade do movimento observado em janeiro, enquanto a segunda registrou uma grande reversão.

Como mencionado na carta anterior, em janeiro, as preocupações com tarifas e expectativas fiscais nos Estados Unidos levaram a um enfraquecimento do dólar. Isso impulsionou os mercados globalmente, beneficiando não apenas o Brasil, mas também praticamente todos os mercados emergentes.

Na primeira metade de fevereiro, esse movimento continuou, intensificado pela preocupação com um possível enfraquecimento do crescimento da economia americana, devido a dados de alta frequência que indicavam essa tendência.

Já na segunda metade do mês, a bolsa de valores inverteu o movimento de alta e passou a cair, principalmente devido à reversão do dólar.

Essa reversão do dólar se deve a dois dos principais fatores para o ano de 2025:

- i) as tarifas que serão impostas pelo governo Trump e
- ii) as medidas fiscais que o governo brasileiro adotará diante da desaceleração econômica.

Ambos os fatores são de difícil monitoramento ou antecipação, pois dependem do comportamento e das reações de diversos agentes a determinados eventos. Por exemplo, as tarifas impostas a países

como México e Canadá dependerão da resposta desses governos à medida inicial dos Estados Unidos, da satisfação do governo americano com essa reação e da percepção de que as medidas foram suficientes para atender às suas preocupações. Tudo isso terá efeitos econômicos e impactos significativos em cadeias de suprimentos relevantes para empresas e para a economia.

Isso vale para a reação do governo brasileiro diante da aprovação presidencial, da inflação dos alimentos, da desaceleração econômica e do impulso fiscal. Todos esses fatores estão sendo analisados, e é fundamental compreendê-los para prever quais serão os próximos passos do governo e, principalmente, qual será o impacto disso nos preços de mercado.

Por isso, reforçamos o posicionamento da nossa carta anterior, que foi validado pelo movimento observado na segunda metade do mês:

Mantemos uma postura conservadora. Apesar da recente valorização dos mercados, ainda enxergamos o ano como desafiador. No entanto, ficou evidente que os mercados apresentavam prêmios elevados (ou valuations atrativos). Diante de um cenário de desaceleração econômica, há potencial para uma redução desses prêmios, não apenas em ações, mas também em juros e câmbio.

Dessa forma, se esse cenário se confirmar, ativos de longa duração — sensíveis a taxas de juros mais longas, mas com menor exposição à desaceleração da atividade — tendem a apresentar boa performance.

Optamos por manter a exposição a setores como utilidades públicas, saneamento e telecomunicações, que, na nossa visão, possuem longa duração e ainda não sofrem de forma relevante com a desaceleração econômica. Adicionalmente, aumentamos a participação no setor de saúde, que apresenta um crescimento estrutural impulsionado pelo envelhecimento da população, avanços tecnológicos e baixa penetração. O setor se encaixa nesse perfil de ativo, com longa duração e sem sensibilidade à desaceleração da atividade. Por outro lado, reduzimos a exposição ao setor de shopping centers, que é mais vulnerável a cenários de retração econômica e diminuição do consumo.”

Sobre os ativos, estamos em temporada de resultados e tivemos resultados importantes ao longo do mês.

Após a divulgação do resultado referente ao quarto trimestre de 2024, as ações ON da Petrobras tiveram queda de 5,6%. A principal decepção veio do dividendo abaixo do esperado para o trimestre (US\$1,6 bilhão vs. US\$2,7 bilhões do consenso). O menor pagamento de remuneração é explicado pelo maior nível de investimentos feitos em 2024, acima da estimativa dada pela empresa - US\$16,6 bilhões realizado vs. guidance de US\$13,5 a 14,5 bilhões. A companhia justifica que se tratou de antecipação de gastos que estavam previstos para ocorrer em 2025, e que esta antecipação aumenta a probabilidade de entrega de plataformas no prazo, além de maior geração de valor presente líquido. Entretanto, temos que lembrar que o mercado financeiro trata empresas de petróleo como empresas sem perpetuidade, devido a inúmeras iniciativas de transição energética, exigindo um pagamento de dividendo mais elevado. Porém ainda assim, criou-se uma incerteza sobre a política de remuneração ao acionista (dividendos).

