

Cenários e Perspectivas

Riscos para o setor externo brasileiro

Desde a nossa carta de jun/15, quando escrevemos que o ajuste externo brasileiro esperado ainda se mostrava insuficiente, o déficit em transações se reduziu muito mais do que nossa projeção, ajudado pela forte depreciação da taxa de câmbio a partir de set/15 e pela intensa recessão econômica, que tem surpreendido desde o início de 2015. No entanto, mesmo com esse cenário mais favorável, acreditamos que a economia brasileira ainda apresenta riscos importantes no setor externo, que podem levar a depreciações adicionais do câmbio.

Em jun/15, argumentamos que a depreciação da taxa de câmbio até aquele momento seria apenas suficiente para compensar o efeito da queda dos termos de troca. Também afirmamos que a pequena redução esperada do déficit em transações correntes (de 4,5% do PIB em 2014 para 3,5% em 2016) não seria sustentável, já que este nível ainda estaria muito acima do fluxo Investimento Estrangeiro Direto esperado. Desde então, a taxa de câmbio se depreciou cerca de 30%, terminando o mês de fev/16 cotada a R\$/US\$ 4,00. Além disso, o cenário para atividade se mostrou muito pior. Naquele momento, esperava-se¹ uma retração de 1,5% do PIB em 2015 e um crescimento de 0,5% em 2016. Atualmente, o consenso para 2016 se encontra próximo a -3,5% e a queda do PIB em 2015 foi de 3,8%. Como argumentamos na carta de jun/15, o desempenho da atividade interna é muito correlacionado com as importações brasileiras e, conseqüentemente, com o saldo da conta corrente. Deste modo, sua retração não só ajudou na redução do déficit em 2015, como deve afetar positivamente o saldo dos próximos anos. Esperamos que o déficit em transações correntes se reduza de 3,3% do PIB em 2015 para 1,0% em 2016 e 2017.

Além da rápida melhora do saldo em conta corrente, outra notícia positiva é a resiliência do fluxo de investimento direto para o país. Mesmo com a forte recessão brasileira, a entrada de investimento direto em 2015 se manteve próxima a 4,0% do PIB, ante 4,2% em 2014. Se olharmos apenas a participação no capital, a situação é ainda mais favorável. O fluxo passou de 2,4% do PIB em 2014 para 3,1% em 2015, muito acima do déficit em transações correntes esperado para os próximos anos. Essa situação poderia nos levar, em um primeiro momento, a uma perspectiva bastante positiva para o comportamento da taxa câmbio brasileira. No entanto, outros fatores tendem a agir na direção oposta.

Ao longo dos últimos anos, as empresas brasileiras aproveitaram o cenário externo favorável e captaram muitos recursos no exterior. A dívida externa do setor privado incluindo empréstimos intercompanhia² passou de 9,3% do PIB no final de 2010 para 17,6% em jan/16. Em 2016, cerca de um terço (US\$100 bilhões) dessa dívida vencerá. Para que não haja uma pressão adicional no balanço de pagamentos brasileiro, parte relevante dessa dívida terá que ser rolada. No entanto, a liquidez do mercado global de crédito se reduziu bastante nos últimos meses, dificultando novas captações externas. Para se ter uma ideia do aumento da aversão ao risco, o índice CDX IG, que mede o *spread* dos títulos de empresas com grau de investimentos nos EUA e representa um indicador de risco do mercado de crédito, subiu de 61bps em jun/15 para 107bps em fev/16. Além disso, o CDS soberano brasileiro de cinco anos subiu 200bps nos últimos meses para 460bps, indicando aumento das taxas demandadas para títulos brasileiros. Nesse cenário, é razoável acreditar que dificilmente toda essa dívida será rolada em 2016, reduzindo o fluxo de recursos para o país.

Outro risco para as contas externas é a situação fiscal do país. A dívida brasileira se encontra em uma trajetória preocupante e, dada a rigidez orçamentária, serão necessárias reformas estruturais como a da previdência para reverter essa situação. No entanto, diante do atual cenário político, a aprovação dessas reformas não parece provável, o que aumenta a preocupação com a solvência do governo. A continuação dessa paralisa política poderia levar os investidores estrangeiros, que detêm cerca de 19% da dívida pública interna, a retirarem recursos do país. Adicionalmente, em um cenário de estresse fiscal, os próprios investidores locais poderiam reduzir sua exposição a ativos brasileiros, elevando a saída de capital.

