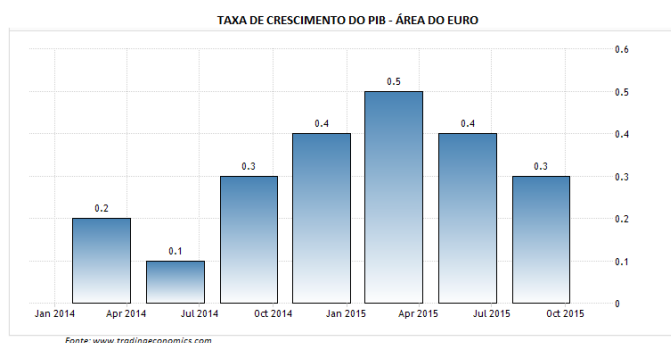


## RELATÓRIO ANUAL - 2015

### CENÁRIO INTERNACIONAL – 2015

#### EUROPA

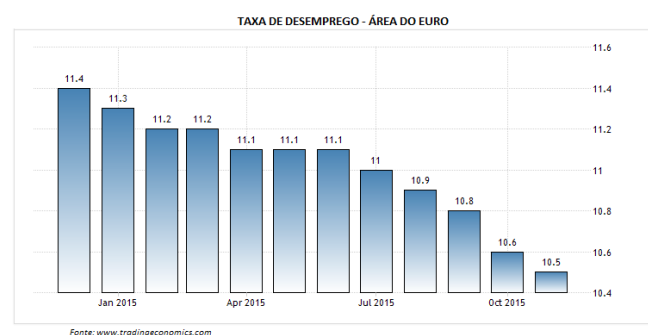
Conforme a agência de estatísticas da União Europeia, Eurostat, a economia da zona do euro, composta por 19 países, evoluiu 0,3% no terceiro trimestre de 2015, em relação ao anterior, cujo crescimento havia sido de 0,4%. Em base anual, a expansão foi de 1,6%. Por seu turno, a economia da União Europeia – UE, composta por 28 países, inclusive o Reino Unido, evoluiu 0,4% no mesmo período e 1,9% em base anual. Enquanto a Formação Bruta de Capital Fixo – FBCF (investimentos) se apresentou estável, a maior contribuição para a evolução do PIB veio do consumo das famílias e da alta dos estoques, que compensaram o comércio exterior mais fraco.



Entre as economias mais importantes da zona do euro, a da Alemanha evoluiu 0,3% na base trimestral e 1,8% na anual, a da França 0,3% e 1,1%, a da Itália 0,2% e 0,8% e a da Espanha 0,8% e 3,4%, respectivamente. Por seu turno, a economia da Grécia, cuja crise da dívida não trouxe maiores transtornos para os mercados financeiros, decresceu 0,9% no trimestre e na base anual. Já o PIB do Reino Unido, membro da UE, avançou 0,4% no trimestre e 2,1% em um ano, enquanto o da Rússia, que não integra nenhum dos dois blocos econômicos, caiu 0,6 e 4,1%, respectivamente. Em relação ao ano de 2015, como um todo, o Banco Mundial estima que a atividade econômica na zona do euro terá crescido 1,5% e que a maior taxa de expansão, entre as nações desenvolvidas do continente, terá sido a do Reino Unido, de 2,4% e a pior a da Rússia, de -3,8%. Os estímulos quantitativos adotados pelo Banco Central Europeu – BCE produziram uma expansão do crédito depois de anos de contração, que aliada aos baixos preços do petróleo, que

muito prejudica a Rússia, o maior produtor mundial, favoreceu o consumo das famílias e os investimentos privados. A atividade da indústria manufatureira, por exemplo, acelerou em dezembro, para o maior ritmo em vinte meses, graças a novas encomendas e os índices de confiança na economia atingiram os maiores níveis dos últimos quatro anos.

Quanto ao desemprego na zona do euro, a taxa ficou em 10,5% em novembro, menor que os 11,4% apurados no ano anterior. Enquanto na Alemanha ele foi de 4,5% nesse mês, na França foi de 10,6%, na Itália de 11,3% e na Espanha de 21,8%. Mesmo assim, 16,8 milhões de pessoas não tinham emprego na região, sendo que quatro milhões só na Espanha.



Apesar dos esforços do BCE, a inflação não se recuperou como o esperado e se manteve em apenas 0,2% anualizada, em dezembro, o que aumenta a pressão por novas medidas de estímulo da autoridade monetária para que a inflação atinja a meta de 2%. A taxa básica de juros se encontra na mínima histórica de 0,05% a.a. e a taxa para depósitos bancários foi reduzida de -0,20% para -0,30%, em dezembro.

#### EUA

A economia americana cresceu 2,1% no terceiro trimestre de 2015, em relação ao mesmo período do ano anterior. Embora o ritmo tenha sido inferior ao do segundo trimestre, quando a evolução foi de 3,9% na base anual, a taxa alcançada foi maior do que a inicialmente apurada. Com os níveis de confiança atingindo os patamares mais altos, os gastos dos consumidores, que respondem por mais de dois terços da atividade econômica, aumentaram 3%. Também colaboraram os gastos corporativos e os investimentos imobiliários. Como exemplo, os preços de apartamentos em Manhattan, região nobre de Nova York, superaram os recordes de preços atingidos antes da crise de 2008, com o colapso do banco Lehman Brothers. Já as exportações, mesmo com o dólar valorizado, evoluíram

0,9%, porém, com o maior crescimento das importações, o déficit comercial acabou subtraindo 0,22 ponto percentual do avanço do PIB. Outro desempenho a ser apontado, foi o da indústria de serviços que, no final do ano atingiu o segundo maior ritmo de expansão em uma década. Também a produtividade cresceu além do esperado. Entre julho e setembro aumentou 1,6% em base anual, enquanto os analistas esperavam uma queda de 0,2%.

Para o ano de 2015, como um todo, o Banco Mundial estima que a evolução do PIB dos EUA tenha sido de 2,5% (quatro anos assim, equivale praticamente a crescer um Brasil). Outro desempenho a ser destacado foi o do mercado de trabalho. Só em dezembro, foram criadas 292 mil vagas de trabalho, quando a expectativa era de 200 mil. Os setores de serviços, construção, saúde e alimentação lideraram a alta. A taxa de desemprego se manteve, pelo terceiro mês consecutivo, em 5%, na medida em que mais pessoas passaram a procurar empregos.



