

Cenários e Perspectivas

Inflação: viés de baixa

Desde o ano passado, temos observado uma piora bastante significativa nas projeções de inflação do mercado. Inicialmente, essa deterioração estava ocorrendo apenas para o ano de 2015, enquanto as estimativas para os anos seguintes se mostravam relativamente estáveis ou até apresentavam melhora. Tal resultado mostra que o Banco Central estava sendo bem-sucedido em sua tarefa de evitar que a surpresa inflacionária se propagasse para horizontes mais longos. Contudo, na medida em que a preocupação fiscal foi se exacerbando a partir da segunda metade do ano passado, passamos a observar uma deterioração tanto nas projeções de curto quanto de longo prazo. Porém, essa dinâmica se inverteu recentemente e começamos a verificar uma melhora na percepção do mercado acerca do cenário inflacionário. Depois de atingir um valor máximo de 7,62% no início de nov/15, a expectativa para 2016, segundo a pesquisa Focus, vem recuando lentamente, chegando a 7,28% no início de abr/16. Para horizontes mais longos, interrompeu-se a trajetória de piora, com as expectativas permanecendo praticamente estáveis nos últimos dois meses.

A nossa expectativa é de que essa melhora se aprofundará nos próximos meses. Esperamos que a inflação atinja 6,6% em 2016, cedendo para 5,4% em 2017. Conforme mencionado anteriormente, a projeção do Focus para 2016 encontra-se atualmente em 7,28%, enquanto a estimativa para 2017 está em 6,0%, ou seja, a nossa expectativa está, em média, 0,64 p.p. abaixo das projeções do Focus. Essa diferença é ainda maior se a comparação for feita com a inflação implícita nos títulos públicos. Atualmente, o mercado precifica uma inflação média de 7,1% para o biênio 2016-2017, 1,1 p.p. acima da nossa expectativa.

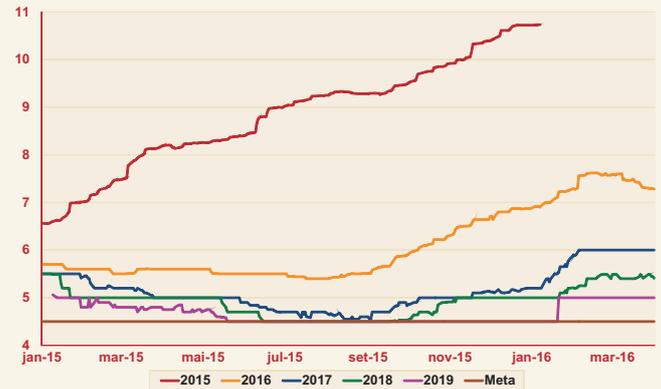
A importante desinflação esperada para 2016 se deve a dois fatores principais, um de caráter transitório e outro de caráter mais duradouro. Sobre o fator transitório, convém notar que a inflação de 2015 foi impulsionada por um importante realinhamento de preços da economia. Assistimos a uma abrupta depreciação no câmbio, que colaborou para acelerar o ajuste nas nossas contas externas. Além disso, alguns preços administrados, que estavam sendo reprimidos de forma artificial, sofreram reajustes significativos. Em particular, as tarifas de energia elétrica aumentaram 51% em 2015, ajudando a sinalizar de forma mais clara para a população os problemas que o país vinha enfrentando na oferta deste serviço. Segundo nossas estimativas, da alta de 10,67% observada no IPCA de 2015, 4,1 p.p. se devem à elevação dos preços administrados e 2,1 p.p. se devem à depreciação do câmbio. Como a nossa expectativa é de que o câmbio se mantenha relativamente estável em 2016 (nosso cenário base é de um câmbio a 3,95 R\$/US\$, o que implica em uma depreciação de apenas 1,1%, ante a desvalorização de 47% observada em 2015) e que os preços administrados mostrem um comportamento bem mais benigno (esperamos, por exemplo, uma redução de 10% na tarifa de energia elétrica), estimamos que a contribuição conjunta desses dois fatores caia para 1,9 p.p. em 2016. Ou seja, esses fatores seriam responsáveis por uma desinflação de 4,3 p.p.