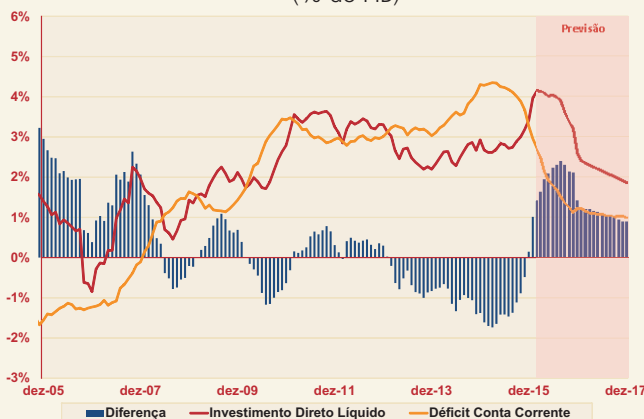
A única forma de garantir a solvência fiscal do Brasil e, conseqüentemente, antecipar uma dinâmica benigna para a conta financeira do balanço de pagamentos é a aprovação de reformas estruturais que reduzam o crescimento dos gastos do governo e aumentem o crescimento potencial da economia brasileira. Essas reformas reduziriam substancialmente os riscos de uma forte saída de capitais da economia brasileira, já que não apenas aumentariam a confiança dos investidores na dívida pública, mas também facilitariam as captações externas das empresas brasileiras com a redução do prêmio de risco do país.

¹Boletim Focus (BCB).

²Exceto aqueles empréstimos intercompanhia que podem ser pagos em mercadorias.

Gráfico 1

Conta Corrente vs. Investimento Direto (% do PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 02/2016

Gráfico 2

CDS Brasil 5 anos (bps)



Fonte: Bloomberg, BBM Investimentos / Data: 02/2016

Gráfico 3

Déficit Nominal do Setor Público (% do PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 02/2016

Fundos Multimercados

Comentários Iniciais

Passado um dos piores meses de janeiro desde a crise de 2008-09, o cenário macroeconômico trouxe alguma estabilidade para os mercados, principalmente, na segunda metade do mês, com o arrefecimento dos principais fatores que motivaram a aversão ao risco no mês anterior. A estabilidade no câmbio chinês e o aumento do preço das *commodities* diminuíram a percepção de risco em relação aos emergentes contribuindo positivamente para as condições financeiras globais. Apesar disso, as discussões sobre a fraqueza do crescimento mundial continuaram, levantando discussões sobre uma possível articulação global no encontro do G-20. Mesmo sem uma ação coordenada no evento, os mercados em geral foram suportados por dados melhores nos EUA e sinalizações acomodatórias dos principais bancos centrais do mundo.

Nos EUA, o Banco Central reafirmou o gradualismo na normalização de política monetária, ressaltando incertezas, principalmente, quanto ao cenário global. Já na zona do Euro, a autoridade continuou sinalizando a possibilidade de intensificar o nível de acomodação monetária na reunião de março, levando em consideração as expectativas de inflação mais baixas do que o esperado, a desaceleração da atividade e os riscos para o bloco, como a saúde financeira dos bancos e os riscos políticos. Na China, o Banco Central seguiu a sua linha recente de estímulos pontuais e cortou a taxa de depósito compulsório dos bancos.

No Brasil, o cenário vem se tornando cada vez mais binário, devido aos novos desdobramentos das operações Lava-Jato e Zelotes. Por um lado, as investigações se aproximaram do Palácio do Planalto, aumentando a probabilidade de encurtamento do mandato do atual governo. Por outro lado, devemos ver uma intensificação da paralisia política, dificultando ainda mais a aprovação das reformas estruturais que são fundamentais para a sustentabilidade fiscal de longo prazo.