Diante desse cenário, mesmo com o índice de preços ao consumidor ao redor de apenas 0,5% e com os temores dos riscos globais, com a desaceleração da China, o Comitê de Política Monetária do Federal Reserve – FED, banco central americano, decidiu subir a taxa básica de juros pela primeira vez em quase uma década, após reunião realizada em meados de dezembro. Como era esperado, as taxas foram elevadas de entre zero e 0,25% a.a. para entre 0,25% a.a. e 0,5% a.a. Em comunicado, o comitê avaliou que houve uma melhora considerável das condições de trabalho no ano e que está razoavelmente confiante de que a inflação vai aumentar, a médio prazo, para o seu objetivo de 2%. Segundo a presidente do FED, Janet Yellen, a decisão marcou o fim de um período excepcional de sete anos, durante os quais os juros foram mantidos em quase zero a fim de sustentar a recuperação após a crise de 2008-2009. Disse também que para determinar os próximos ajustes, o FED irá avaliar os dados e as expectativas econômicas no que se refere aos seus objetivos de emprego máximo e inflação.

## ÁSIA

Para a economia chinesa, 2015 foi um ano de importantes transformações. Depois de ter crescido “apenas” 6,9% no terceiro trimestre, em relação ao ano anterior, o PIB teve a expansão mais lenta desde a crise de 2009. A desaceleração da atividade foi mais visível nos setores industrial e imobiliário, dado o excesso de capacidade. Em consequência, como reflexo da menor produção, a demanda por importações, do maior importador do mundo, caiu significativamente, principalmente de produtos primários como minério de ferro e o petróleo.

Para os países produtores e para os mercados de commodities foi um duro golpe, cujos desdobramentos ainda estão em curso. Em compensação, com maior ênfase no mercado interno, o setor de serviços ganhou maior impulso e foi o responsável pela maioria dos empregos urbanos criados no ano. Em outubro, apenas cerca de 4% dos chineses que procuravam emprego, estavam desempregados. Com os salários e rendas em alta, o crescimento do consumo das famílias ganhou sustentação. O Banco Mundial estimou que o PIB chinês evoluiu 6,9%, em 2015, enquanto a principal agência de planejamento do país acredita que o país cresceu 7%, alcançando a meta do governo e que foram criadas 13 milhões de novas vagas de trabalho.

Foi também um ano que exigiu muito das autoridades chinesas, que se empenharam em tranquilizar os mercados globais depois de quedas acentuadas das bolsas do país, muito valorizadas e da inesperada desvalorização de sua moeda, o Yuan. Após altas expressivas ao longo de 2015, as bolsas chinesas apresentaram fortes quedas no terceiro trimestre do ano, alimentadas, sobretudo, por dados econômicos mais frágeis. Sendo também a maior exportadora de produtos industrializados, a China promoveu desvalorizações do Yuan, que totalizaram quase 3%. Foi a maior desvalorização em vinte anos e agregou forte volatilidade aos mercados financeiros internacionais. Além do objetivo de baratear as exportações, a medida visou evitar as constantes saídas de capital do país, dado o menor crescimento econômico. Mesmo assim, as reservas internacionais da China tiveram queda recorde de US\$ 512 bilhões no ano (quase 1,4 vezes as reservas internacionais do Brasil). Somente em dezembro elas encolheram US\$ 107,9 bilhões e fecharam o ano em US\$ 3,4 trilhões. Para aumentar a liquidez do sistema financeiro e assim estimular a economia, acalmar os mercados com as quedas das bolsas e aproximar a inflação anual de 1,6% da meta de 3%, a autoridade monetária chinesa promoveu diversas

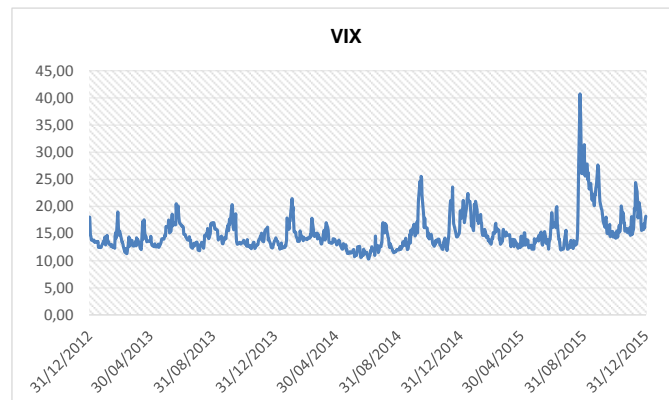
reduções da taxa básica de juros, que encerrou o ano em 4,35% a.a.

Apesar de todos os estímulos quantitativos adotados e do crescimento dos lucros corporativos, o consumo das famílias e os investimentos privados não evoluíram em 2015, no Japão. O Banco Mundial acredita que o PIB japonês tenha crescido 0,8% no ano. O banco central manteve o seu compromisso quanto aos estímulos quantitativos, mas mesmo assim a inflação anual de 0,3% só deve atingir a meta de 2% em 2017. Por sua vez, a taxa de desemprego no país permaneceu baixa e foi de 3,3% em novembro. Dos países emergentes, a Índia terá a maior taxa de crescimento do PIB em 2015. O Banco Mundial estima uma evolução de 7,3% no ano. Com uma taxa de desemprego ao redor de 4,9% e com uma inflação anual de 5,4%, a economia hindu deve ter superado a dos EUA e da China na atração de investimentos estrangeiros em 2015 e é uma das economias emergente melhor avaliada pelos investidores internacionais visando 2016.

## RENDA FIXA

A volatilidade no mercado financeiro global teve nítido crescimento em 2015. O aumento da aversão ao risco, que leva os investidores a demandar mais títulos de renda fixa (bonds) emitidos por governos dos países desenvolvidos, principalmente o dos EUA, teve diferentes motivações. Entre elas, a divergência da política monetária adotada pelos países desenvolvidos (aumento dos juros nos EUA e manutenção, além de estímulos quantitativos na Europa e no Japão), a diminuição da atividade econômica nos países emergentes de maior importância (China e Brasil principalmente), a queda continuada dos preços das commodities e as condições de liquidez mais frágeis. Nesse contexto, a reação dos mercados a notícias adversas ou inesperadas foi abrupta. O índice VIX, que mede a volatilidade no mercado acionário americano e é a medida mais considerada de aversão ao risco, chegou a atingir, em alguns momentos, os mesmos níveis alcançados durante a crise de 2011-12 na zona do euro. De maneira geral, as turbulências ocorridas e a percepção de que tinha chegado a hora do aumento dos juros nos EUA, levaram os investidores a vendas acentuadas de ativos de países em desenvolvimento e causaram diminuição no ingresso de capitais nessas economias, em benefício dos países desenvolvidos.