Em relação ao fator de caráter duradouro, acreditamos que os efeitos da forte recessão pela qual o país está passando, com consequente afrouxamento do mercado de trabalho, começarão a atuar de forma mais intensa na inflação ao longo dos próximos meses. Na verdade, já vemos alguns sinais de que a atividade mais fraca está colaborando para conter a inflação. Por exemplo, na nossa opinião, alguns itens do IPCA como cursos, empregado doméstico e mão-de-obra têm apresentado elevações muito menores do que se esperaria dada a elevada inflação de 2015 e o expressivo reajuste do salário mínimo este ano.

Entretanto, cabe salientar que o conturbado cenário político torna essas projeções bastante incertas. Para ilustrar este ponto, convém traçarmos cenários alternativos para a inflação, um mais otimista e outro mais pessimista. No cenário otimista, que julgamos possível caso haja uma resolução favorável no atual conflito político, a trajetória do câmbio poderia se mostrar mais favorável do que o esperado. Neste cenário, consideramos possível também uma melhor ancoragem das expectativas de inflação. Segundo nossas estimativas, se o câmbio se valorizar para 3,50 R\$/US\$ até o final de 2016 e permanecer neste nível ao longo de 2017, a nossa projeção seria reduzida em, respectivamente, 0,45 p.p. e 1,10 p.p. Se, adicionalmente, tivermos uma melhor ancoragem das expectativas, poderíamos ter uma redução adicional de 0,15 p.p. na inflação de 2016 e 0,50 p.p. em 2017. Nesse cenário otimista, seria possível a inflação ficar perto de 6,0% em 2016 e 3,80% em 2017. Por outro lado, caso o conflito político persista e reformas estruturais relevantes sejam, mais uma vez, postergadas, acreditamos que o câmbio poderia mostrar uma depreciação mais significativa. Supondo que o câmbio se deprecie linearmente para 4,50 R\$/US\$ até o final de 2016 e permaneça neste nível ao longo de 2017, estimamos que a inflação atingiria, respectivamente, 7,1% e 6,4%. Ou seja, mesmo nesse cenário de câmbio mais estressado, a inflação desaceleraria e, de acordo com nossos modelos, atingiria um nível não muito distante das expectativas atuais do mercado. Sendo assim, exceto por um cenário de ruptura econômica, acreditamos que as expectativas de inflação continuarão melhorando nos próximos meses.

Gráfico 1

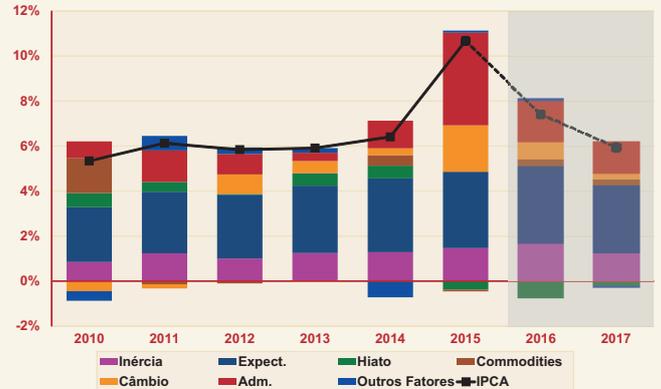
Expectativas de Inflação (%)