Estratégias e Atribuição de Resultados

Renda Fixa e Moedas

Em moedas, as posições vendidas em real contra uma cesta de moedas e vendidas em euro contribuíram positivamente no mês. Em juros, a posição tomada em juro curto americano gerou um resultado positivo. Em estratégia conjunta de moedas e juros, a posição aplicada em juro real e comprada em Dólar contra o Real também obteve resultado positivo. Por fim, em crédito soberano, as posições compradas em CDS de países emergentes com hedge em índices de crédito de empresas americanas e opções de S&P 500 contribuíram negativamente no mês.

Diante do aumento da incerteza no cenário interno e da imprevisibilidade dos desdobramentos das operações da Polícia Federal, optamos por reduzir substancialmente nossa exposição com Brasil.

Renda Variável

O resultado das estratégias de renda variável foi negativo em fevereiro. Em meio à alta volatilidade, a correlação entre os mercados de ações e as *commodities*, em particular o petróleo e o minério de ferro, aumentou, tendo estes ativos apresentado forte recuperação na segunda quinzena do mês. As maiores contribuições negativas vieram das posições em exportadoras (Papel e Celulose e Setor Industrial) e da posição vendida no Setor de Educação. Enquanto os principais ganhos vieram das posições em Açúcar e Alcool, Seguradoras e das posições *short* no Setor Financeiro e de Consumo Básico.

No início de março, em função da maior incerteza quanto ao cenário político, reduzimos alguns riscos específicos da carteira. Nossas maiores posições compradas, atualmente, concentram-se nos setores de Consumo Básico, Distribuição de Combustíveis, Setor Industrial e Seguradoras. As principais posições vendidas encontram-se nos setores de Serviços Financeiros, Consumo e Telecomunicações.

Fundos de Renda Variável

Comentários Iniciais

O mês de fevereiro foi um mês forte para a bolsa brasileira. A percepção de risco dos agentes do mercado em relação à economia chinesa arrefeceu, fazendo com que as *commodities* metálicas apresentassem uma alta relevante. Além disso, internamente, a discussão de impeachment voltou a ganhar força.

No lado das *commodities*, o petróleo teve um mês de muita volatilidade: chegou a cair 22%, mas recuperou toda a queda até o fechamento de fevereiro. Tivemos o anúncio de um acordo entre Rússia e Arábia Saudita que visava manter a produção limitada aos níveis historicamente altos de janeiro. Essa medida parece pouco relevante em termos de equilíbrio de oferta e demanda global, mas bastante relevante em termos de cooperação entre os dois países. Adicionalmente, o Ministro de Energia da Arábia Saudita expressou claramente sua visão de que o país não vai cortar produção e espera que o ajuste seja feito nos produtores de custo mais alto.

Já o minério de ferro apresentou uma alta muito expressiva no mês, cerca de 20%. Alguns fatores conjunturais e outros estruturais explicam esse movimento. Os conjunturais se referem a restrições de embarque em portos australianos e a melhora marginal de percepção em relação à China. Já em termos estruturais, há uma discussão de fechamento de capacidade na China que pode retirar permanentemente a capacidade do mercado.

A celulose continuou a cair no mercado chinês e apresentar maior resiliência na Europa. O açúcar foi destaque positivo subindo cerca de 10% no mês.

Em relação aos assuntos internos, tivemos um aumento sensível na probabilidade de queda do governo. A operação Lava-Jato se intensificou com a aproximação das investigações ao ex-presidente Lula. Além disso, percebemos um aumento significativo das divergências entre o Partido dos Trabalhadores e a Presidente Dilma, principalmente em relação às políticas econômicas do governo.

O índice Ibovespa subiu 5,9% em reais e 6,7% em dólares no mês. O BBM Valuation II e o BBM Smid Caps Valor tiveram, respectivamente, alta de 4,8% e de 4,1%.

Exposição das Carteiras

Continuamos com uma diversificação nas carteiras em torno de 35 papéis, com alta liquidez nos portfólios.

O caixa dos fundos variou de 3% a 12% ao longo do mês e o beta médio das carteiras foi de 0,73.

As maiores posições compradas das carteiras continuam concentradas em Papel e Celulose, Consumo Básico, Distribuição de Combustíveis, Setor Industrial e Seguradoras.

Contribuições Positivas

As principais contribuições positivas vieram das posições em Açúcar e Álcool, Seguradoras e das posições *underweight* no Setor Financeiro e de Consumo Básico.