Nesse contexto, o rendimento dos títulos de 10 anos emitidos pelo governo britânico (UK Gilt) passou de 1,76% a.a., no final do terceiro trimestre, para 1,96% a.a., no final



do ano e o dos títulos do governo alemão (Bund) de 0,59% a.a., para 0,64% a.a. Por sua vez, os títulos de 10 anos do governo americano (Treasury Bonds) tiveram o seu rendimento alterado, no mesmo período, de 2,03% a.a., para 2,20% a.a. e os de 30 anos de 2,87% a.a., para 2,90% a.a.

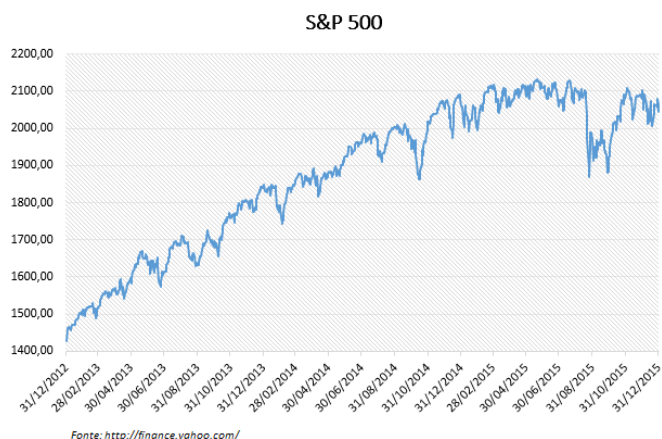


Para os títulos de corporações norte-americanas com balanços mais frágeis (high yield bonds), o ano de 2015 apresentou uma queda de 4,7% nas emissões. No entanto, para os investidores, os retornos foram bem mais elevados, refletindo a nova política monetária.

## RENDA VARIÁVEL

Para as ações europeias, o ano de 2015 não foi no todo ruim. Muito embora a adoção dos estímulos quantitativos pelo BCE, desde março, tenha levado as bolsas a patamares mais altos, as turbulências globais não eliminaram ganhos. O índice Dax 30 (Alemanha) subiu 11,21% no quarto trimestre e acumulou uma alta de 9,56% no ano. O CAC 40 (França) subiu 4,08% no trimestre e acumulou uma alta de 8,53% no ano. Já o FTSE 100 (Grã-Bretanha) subiu 2,98% no trimestre ano, mas teve baixa de 4,93% no ano. Por sua vez, o RTS Index (Rússia), refletindo a situação da economia caiu 4,14%, no quarto trimestre e acumulou baixa de 4,26% no ano.

Nos EUA, depois de as bolsas terem atingido níveis recorde em função da continuada melhora da economia e do aumento dos lucros corporativos, a maior aversão ao risco global e a proximidade do aumento dos juros, levaram as bolsas a um comportamento quase estável. O índice S&P 500 melhorou no quarto trimestre e apresentou alta de 7,46%, acumulando uma ligeira queda de 0,73% no ano, enquanto o Dow Jones teve alta de 8,10% no trimestre e uma queda de 1,23% no ano.



Na Ásia, mesmo com todas as idas e vindas ocorridas no mercado acionário, o índice Shanghai SE Composite (China) subiu 15,93% no trimestre e 9,41% no ano. Já o índice Nikkei 225 (Japão) subiu 9,46% no trimestre e acumulou alta de 9,07% no ano. Curiosamente, o índice BSE Sensex 30 (Índia) caiu 0,14% no trimestre e 5,03% no ano, apesar do forte crescimento econômico.

No mercado de commodities foi um ano de baixas generalizadas, sendo que o preço do petróleo Brent, por exemplo, fechou 2015 pouco acima de US\$ 36 o barril, o nível mais baixo desde 2004. Para piorar, os principais produtores de commodities, como o Brasil, tiveram baixas acentuadas nas cotações de suas moedas, que foram mais ou menos agravadas em consequência dos fundamentos macroeconômicos e dos riscos políticos.

## CENÁRIO INTERNACIONAL – PERSPECTIVAS - 2016

Em seu relatório denominado Perspectivas Econômicas Globais, divulgado logo no início de 2016, o Banco Mundial estima que o crescimento global se eleve de 2,4% em 2015, para 2,9% em 2016 e 3,1% em 2017. Se olharmos para 2016 com otimismo, alguns eventos poderão contribuir para essa melhora. De acordo com a agência Bloomberg, provavelmente em abril, a expansão do canal do

Panamá permitirá que navios, com tamanho de até 2,6 vezes os atuais atravessem do Oceano Atlântico para o Oceano Pacífico e vice-versa. Com essa expectativa, já foram instalados no Porto de Houston, no Texas, quatro guindastes com altura equivalente a um prédio de trinta andares. De acordo com a responsável pela administração do porto, mais comércio representa mais empregos. Também poderá entrar em vigor, após aprovação, o Tratado Transpacífico, acordo comercial que reúne doze nações que representam 40% da produção global de bens e do qual o Brasil não faz parte. Para auxiliar na circulação de riqueza haverá eleições presidenciais nos EUA e em Taiwan, Jogos Olímpicos de verão no Brasil e um novo plano quinquenal na China. Sob a ótica mais pessimista, uma desaceleração não tão suave da China poderá trazer fortes turbulências para os mercados financeiros, queda ainda mais acentuada dos preços das commodities, principalmente os do petróleo e provocar, por exemplo, uma guerra não declarada entre o Japão e a Europa, na desvalorização de suas moedas, com o objetivo de baratear as suas exportações e incrementar a criação de empregos locais.