Fonte: Focus (BCB), BBM Investimentos / Data: 03/2016

Gráfico 2

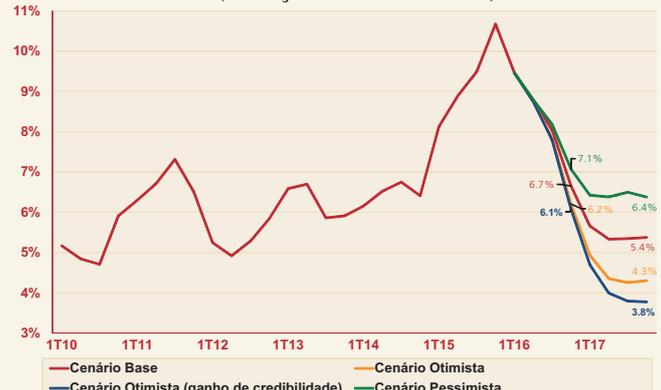
Decomposição do IPCA (variação %)



Fonte: BBM Investimentos / Data: 03/2016

Gráfico 3

IPCA (variação % acum. 12m)



Fonte: BBM Investimentos / Data: 03/2016

Fundos Multimercados

Comentários Iniciais

Ao longo do mês de março, os ativos de risco continuaram a trajetória de melhora iniciada na segunda metade de fevereiro, encerrando um trimestre de grande volatilidade. Esse desempenho foi suportado pela continuação da recuperação das *commodities* a partir dos mínimos do mês anterior, por ações e sinalizações por parte dos principais bancos centrais do mundo e da estabilização da economia chinesa.

O ECB, banco central europeu, anunciou uma série de medidas no sentido de intensificar a acomodação monetária, superando as expectativas do mercado ao incluir a compra de dívidas de empresas não financeiras e facilitar as condições de financiamento dos bancos europeus. Por sua vez, o Fed, banco central americano, diminuiu a sua expectativa em relação à magnitude da elevação de juros este ano em suas projeções apresentadas na reunião de março. As mudanças nas projeções foram acompanhadas por uma retórica *dovish*, ressaltando riscos externos e colocando em segundo plano a recuperação dos dados domésticos relacionados à inflação e ao mercado de trabalho. Além disso, foi dado um grande peso ao discurso da presidente do Fed reforçando a interpretação de que o banco central está disposto a tolerar uma maior inflação à frente para suportar a continuação da recuperação da economia em um contexto de crescimento global incipiente e de riscos acentuados. Já na China, as políticas de estímulo fiscal e creditícia, embora mais modestas do que se verificava no passado, foram suficientes para afastar os temores de uma desaceleração acentuada no curto prazo.

No Brasil, o cenário segue binário e o mês foi marcado pelo aumento da probabilidade de impeachment. Essa expectativa se traduziu em uma outperformance dos ativos brasileiros quando comparados aos seus pares emergentes. Nesse sentido, até a votação na Câmara, a volatilidade tende a ser dominada pela percepção da probabilidade da mudança de governo. Apesar da expectativa de uma melhora adicional nos ativos brasileiros em caso de impeachment, cabe ressaltar que, mesmo com um novo governo, o tamanho dos desafios requer convicção, força política e unidade em sua base de apoio.

Estratégias e Atribuição de Resultados

Renda Fixa e Moedas

Em moedas, as posições compradas em dólar contra o real, euro e outras moedas contribuíram negativamente no mês. Em juros, não houve posições relevantes. Por fim, em crédito soberano, as posições compradas em CDS de países emergentes geraram perdas no mês.

Renda Variável

As estratégias de renda variável contribuíram negativamente para o resultado do mês. Diante do cenário de forte apreciação do real frente ao dólar, a exposição a empresas exportadoras, particularmente nos setores de Papel e Celulose e Industrial, foi o principal destaque negativo. Ao longo de março, reduzimos substancialmente a exposição nessas posições. Também tivemos perdas em uma posição vendida no setor de Energia e ganhos no setor de Consumo Básico.

Nossas principais posições compradas atualmente se concentram no setor de Distribuição de Combustíveis, Industrial, Shoppings e Seguros. Nossas principais posições vendidas estão nos setores de Serviços Financeiros e Consumo Básico.