O setor de Açúcar e Álcool teve bom desempenho devido principalmente à alta do açúcar. Cosan continuou mostrando resultados sólidos, com margens perto das máximas históricas.

As ações do Banco do Brasil Seguridade apresentaram performance positiva devido aos fortes resultados apresentados, com crescimento resiliente e acima do mercado, mesmo em um cenário adverso.

As ações da Cielo (*underweight*) apresentaram queda depois de um resultado fraco referente ao quarto trimestre, impactado principalmente pelo aumento dos rebates aos bancos. Adicionalmente, o *newsflow* a respeito de uma possível aquisição da Elavon pelos controladores da Cielo fez piorar a percepção dos investidores em relação à governança corporativa da companhia.

A Ambev (*underweight*) teve performance negativa depois da divulgação do *guidance* de 2016, que foi abaixo das expectativas em relação a margens de segmentos internacionais e ao crescimento de volumes no mercado interno.

Contribuições Negativas

As contribuições negativas vieram das posições em exportadoras (Papel e Celulose e Setor Industrial) e da posição *underweight* no Setor de Educação.

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Rentabilidade dos Fundos

MULTIMERCADOS	Fev/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
BBM Marau FIC de FIM	1,36%	2,12%	18,26%	11,58%	14,14%	-0,07%	19,94%	53,69%	394.747.113	2,0%	28/12/12
% CDI	136%	103%	138%	107%	176%	-	146%	140%	289.470.107	20%	Aberto
BBM Bahia FIC de FIM	0,96%	1,94%	15,54%	9,99%	11,11%	10,81%	17,40%	453,88%	49.894.712	2,0%	30/05/08
% CDI	96%	94%	118%	92%	138%	128%	127%	387%	62.276.835	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Fev/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
BBM Smid Caps Valor FIC de FIA <i>!</i>	4,15%	-1,07%	-10,62%	3,02%	4,23%	36,30%	-8,16%	208,04%	93.772.966	2,0%	30/05/08
diferencial do SMLL	-0,51%	3,20%	11,73%	19,98%	19,45%	7,64%	12,47%	234,80%	116.416.681	20%	Aberto
BBM Valuation II FIC de FIA <i>!</i>	4,79%	-0,84%	-9,72%	6,12%	2,08%	19,70%	-9,33%	15,70%	124.740.612	2,0%	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	-1,12%	0,44%	3,60%	9,03%	17,58%	12,31%	8,08%	51,30%	161.307.268	20%	Aberto
LONG AND SHORT	Fev/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
BBM Equity Hedge FIC de FIM	0,34%	1,40%	10,63%	7,64%	10,16%	17,01%	13,95%	329,42%	98.220.458	2,0%	02/05/05
% CDI	34%	68%	80%	71%	126%	202%	102%	144%	119.354.393	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Fev/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
BBM EdR Europe Synergy IE FIC de FIM	-3,65%	-6,25%	40,04%	2,84%	8,51%	-	17,93%	46,51%	37.050.268	1,0%	17/09/13
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-0,14%	0,46%	-2,50%	-3,39%	-5,13%	-	1,25%	-14,03%	38.026.576	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Fev/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
BBM FI Cambial	-0,30%	0,69%	49,59%	11,51%	15,25%	9,19%	38,65%	606,69%	61.638.479	1,0%	30/10/97
diferencial do US\$	1,27%	-1,23%	2,58%	-1,88%	0,62%	0,25%	-0,27%	346,97%	55.221.469	15%	Aberto
BBM FI Referenciado DI <i>!</i>	0,94%	2,00%	12,92%	10,49%	7,82%	8,16%	13,33%	177,61%	168.566.272	0,3%	13/02/06
% CDI	94%	97%	98%	97%	97%	97%	97%	95%	231.993.186	-	Aberto

INDICADORES	Fev/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses
CDI	1,00%	2,07%	13,23%	10,81%	8,05%	8,41%	13,68%
IBOVESPA	5,91%	-1,28%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-17,41%
IBrX-100	5,29%	-1,29%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-16,40%
SMLL	4,66%	-4,27%	-22,36%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-20,63%
Dólar (PTAX)	-1,56%	1,92%	47,01%	13,39%	14,64%	8,94%	38,92%
Euro (PTAX)	-1,35%	1,72%	31,71%	0,02%	19,70%	10,73%	32,87%
MSCI Europe (BRL)	-3,51%	-6,71%	42,55%	6,24%	43,63%	31,44%	16,68%