Para os bancos centrais dos países desenvolvidos, é de suma importância e poderá ocorrer, a elevação das taxas de inflação. Não apenas porque a existência da inflação “comportada” revela a evolução saudável da economia, como também a inexistência dela pode favorecer um quadro de deflação, que deve ser a qualquer custo evitado. Cabe à execução das políticas monetárias a missão de limitar a evolução da inflação até os níveis desejados (metas).

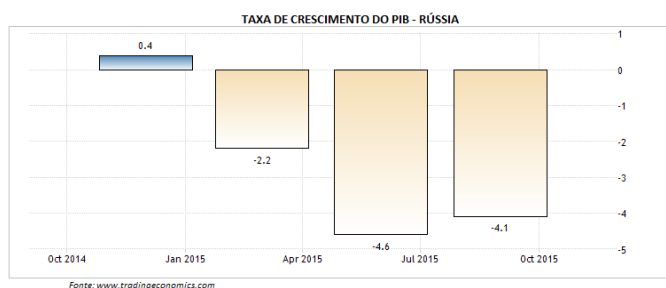
Por outro lado, os riscos geopolíticos deverão continuar elevados, sobretudo no Oriente Médio. A crise dos refugiados, que contribuiu com os ataques terroristas, principalmente na França, poderá ganhar novos contornos, com sérios impactos econômicos e sociais. Sem falar nas tensas relações entre a Arábia Saudita e seus aliados e o Irã.

## EUROPA

Em relação à zona do euro, o Banco Mundial não espera uma significativa aceleração do crescimento. De 1,5% em 2015, a evolução do PIB da região poderá alcançar 1,7% em 2016 e 2017. Já o Fundo Monetário Internacional – FMI estima o crescimento da região em 1,6% em 2016. A economia alemã também deverá evoluir 1,6%, a francesa 1,5%, a italiana 1,3% e a espanhola 2,5%.

É importante lembrarmos que em março de 2015, o Banco Central Europeu – BCE passou a comprar cerca de € 60 bilhões por mês, em títulos soberanos de países da região, dentro de um programa de estímulos quantitativos, que previa um total de € 1,4 trilhões em compras de ativos até

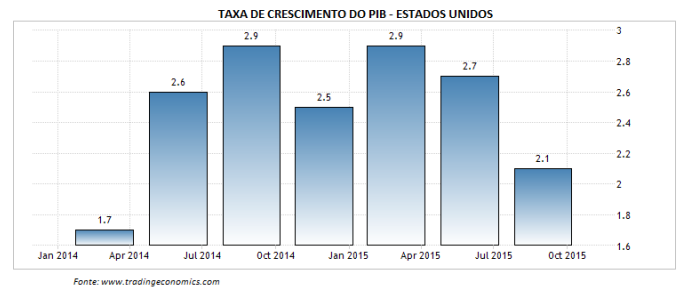
setembro de 2016. Em dezembro, o BCE decidiu prorrogar o programa até março de 2017, ou além, se necessário, nele incluindo a compra de títulos emitidos por governos regionais. A política monetária expansionista, levada a cabo e o baixo preço do petróleo consumido é que sustentaram o crescimento do PIB da região em 2015 e o mesmo deverá acontecer em 2016. Outro objetivo perseguido com ela é o de se evitar o fantasma da deflação, que parece bem mais distante do que há um ano. Por sua vez, a agência de classificação de risco Standard & Poor's acredita que o BCE deverá continuar com o programa até meados de 2018 e as compras de ativos podem chegar a € 2,4 trilhões. Para o Reino Unido, membro da União Europeia, o Banco Mundial estimou a evolução do PIB em 2,4% em 2016 e 2,2% em 2017. Já para o FMI, o crescimento será de 2,2% em 2016. Em recente pronunciamento, o ministro das finanças do país antecipou uma provável alta da taxa de juros, mantida em 0,5% a.a., desde a crise em 2009. Ele indicou que a elevação dos juros nos EUA abriu o debate no Reino Unido sobre como e quando o banco central britânico aumentará suas taxas. Para a Rússia, país emergente do continente europeu, o Banco Mundial estimou uma queda do PIB de 0,7% em 2016 e uma alta de 1,3% em 2017. O FMI estima a queda em 2016 de 0,6%. Ainda sofrendo sanções econômicas do ocidente, por conta da crise da Ucrânia e tendo que vender os seus principais produtos de exportação, o petróleo e o gás, a preços cada vez mais baixos, o país, assim como o Brasil, vive um quadro de deterioração das finanças públicas e de inflação na casa dos dois dígitos. Para o banco central russo, além desses fatores, também representa séria preocupação o ritmo lento das reformas que deveriam estimular os investimentos privados na economia. É o consumo interno que tem evitado o pior. Dependendo das condições econômicas globais a Rússia é uma séria candidata a viver situação de crise em 2016.



## EUA

O Banco Mundial acredita que a economia americana crescerá 2,7% em 2016 e 2,4% em 2017. Já o FMI estimou

em 2,8% a evolução do PIB para este ano. Confirmadas as previsões, o crescimento econômico dos EUA terá superado o dos demais países desenvolvidos. Com o mercado de trabalho robusto, os salários deverão aumentar acima de 3%, e será a primeira vez desde 2008, que esse percentual poderá ser superado. A ausência de pressões inflacionárias, os preços do petróleo em queda e as ainda baixas taxas de juros, deverão manter em nível alto a confiança dos consumidores.



Maiores gastos das famílias levarão as indústrias a investirem em expansão de fábricas, equipamentos e recursos de informática. Mesmo que o dólar valorizado, e que poderá se valorizar ainda mais, atrapalhe o setor exportador. Melhores desempenhos ainda deverão ter as empresas do setor de serviços, principalmente as que atuam no setor da saúde e de construção civil, conforme indicadores apurados em dezembro.

Ainda causa espanto a ausência de inflação depois de tantos estímulos quantitativos adotados para debelar a crise de 2008. Uma corrente de economistas acredita que com as taxas de juros mais elevadas isso possa ocorrer, no caso da economia americana. O que sustenta o argumento é a ideia de que com os juros em elevação, os consumidores acreditarão que a economia seguirá melhorando e como resultado irão gastar mais provocando a alta dos preços. Para Jeffrey Lacker, membro votante do FED, a inflação subirá em direção à meta do banco central, depois que os preços do petróleo e o valor do dólar internacionalmente se estabilizem. Embora haja incerteza quanto ao ritmo de aumento da taxa de juros, é claro o movimento ascendente. Para Stanley Fischer, vice-presidente do FED, poderá ocorrer quatro elevações da taxa de juros neste ano, embora a China e outras fontes de incerteza, como a inflação baixa, tornem difíceis as previsões. Há tempo para observar e decidir.