Fundos de Renda Variável

Comentários Iniciais

Março foi um mês muito forte para as bolsas globais e, em especial, para as bolsas emergentes. As *commodities* continuaram a melhorar e os bancos centrais intensificaram o tom mais *dovish* nos discursos ao longo do mês. Adicionalmente, tivemos um aumento muito relevante na probabilidade de impeachment - o que contribuiu muito para a performance dos ativos brasileiros em relação aos seus pares emergentes.

Em relação às *commodities*, o petróleo teve um mês de alta muito forte (10% em Londres e 13% em NY). O minério de ferro subiu mais 8% e o açúcar cerca de 7%. Enquanto isso, a celulose continuou a cair nos mercados da China e Europa.

Internamente, o assunto político tem dominado de forma muito intensa a discussão de preços dos ativos brasileiros. Houve um aumento relevante na probabilidade de impeachment, que teve seu pico na saída do PMDB da base do governo.

O Índice Ibovespa subiu 17% em março e o índice de Small Caps subiu 11,4%. O BBM Valuation II teve alta de 7,9% e o BBM Smid Caps Valor de 5,8%.

Exposição das Carteiras

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

A posição média comprada nos fundos foi de 97,5% e o beta médio foi de 91%.

As carteiras passaram por uma mudança significativa de risco no último mês. Os fundos migraram para posições conjuntamente mais compradas (reduzindo posições em exportadoras e aumentando exposição a bancos).

As maiores posições das carteiras hoje estão concentradas nos setores de Açúcar e Alcool, Distribuição de Combustíveis, Setor Industrial, Bancos e Seguradoras.

Contribuições Positivas

As principais contribuições positivas vieram do setor de Seguradoras e de posições *underweight* nos setores Financeiro e de Consumo Básico.

As ações do Banco do Brasil Seguridade apresentaram performance positiva devido a bons resultados mensais e à queda do risco país.

As ações da Ambev continuaram com uma performance pior que a do mercado, após divulgação de números fracos de produção de cerveja.

As ações da Cielo também tiveram performance negativa frente ao Índice Ibovespa devido a seu baixo beta, sendo menos impactada a mudanças no cenário econômico e de risco soberano.

Contribuições Negativas

Os destaques ficaram concentrados em nossas posições de exportadoras. Com a apreciação de mais de 10% do real em relação ao dólar ao longo do mês, todos os setores da bolsa expostos ao risco cambial sofreram muito. No caso da nossa carteira, as perdas foram concentradas nos setores de Papel e Celulose e Industrial.