Com relação ao setor de telecomunicações, mantemos a nossa visão construtiva para o setor apesar do mercado ter mostrado uma leitura *mixed* a respeito das tendências apresentadas nos resultados do quarto trimestre de 2024. Pelo lado negativo: 1) desaceleração no ritmo de ajuste de preços no mercado móvel que apesar de ainda se manterem ligeiramente acima da inflação do período, começaram a mostrar uma desaceleração olhando trimestre contra trimestre; e 2) pressão de custos vindo principalmente das linhas de custos de pessoal e inadimplência levando a uma desaceleração no ritmo de ganho de margens que tínhamos observando ao longo dos últimos trimestres. Pelo lado positivo: 1) perspectiva apresentada pelas companhias foi de melhora na geração de caixa para os próximos anos, reflexo de uma redução de investimento após o forte ciclo de investimentos da indústria e segmento móvel ainda racional em preços; 2) impacto de novos entrantes no segmento de móvel pré-pago com um impacto bem menor do que esperado pelo mercado; 3) manutenção da perspectiva de pagamento de dividendos atrativos para 2025; e 4) indicativo de ajustes de preços já sendo implementados em março e abril, o que deve contribuir para uma melhor diluição do aumento de custos observado no quarto trimestre de 2024.

Outra ação com peso relevante no índice Ibovespa e que apresentou forte oscilação pós resultado foi WEG. Com queda de cerca de 7% após a divulgação dos resultados do quarto trimestre. Apesar da companhia apresentar um forte crescimento de receita (+26% na comparação ano contra ano), a desaceleração no ritmo da expansão da margem EBITDA (queda de 50 pontos base trimestre contra trimestre) acabou desapontando o mercado. A expectativa de expansão da margem EBITDA se baseava

principalmente no efeito da desvalorização do real frente ao dólar norte americano durante o quarto trimestre de 2024 auxiliando as receitas do mercado externo da companhia vis-à-vis a estrutura de custos da empresa ainda muito concentrada no Brasil. Porém, o que observamos no trimestre foi uma margem contraindo decorrente de um mix de produtos vendidos com margens menores e uma pressão de custos, vindo principalmente de insumos e despesas com pessoal que somados subiram 35% ano contra ano, fazendo com que a margem EBITDA registrasse uma contração na comparação com o terceiro trimestre de 2024.

No setor da bancos, o Itaú mais uma vez foi destaque na temporada de resultados. A empresa apresentou resultados trimestrais sólidos, com lucro líquido crescendo aproximadamente 16% sobre o ano anterior, gerando uma taxa de retorno recorrente sobre o patrimônio líquido (ROE) de 22,2% em 2024. A empresa ainda anunciou um dividendo extraordinário de R\$ 15 bilhões e um programa de recompra de ações que totalizará R\$ 3 bilhões no ano de 2025. Embora considerado conservador por parte do mercado, o plano de remuneração ao acionista demonstra disciplina tanto na distribuição de lucros quanto no gerenciamento de capital do banco.

Olhando para 2025, o banco apresentou expectativas de crescimento de carteira entre 4,5% e 8,5%, significativamente abaixo do crescimento de 15,5% apresentado em 2024. A maior cautela no crescimento é reflexo do ambiente macroeconômico mais desafiador que também aparece nas expectativas dos demais bancos brasileiros. Entretanto, mesmo com um crescimento menor, as demais premissas do Itaú para 2025 apontam para a manutenção do ROE acima do nível de 22% e um crescimento de lucro líquido de aproximadamente 10%.

Desta forma, seguimos cautelosos quanto a exposição ao setor de bancos no Brasil devido ao cenário macroeconômico.

FUNDO DE FUNDOS



- João Uchoa Borges -

Head Fundo de Fundos

// A CONJUNTURA DOS MERCADOS AINDA REQUER CAUTELA COM O AUMENTO DAS INCERTEZAS DERIVADAS DAS POSIÇÕES DA NOVA ADMINISTRAÇÃO DOS ESTADOS UNIDOS SOB O COMANDO DE DONALD TRUMP, QUE TEM IMPACTADO O DIA A DIA DO MERCADO E OS PREÇOS DOS ATIVOS. //

Fevereiro apresentou uma mudança de tom em relação ao observado em janeiro. Os ativos de Renda Variável, principalmente, sofreram em reflexo a uma postura mais dura vinda dos Estados Unidos, enquanto na Renda Fixa, as curvas de juros oscilaram, sem direção definida.

Nos Estados Unidos, os olhares se voltam para a atuação de Donald Trump, dentre elas: i. tarifas e tamanho do Estado e ii. as negociações do acordo de paz entre Rússia e Ucrânia. A tarefa de redução do custo do Estado é liderada pelo empresário Elon Musk e impacta diretamente os preços de ativos. Em relação às tarifas, o ponto principal está ligado a não linearidade das alíquotas e aos múltiplos anúncios, que vem contribuindo para o aumento da incerteza. Do lado dos gastos deveremos ver um aumento nas demissões e dos pedidos de seguro-desemprego no setor público com impacto estimado em cerca de 0,70% do PIB nos próximos trimestres. O efeito desses dois vetores resulta em uma queda na confiança de empresários e consumidores e reduz as expectativas da atividade do primeiro trimestre do ano. Por conta desse movimento, as curvas de juros no exterior cederam e os ativos de risco, como S&P, por exemplo, fecharam em terreno negativo.