O fato é que o dólar segue com tendência de alta no mercado internacional, na medida em que o vigor da economia americana continuará a atrair capitais de outros países, em detrimento, principalmente, dos países emergentes.



## ÁSIA

Para a China, o Banco Mundial projetou a evolução do PIB de 6,9% em 2016 e de 6,7% em 2017, enquanto o Fundo Monetário Internacional, 6,3% em 2016. Em recente pronunciamento, a diretora gerente do FMI, Christine Lagarde afirmou que o país asiático passa por um período de transformação para um patamar de crescimento menor, porém sustentável, o que é algo positivo para o mundo, mas que gera efeitos colaterais de curto prazo. De fato, a China é o país que exigirá a maior atenção do mercado financeiro global ao longo do ano. A opção pelo mercado interno como nova fonte de crescimento e não mais a produção manufaturada para exportação, deverá impor uma diminuição no ritmo de expansão da atividade econômica, sendo que a grande dúvida é se essa desaceleração será brusca ou suave. Com a Rússia e o Brasil já em recessão, uma aterrissagem brusca da economia chinesa iria contaminar seriamente outros mercados emergentes. Como os países desenvolvidos dependem menos de exportações para a China, o efeito seria o de provocar um crescimento menor. Contudo, poderá haver repercussões para todos.



De acordo com analistas, o governo chinês não perdeu o controle da economia, como podem sugerir as fortes quedas das bolsas do país no início de 2016. Trata-se de uma política pública deliberada de fazer o investimento crescer menos que o consumo. Depois de uma expansão anual acima de 10% por décadas, baseada nas exportações que foram impulsionadas pelos investimentos do governo em infraestrutura e industrialização, às custas de mão-de-obra barata, a China agora quer dar mais renda para a população através do aumento de salários, tirando recursos da produção industrial que conta com excesso de capacidade. Como o chinês não é capaz de consumir tudo o que produz e o mundo tornou-se incapaz de consumir o excedente, então a alternativa é produzir menos. Os estímulos governamentais só acontecerão quando a percepção de que o pouso suave que pretendem fazer está se tornando mais turbulento que o esperado. Assim, o

mercado de commodities, principalmente, tem que se enquadrar dentro desta nova realidade.

Outro aspecto a ser monitorado, é a evolução das reservas internacionais chinesas depois da forte queda em 2015. De acordo com estrategistas especializados em China, considerando-se a dívida externa do país e a administração do câmbio e do comércio exterior, a necessidade de reservas beira US\$ 3 trilhões para que seja mantido o nível de conforto. Qualquer movimento na direção de US\$ 2 trilhões, fará os alarmes soarem.

Em relação ao Japão, o Banco Mundial estima um crescimento de 1,3% em 2016 e de 0,9% em 2017. Para fortalecer os gastos dos consumidores, o governo pretende elevar o salário mínimo em 3%, a partir do próximo ano fiscal, fortalecer políticas que garantam mais mulheres na força de trabalho e afrouxar regulamentações para encorajar investimentos corporativos. Para a Índia o Banco Mundial estimou um crescimento de 7,8% em 2016 e de 7,9% em 2017.

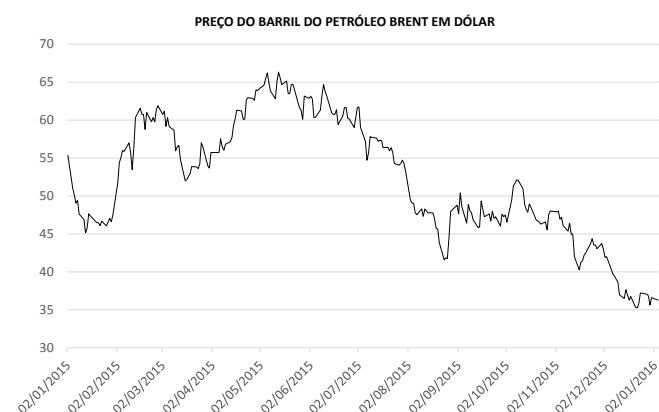
## RENDA FIXA

Em 2016, os governos das onze maiores economias do mundo terão que refinar o equivalente a US\$ 7,1 trilhões em títulos das suas dívidas (bonds). Alguns deles têm caminhado a passos largos no sentido de reduzir os seus déficits orçamentários para um terço do que eram antes da crise de 2008. O volume de vencimentos é praticamente igual ao de 2015, que foi de US\$ 7 trilhões, mas inferior ao de 2012, que foi de US\$ 7,6 trilhões. Os EUA, a maior nação devedora do planeta, terá que refinar US\$ 3,5 trilhões de dívida, o que representa um aumento de 14% em relação ao ano anterior. Já a China terá que refinar US\$ 254 bilhões, um volume 41% maior que o de 2015, conforme dados da agência Bloomberg. Para o Deutsche Bank, o mercado de bonds terá, em 2016, comportamento bastante volátil. Depois que o banco central americano elevou a taxa básica em dezembro, uma nova elevação deverá ocorrer em março e outras ao longo do ano e quando o mercado perceber, a taxa já terá atingido 1% causando estresse e perdas no mercado de títulos do tesouro dos EUA, com a elevação dos rendimentos. Já para Bill Gross, da Janus Global, reconhecido expert no mercado de renda fixa, os preços dos bonds terão maus momentos pela frente se o FED se basear no forte crescimento do emprego ocorrido, como principal parâmetro para os futuros aumentos das taxas de juros. Ele acredita que a autoridade monetária vê no nível de emprego e na taxa de desemprego elementos críticos para o aumento da inflação no médio prazo.

Mas finalmente, como sempre, nos momentos em que a aversão ao risco aumentar, assim como está acontecendo logo no início de 2016 com as quedas das bolsas chinesas, os títulos do tesouro americano, principalmente, continuarão a ser o porto mais seguro, mesmo que ofereçam rendimentos mais baixos.