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Rentabilidade dos Fundos

MULTIMERCADOS	Mar/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ²	Início Status
BBM Marau FIC de FIM	-3,60%	-1,56%	18,26%	11,58%	14,14%	-0,07%	13,24%	48,16%	398.195.980	2,0%	28/12/12
% CDI	-	-	138%	107%	176%	-	96%	120%	304.441.211	20%	Aberto
BBM Bahia FIC de FIM	-2,03%	-0,14%	15,54%	9,99%	11,11%	10,81%	13,25%	442,63%	48.520.656	2,0%	30/05/08
% CDI	-	-	118%	92%	138%	128%	96%	369%	59.011.829	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Mar/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ²	Início Status
BBM Smid Caps Valor FIC de FIA	5,84%	4,71%	-10,62%	3,02%	4,23%	36,30%	-2,21%	226,04%	99.026.477	2,0%	30/05/08
diferencial do SMLL	-5,54%	-1,93%	11,73%	19,98%	19,45%	7,64%	8,06%	244,45%	112.777.086	20%	Aberto
BBM Valuation II FIC de FIA	7,87%	6,96%	-9,72%	6,12%	2,08%	19,70%	-0,68%	24,81%	129.799.671	2,0%	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	-9,10%	-8,51%	3,60%	9,03%	17,58%	12,31%	-0,60%	49,48%	151.897.443	20%	Aberto
BBM Long Biased FIC de FIM	-	-	-	-	-	-	-	-	43.849.548	2,0%	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	-	-	-	-	-	-	-	-	27.373.230	20%	Aberto
LONG AND SHORT	Mar/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ²	Início Status
BBM Equity Hedge FIC de FIM	-1,67%	-0,30%	10,63%	7,64%	10,16%	17,01%	10,78%	322,24%	95.458.128	2,0%	02/05/05
% CDI	-	-	80%	71%	126%	202%	78%	139%	118.695.679	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Mar/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ²	Início Status
BBM EdR Europe Synergy IE FIC de FIM	-4,61%	-10,58%	40,04%	2,84%	8,51%	-	1,37%	39,75%	35.341.275	1,0%	17/09/13
diferencial do MSCI Europe (BRL)	0,37%	0,78%	-2,50%	-3,39%	-5,13%	-	1,41%	-12,79%	37.930.503	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Mar/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ²	Início Status
BBM FI Cambial	-9,67%	-9,05%	49,59%	11,51%	15,25%	9,19%	11,42%	538,34%	49.792.663	1,0%	30/10/97
diferencial do US\$	0,90%	-0,19%	2,58%	-1,88%	0,62%	0,25%	1,10%	316,65%	56.193.084	15%	Aberto
BBM FI Referenciado DI	1,12%	3,14%	12,92%	10,49%	7,82%	8,16%	13,45%	180,71%	180.906.924	0,3%	13/02/06
% CDI	96%	96%	98%	97%	97%	97%	97%	95%	209.098.729	-	Aberto
INDICADORES	Mar/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses				
CDI	1,16%	3,25%	13,23%	10,81%	8,05%	8,41%	13,83%				
IBOVESPA	16,97%	15,47%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-0,08%				
IBRX-100	15,41%	13,92%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-0,49%				
SMLL	11,39%	6,64%	-22,36%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-10,27%				
IPCA + 6%	1,01%	4,14%	17,25%	12,83%	12,29%	12,14%	16,18%				
Dólar (PTAX)	-10,57%	-8,86%	47,01%	13,39%	14,64%	8,94%	10,32%				
Euro (PTAX)	-6,23%	-4,62%	31,71%	0,02%	19,70%	10,73%	15,36%				
MSCI Europe (BRL)	-4,98%	-11,36%	42,55%	6,24%	43,63%	31,44%	-0,03%				

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



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

1 PL médio referente aos últimos 12 meses. 2 Soma da taxa de administração mínima do fundo e dos fundos investidos. BBM Marau, BBM Bahia, BBM Smid Caps Valor, BBM Valuation II, BBM Long Biased e BBM Equity Hedge: a taxa de administração compreende a taxa de administração mínima do fundo de 1,90% a.a. e dos fundos em que possa investir de 0,10% a.a. BBM EDR Europe Synergy IE: compreende a taxa de administração mínima do fundo de 0,60% a.a. e do fundo investido de 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. BBM Long Biased: ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. Público-alvo: Investidores Qualificados: BBM EDR Europe Synergy IE e BBM FI Cambial. Investidores em geral: BBM Bahia, BBM Marau, BBM Smid Caps Valor, BBM Valuation II, BBM Long Biased, BBM Equity Hedge e BBM FI Referenciado DI.

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 Bahia, BBM Marau, BBM Long Biased, BBM Equity Hedge e BBM EDR Europe Synergy 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 Smid Caps Valor, BBM Valuation II, BBM Long Biased e BBM EDR Europe Synergy IE aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, apresentando os riscos daí decorrentes. BBM FI 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 (que compreende a taxa de administração mínima do fundo somada à máxima dos fundos em que possa investir) nos seguintes fundos: BBM Bahia, BBM Marau, BBM Smid Caps Valor, BBM Valuation II, BBM Long Biased e BBM Equity Hedge: 2,20%; BBM FI Cambial: 1,10% e BBM FI Referenciado DI: 0,35%. Administradora: BEM DTVM Ltda. - CNPJ: 00.066.670/0001-00, Cidade de Deus, Prédio Prata, 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.