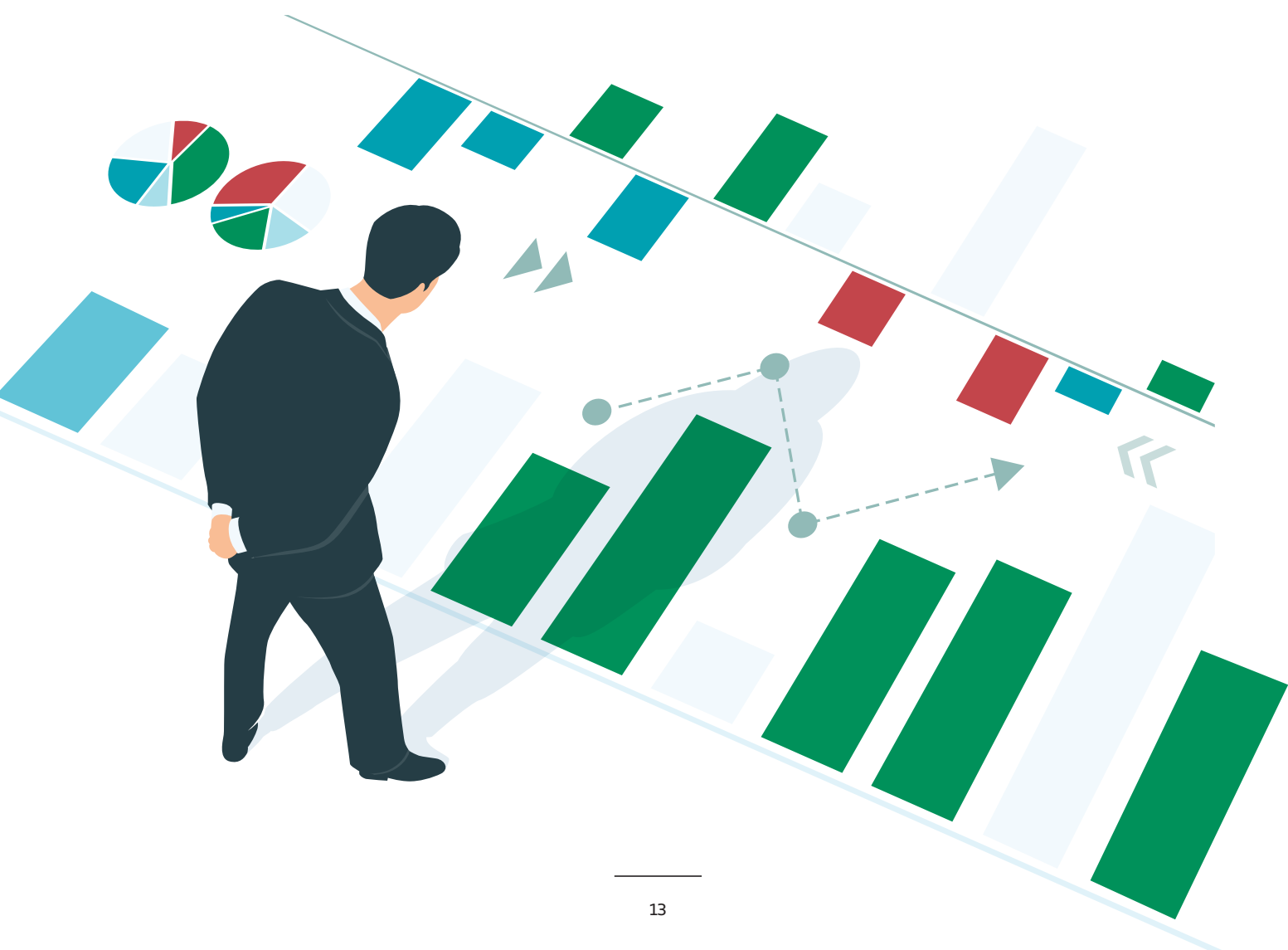
No cenário local, o sentimento de melhora se fez presente, mas em menor magnitude. A atividade econômica seguiu sem sinais de arrefecimento e a inflação continua elevada, bem acima da meta. Por outro lado, mesmo com o constante aumento das expectativas de inflação, a melhora da moeda (BRL x USD) deve trazer alguns alívios no curto prazo, dado o patamar de R\$ 5,80 ao fim do mês. Para a próxima reunião, o Banco Central deve aumentar a taxa básica em 100bps, conforme previsto pelo *forward guidance* dado pela autoridade monetária e sinalizar um ajuste de menor magnitude, à frente. Ao longo do mês, diversas pesquisas de opinião apontaram para uma queda relevante da popularidade do Presidente Lula, sobretudo, nas regiões e no público onde costuma apresentar maior apoio. Assim, as eleições de 2026 passaram a ganhar mais atenção nas expectativas de mercado, ao mesmo tempo em que cresce o temor dos impactos sobre a situação fiscal, em consequência da adoção de eventuais medidas populistas pelo executivo como forma de reverter esse processo.