## RENDA VARIÁVEL

Para os mercados acionários e de commodities, o ano realmente não começou bem. Logo no primeiro dia de negociações, as bolsas da China e as cotações do petróleo, por exemplo, tiveram quedas significativas. Depois de apresentarem fortes altas no último dia de 2015, dados da enfraquecida produção industrial chinesa levaram os investidores no país a realizarem expressivas vendas de ações que contaminaram as bolsas do mundo inteiro. Foram necessárias várias intervenções do banco central do país, quer injetando liquidez no mercado, quer limitando a compra de dólares pelos bancos para conter a saída de capital e até promovendo nova desvalorização do yuan, que acabou sendo interpretada como novo sinal de fraqueza. Quanto às perspectivas para os mercados acionários internacionais, que também serão voláteis, será determinante o comportamento da economia chinesa e a evolução da política monetária americana, principalmente para as bolsas dos países emergentes. As ações europeias, tendo-se em vista o crescimento dos lucros corporativos, parecem estar mais atrativas do que as americanas. Ao mesmo tempo em que a economia dos EUA seguir se fortalecendo, as taxas de juros deverão subir. Historicamente, o maior inimigo das bolsas não é necessariamente os juros altos, e sim os juros em alta. Mas para um melhor juízo, há que se observar um pouco mais. Quanto às commodities, o cenário deverá continuar adverso, sobretudo para o petróleo. Alguns analistas estimam que os seus preços poderão se aproximar de US\$ 20 o barril.



Para as commodities metálicas o menor crescimento da China continuará enfraquecendo os seus preços e para as commodities agrícolas há incertezas, principalmente, por conta de fatores climáticos como o El Niño.

BOLSA



DÓLAR



TREASURY BONDS 10Y



JUROS



## CENÁRIO NACIONAL – 2015

### ATIVIDADE ECONÔMICA

Conforme o último dado divulgado pelo IBGE, o PIB do Brasil teve queda de 1,7% no terceiro trimestre de 2015, em relação ao segundo. Em relação ao ano anterior, a queda foi de 4,5%. Sob a ótica da produção, a agropecuária encolheu 2%, a industrial 6,7% e os serviços 2,9%. Sob a ótica da demanda, o componente interno apresentou uma retração de 7,4% e o externo uma expansão de 2,9%. O consumo do governo encolheu 0,4%, o das famílias 4,5% e a Formação Bruta de Capital Fixo – FBCP (investimentos) 15%. A falta de confiança dos agentes econômicos repercutiu significativamente sobre as decisões de investimento e consumo.

Para o mercado financeiro, a média das opiniões aponta uma retração da atividade de 3,7% no ano, como um todo. Para o Banco Mundial, o número é idêntico.

Dados mais recentes, revelam, por exemplo, que a produção da indústria nacional e as vendas no varejo apresentaram, em novembro, recuo de 12,4% e 7,8%, respectivamente, em relação ao ano anterior. Já a produção de veículos encolheu 22,8% em 2015. Efetivamente, o resultado menos ruim foi o do setor agropecuário, em um ano em que a safra brasileira de cereais, leguminosas e oleaginosas teve uma produção recorde de 209,5 milhões de toneladas.

## EMPREGO E RENDA

De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad), do IBGE, a taxa de desemprego no país subiu para 8,9% no trimestre encerrado em setembro, quando no ano anterior havia sido de 6,8%. O rendimento médio real (corrigido pela inflação) foi de R\$ 1.889,00, quando no ano anterior havia sido de R\$ 1.890,00, ficando praticamente estável.

Já pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), em que o IBGE coleta os dados em seis regiões metropolitanas, o desemprego chegou a 7,5% em novembro, sendo que era de 4,8% no mesmo mês do ano anterior. Houve um aumento de 52% no número de pessoas que procuram emprego sem encontrar. O rendimento médio real foi de R\$ 2.177,20, quando no ano anterior havia sido de R\$ 2.388,29, apresentando uma queda de 8,8%.

## SETOR PÚBLICO

Até o mês de novembro, o setor público consolidado registrou um déficit primário de R\$ 39,5 bilhões, sendo que no mesmo período de 2014 havia sido de R\$ 19,6 bilhões. As despesas com juros totalizaram R\$ 449,7 bilhões, enquanto no ano anterior haviam sido de R\$ 264,2 bilhões. O resultado nominal, que inclui o primário mais os juros, foi deficitário em R\$ 489,2 bilhões, frente a R\$ 283,8 bilhões de um ano antes. A Dívida Bruta do Governo Geral alcançou R\$ 3,8 trilhões ou o equivalente a 65,1% do PIB. Considerando o ano todo, o déficit primário deve ter superado os R\$ 100 bilhões, incluídas as chamadas pedaladas fiscais, estimadas em R\$ 57 bilhões. Logo no início de dezembro, o Congresso Nacional aprovou a mudança da meta fiscal para 2015, autorizando a União a fechar as contas públicas com um déficit de até R\$ 119 bilhões.

Como a União quitou em dezembro todas as pedaladas, os bancos públicos passaram a ter mais liquidez em caixa, o que aumentaria o dinheiro no mercado e pressionaria a inflação. Então, o Tesouro Nacional fez uma emissão de R\$ 40 bilhões em títulos, logo no início de janeiro, para o Banco Central. A ideia foi transferir recursos para dar maior fôlego para a autoridade monetária, de forma que ela possa realizar operações compromissadas, que servem para reduzir o volume de dinheiro em circulação no mercado.

A política fiscal adotada em 2015, teve um custo enorme para o país. Ainda em setembro, com a primeira mudança da meta de superávit primário de 1,1% do PIB para apenas 0,15%, a agência de classificação de risco Standard & Poor's rebaixou a nota do Brasil de BBB- para BB+, retirando assim,

o grau de investimento. No início de dezembro a agência Moodys piorou a perspectiva da nota do país, ameaçando retirar o grau de investimento e uma semana depois a agência Fitch, assim como a Standard & Poor's, retirou o grau de investimento do Brasil e ainda colocou a nota de crédito em perspectiva negativa.