! Clientes institucionais: o fundo observa, no que lhe é aplicável, as Resoluções do CMN n.º 3.792/09 e/ou 3.922/10.

www.bbminvestimentos.com.br



1 PL médio referente aos últimos 12 meses. 2 Soma da taxa de administração mínima do fundo e dos fundos investidos. BBM Marau FIC de FIM, BBM Bahia FIC de FIM, BBM Smid Caps Valor FIC de FIA, BBM Valuation II FIC de FIA, BBM Equity Hedge FIC de FIM: A taxa de administração compreende a taxa de administração mínima do fundo equivalente a 1,90% a.a. somada a taxa de administração dos fundos em que possa investir equivalente a 0,10% a.a. BBM EDR Europe Synergy IE FIC de FIM: A taxa de administração compreende a taxa de administração mínima do fundo equivalente a 0,60% a.a. somada a taxa de administração do fundo em que possa investir equivalente a 0,40% a.a. 3 Percentual aplicado sobre o que exceder 100% do benchmark, índice de mercado compatível com a política de investimento dos fundos de investimento. | BBM Gestão de Renda Variável e BBM Gestão de Renda Fixa (nomes fantasias adotados pela BBM I Gestão de Recursos Ltda. e BBM II Gestão de Recursos Ltda., respectivamente) não comercializam nem distribuem cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Público-alvo: Investidores Qualificados: BBM FI Cambial e BBM EDR Europe Synergy IE FIC de FIM. Investidores Não-Qualificados: BBM Bahia FIC de FIM, BBM Valuation II FIC de FIA, BBM FI Referenciado DI, BBM Equity Hedge FIC de FIM, BBM Smid Caps Valor e BBM Marau. A

informação "Últimos 12 Meses" utiliza 252 dias úteis como padrão para cálculo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E, SE FOR O CASO, DE TAXA DE SAÍDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM A GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. Os regulamentos dos fundos mencionados nesse material estabelecem data de conversão de cotas e pagamento do resgate diversa da data de solicitação do resgate, salvo o fundo BBM FI Cambial que estabelece data de pagamento diversa da data de solicitação/conversão, e o fundo BBM FI Referenciado DI que estabelece data de conversão de cotas e pagamento do resgate iguais à data da solicitação. LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. BBM EDR Europe Synergy IE, BBM Bahia, BBM Equity Hedge e BBM Marau aplicam em fundos de investimento que estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O BBM FI Cambial está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. BBM Bahia, BBM Marau, BBM EDR Europe Synergy IE, BBM Equity Hedge, BBM Smid Caps e BBM Valuation II aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, apresentando os riscos daí decorrentes. BBM Referenciado DI e BBM FI Cambial podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes. Em conformidade com os padrões da administradora, foi instituída taxa de administração máxima (a taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima do fundo somada a taxa de administração máxima dos fundos em que possa investir) nos seguintes fundos: BBM Smid Caps (2,20%), BBM Valuation II (2,20%), BBM Equity Hedge (2,20%), BBM FI Cambial (1,10%), BBM FI Referenciado DI (0,35%), BBM Bahia (2,20%) e BBM Marau (2,20%). Administradora: BEM DTVM Ltda., CNPJ: 00.066.670/0001-00, Cidade de Deus, Prédio Frata, 4º andar, Vila Yara, Osasco, SP, CEP 06029-900, Tel: (11) 3684-9432. www.bradescobemdtvm.com.br, SAC: centralbemdtvm@bradesco.com.br ou 0800 704 8383, Ouvidoria: 0800 727 9933. Para mais informações sobre o fundo, relacionadas ao objetivo, categoria, gestor, rentabilidade dos últimos anos e outras, acesse www.bbminvestimentos.com.br.

Para a Lâmina de Informações Essenciais, a lista de distribuidores e demais documentos do fundo, acesse www.bradescobemdtvm.com.br.