Em relação aos portfólios, nos mandatos CDI+, o resultado foi aquém do esperado. A seleção de multimercados em sua maioria, não conseguiu superar o CDI. A *underperformance* se deu por posições aplicadas em juros, compradas em dólar e em Bolsa Externa (principalmente Nasdaq). Na parcela *Long Short*, mesmo com a queda da bolsa, a nossa seleção, em sua maioria, conseguiu resultados mais positivos e os *Long Bias* acabaram fechando em terreno negativo em linha com a performance do Ibovespa. Em nossa parcela de Renda Fixa Ativa, o resultado foi levemente abaixo do CDI, com os fundos sofrendo com a volatilidade dos movimentos. Em *Equities*, a nossa seleção acabou não conseguindo gerar alfa sobre o Ibovespa. Sendo assim, nos benchmarks compostos os resultados ficaram abaixo da referência.

No mês de fevereiro não fizemos alterações nos portfólios. A conjuntura dos mercados ainda requer cautela com o aumento das incertezas derivadas das posições da nova administração dos Estados Unidos sob o comando de Donald Trump, que tem impactado o dia a dia do mercado e os preços dos ativos. De modo geral, seguimos mais cautelosos e conservadores com as posições.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Fevereiro	0,99%	0,61%	0,79%	0,50%	0,65%	0,32%	-2,64%	-2,68%	-3,87%
2025	2,00%	3,20%	2,20%	1,58%	2,55%	-5,55%	2,09%	2,10%	2,01%
12 meses	11,12%	3,94%	6,23%	-1,00%	7,49%	17,37%	-4,82%	-4,38%	-18,55%



Este documento foi produzido pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. ou por suas empresas subsidiárias, coligadas e controladas, em conjunto denominadas 'BNP Paribas Brasil', com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos. O BNP Paribas Brasil 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 a distribuição de cotas de fundos de investimentos. A BNP Asset Management Ltda. é a instituição devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários como prestador de serviços de administração de carteiras categoria gestor de carteira.

Apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, o BNP Paribas Brasil não se responsabiliza pela publicação accidental 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 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. 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. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros.

Em dezembro/2023, a Fitch Ratings reafirmou o Rating Qualidade de Gestão de Investimentos da BNP Paribas Asset Management Brasil Ltda. ("BNPP AM Brasil") para "Excelente". A Perspectiva do Rating é Estável. A reafirmação do rating 'Excelente' da BNPP AM Brasil reflete a opinião da Fitch de que a gestora tem capacidade de investimento e características operacionais fortes. Os Ratings de Qualidade de Gestão de Investimentos seguem uma escala Global e são atribuídos em escala descritiva de cinco graus que vão de "Excelente" até "Fraco". Os ratings mais elevados - 'Excelente' e 'Forte' - são aplicados a gestores de recursos que atendam ou excedam os padrões tipicamente aplicados pelos investidores institucionais nos mercados internacionais. A metodologia de Atribuição de Ratings de Qualidade de Gestão de Investimentos da Fitch Ratings foi projetada para sistematicamente capturar, avaliar e reportar os principais atributos da plataforma operacional e de investimentos de um gestor de recursos, focando cinco pilares principais: processo de investimento; recursos de investimento; gestão de riscos; desempenho do investimento; e companhia, incluindo atendimento aos clientes. Para obter informações adicionais sobre a metodologia, acesse o website da agência, 'www.fitchratings.com.br'.

Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone - 0800-7Des15999 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: brasil.bnpparibas (Administrador) ou bnpparibas-am.com/pt-br (Gestor). MATERIAL DE DIVULGAÇÃO. Março/2024. CP 12.2025

VIEWPOINT



BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

O investidor sustentável para um mundo em mudança