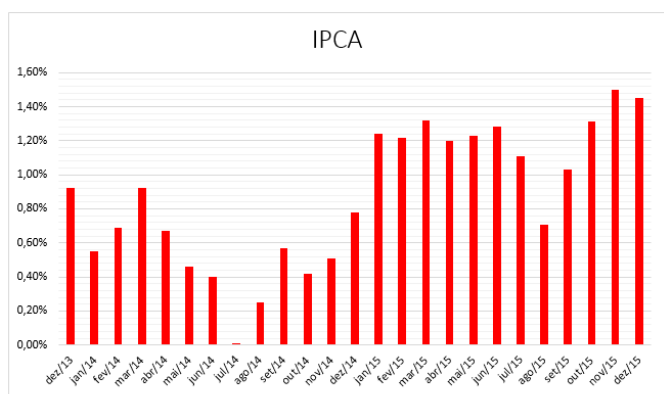
Em relação ao ajuste fiscal, o avanço foi muito modesto. No final de setembro o governo enviou ao Congresso um pacote de medidas fiscais que incluiu a reedição da CPMF, mas muito pouco foi efetivamente aprovado, perto do que era necessário. Foram revertidas algumas desonerações fiscais, principalmente no campo trabalhista.

## INFLAÇÃO

Com o aumento de 0,96% em dezembro, a inflação medida através do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE e que abrange as famílias com renda mensal entre um e quarenta salários mínimos, acumulou alta de 10,67% no ano, a maior taxa desde 2002, quando subiu 12,53%. As maiores pressões sobre o índice de preços vieram dos preços administrados que subiram 18,08%. Destacaram-se os reajustes da energia elétrica e dos combustíveis, que responderam por 24% da alta do IPCA no ano. Já os alimentos ficaram 12,03% mais caros, também com a maior alta em 13 anos. O índice de difusão da inflação, que mede o percentual dos itens pesquisados que tiveram aumento de preços se situou em 74,8%, de acordo com o IBGE. Já a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), também calculado pelo IBGE abrangendo famílias com renda mensal entre um e cinco salários mínimos, subiu 0,90% em dezembro, acumulando uma alta de 11,28% no ano.

Esta foi a quarta vez, desde 1999 que a inflação superou o limite superior da meta, que é 6,5%, o que obrigou o presidente do Banco Central a enviar carta ao ministro da Fazenda, explicando as razões para o descumprimento da meta e dizendo o que será feito para conter a alta de preços.





Fonte: <http://ibge.gov.br>

## JUROS

Depois de ter elevado a taxa Selic para 14,25% a.a. em sua reunião de julho, a maior taxa em nove anos, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) decidiu manter inalterada a taxa básica de juros, em sua última reunião em novembro. No entanto, a decisão não foi unânime. Dois diretores votaram por um aumento de 0,5 ponto percentual. O comunicado após a reunião apenas informou a manutenção da taxa e como votaram os membros do Comitê.

Em dezembro, o governo decidiu novo aumento da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), praticada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES nos empréstimos às empresas, que foi de 7%a.a. para 7,5% a.a. Foi a quinta elevação seguida e valerá para o período de janeiro a março de 2016.

## CÂMBIO E SETOR EXTERNO

A taxa de câmbio dólar x real, denominada P-Tax 800, que é calculada pelo Banco Central do Brasil, fechou o terceiro trimestre de 2015 cotada a R\$ 3,9048, acumulando uma valorização de 47,01% em 2015. Para conter o avanço das cotações, sem usar as reservas internacionais, o Banco Central continuou atuando no mercado de câmbio oferecendo o chamado contrato de swap cambial, operação em que os investidores recebem do BC, em um determinado período de tempo, a remuneração do valor investido corrigida pela variação do dólar menos o juro local. Como a variação do dólar foi muito maior, o BC gastou em 2015, R\$ 89 bilhões para tentar acalmar as cotações do dólar, sem conseguir.

O dólar alto, que favoreceu as exportações, além da redução das importações, permitiu ao Brasil encerrar o ano com um superávit de US\$ 19,69 bilhões. Enquanto as exportações foram de US\$ 191,1 bilhões, as importações foram de US\$ 171,4 bilhões.

Ainda em relação ao Balanço de Pagamentos, as transações correntes apresentaram, até novembro, um déficit acumulado em 12 meses, de US\$ 68 bilhões, ou o equivalente a 3,70% do PIB, depois de ter se superado os US\$ 100 bilhões no ano passado. Os investimentos diretos no país (IED) totalizaram US\$ 69,9 bilhões em 12 meses, ou 3,81% do PIB. Já os investimentos estrangeiros em renda fixa atingiram até novembro o montante de US\$ 17,5 bilhões, enquanto os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US\$ 11,4 bilhões. As reservas internacionais, ao final de novembro, pelo conceito de liquidez eram de US\$ 369 bilhões e a dívida externa bruta US\$ 340,6 bilhões.

## RENDA FIXA

A alta volatilidade dominou o mercado de renda fixa do país em 2015. Se por um lado as altas taxas de juros pagas no Brasil permitiram o ingresso de US\$ 17,5 bilhões de investidores estrangeiros, o que deu maior suporte para os preços das NTN-B. Por outro a perda do grau de investimento por duas agências de crédito e o rebaixamento da nota por outra, causou continuadas turbulências no mercado. Aumentou ainda mais a demanda por títulos pós-fixados e por títulos prefixados com prazos de vencimento mais curtos. Os investidores passaram a exigir taxas de juros cada vez mais altas para os títulos prefixados mais longos, o que levou o Tesouro Nacional e o Banco Central a mudar a sua estratégia e oferecer ao mercado títulos de um dia ou de prazo inferior a sessenta dias. Em relação às LFTs, corrigidas pela taxa Selic, todos os títulos ofertados foram absorvidos pelo mercado.

Para os RPPS, alcançar a meta atuarial com o rendimento da carteira de renda fixa foi tarefa praticamente impossível. O melhor desempenho entre os indicadores referenciais dos fundos de renda fixa foi o do IDKa 2, que acumulou alta de 16,38% no ano, enquanto a meta atuarial baseada no IPCA + 6%a.a acumulou alta de 17,31% no mesmo período. Nas tabelas abaixo, podemos constatar o desempenho dos principais indicadores de renda fixa que referenciam os fundos de investimento disponíveis para os RPPS, no ano e em vinte e quatro meses, além dos rendimentos dos títulos públicos também no ano.

<i>Rentabilidade dos Indicadores</i>			
Indicadores	2015	2014	2013
IPCA + 6% a.a.	17,31%	12,79%	12,27%
INPC + 6% a.a.	17,95%	12,60%	11,90%
IRF-M 1	13,01%	10,58%	7,44%
IRF-M 1+	3,27%	11,88%	0,36%
IRF-M Total	7,13%	11,40%	2,61%
IMA-B 5	15,46%	11,64%	2,78%
IMA-B 5+	5,71%	16,60%	-17,07%
IMA-B Total	8,88%	14,54%	-10,02%
IDKA 2 (IPCA)	16,38%	11,47%	4,21%
CDI	13,24%	10,81%	8,06%
POUPANÇA	8,07%	7,05%	5,81%

<i>Rendimento dos Títulos Públicos em 2015*</i>			
Títulos / Vencimento	Rendimento (%)	Títulos / Vencimento	Rendimento (%)
<b>Prefixados</b>		<b>Indexados ao IPCA</b>	
LTN 2016	-	NTN-B 2017	13,19%
LTN 2017	5,72%	NTN-B 2020	8,67%
NTN-F 2017	-0,48%	NTN-B 2024	2,27%
NTN-F 2021	-3,63%	NTN-B 2035	-0,62%
NTN-F 2023	-5,94%	NTN-B 2045	-0,31%
<b>Indexados ao IGP-M</b>		NTN-B 2050	14,19%
NTN-C 2017	11,64%	<b>Indexados a SELIC</b>	
NTN-C 2021	6,13%	LFT 2017	-
NTN-C 2031	13,32%		

\*Rentabilidade referente 12/Jan de 2015 a 12/Jan de 2016

## RENDA VARIÁVEL

Para a bolsa brasileira foi impossível não viver um ano ruim, se por um lado o dólar alto favoreceu o forte ingresso de investidores estrangeiros, por outro, a recessão, os juros altos, a queda dos preços das commodities, as incertezas políticas e as contas públicas desequilibradas criaram uma enorme pressão sobre os preços das ações. O Índice Bovespa, bastante influenciado pelas empresas de commodities, terminou o ano de 2015 em 43.350 pontos, com uma desvalorização de -13,31%. No entanto, não foi um ano só de quedas. Empresas exportadoras de papel e celulose, por exemplo, como Klabin, Suzano e Fibria, tiveram valorização superior a 50% no ano. Com a queda do índice e a continuada valorização do dólar, a bolsa brasileira, em dólares voltou para o patamar em que estava no início da

década passada. Para efeito de ilustração, o valor de todas as ações juntas negociadas na BM&FBovespa, no final do ano, era inferior ao valor da Google, sozinha, negociada na Bolsa de Nova Iorque.

## CENÁRIO NACIONAL – PERSPECTIVAS - 2016

### ATIVIDADE ECONÔMICA

Para o Banco Mundial, o PIB do Brasil irá cair 2,5% em 2016 e só terá melhora em 2017, quando está prevista uma alta de 1,7%. Para o Banco Central, conforme o Relatório de Inflação, publicado em dezembro, a queda do PIB este ano será de 1,9%. Para os economistas que militam no mercado financeiro, conforme revela o último Relatório Focus do Banco Central, de 8 de janeiro último, a atividade econômica no país terá uma retração de 2,99% em 2016 e um alta de 0,86% em 2017. No entanto, é bom lembrar que no início de 2015, a média das opiniões dos economistas captada através do Focus, indicava que a inflação em 2015 seria 6,56% e que o PIB iria crescer 0,5%. Erraram feio. Conforme pesquisa da agência Bloomberg, a economia brasileira poderá ter o segundo pior desempenho das economias que tem alguma relevância no mundo, com uma queda de 2,5%. Pior só a Venezuela que deverá encolher 3,3%. Eu, particularmente, acredito que a queda poderá até superar os 3%, o que configuraria um quadro de depressão. Com o cenário político imprevisível, a arrecadação de impostos despencando e sem um ajuste fiscal decente, que permita o controle da inflação e a retomada da confiança dos empreendedores, nada de bom irá acontecer, em termos de crescimento econômico. E mesmo que tudo entrasse nos eixos neste ano, o cenário externo teria que nos favorecer. Como um país essencialmente produtor de commodities, cuja perspectiva é muito ruim, a resposta teria que vir do consumo interno, o que, sendo realista, não parece muito provável. O desemprego deverá se agravar, com a taxa chegando a dois dígitos e a renda real diminuir.

### SETOR PÚBLICO

São sombrias as perspectivas para as contas públicas do país em 2016. Embora o Congresso Nacional tenha aprovado a Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO prevendo um superávit fiscal de R\$ 30,55 bilhões, equivalente a 0,5% do PIB, a sua efetivação parece bastante improvável. Além de ter sido considerada uma arrecadação de R\$ 10 bilhões com o retorno da CPMF, cuja aprovação

pelo Congresso não deverá evoluir, a previsão orçamentária já nasce defasada em relação às expectativas mais realistas. Leva em consideração uma queda de 1,9% do PIB e uma inflação de 6,47% em 2016. Segundo pesquisa realizada pelo Ministério da Fazenda com especialistas em contas públicas, a arrecadação federal projetada para este ano é de cerca de R\$ 1,1 trilhão, já descontadas as transferências obrigatórias para estados e municípios. No texto orçamentário aprovado pelo Congresso, o governo estima contar com R\$ 1,2 trilhão. Portanto já existe um rombo potencial de R\$ 98,8 bilhões, que poderá ser ainda maior, caso o PIB caia mais do que 1,9%, dado o impacto da queda na arrecadação.

Por outro lado, não se vislumbra um esforço governamental em direção ao corte significativo de despesas. Muito pelo contrário. Com o novo salário mínimo de R\$ 880,00, por exemplo, já foi criado um rombo no orçamento de quase R\$ 3 bilhões. A atualização vai custar R\$ 30,2 bilhões e o orçamento prevê R\$ 27,3 bilhões. Com o reajuste de 11,28% dado aos benefícios do INSS, os gastos da Previdência Social irão se elevar em R\$ 21,5 bilhões e não R\$ 19,6 como o orçado. Também já se comenta que o governo sinaliza a volta de subsídios setoriais para reanimar a economia, que poderia vir através de linhas de crédito subsidiadas. Também não podemos esquecer que a agência de classificação de risco Moody's também deverá tirar o grau de investimento do país, o que diminuirá ainda mais o apetite do investidor estrangeiro pelos títulos da dívida do Brasil e encarecerá o custo de captação de crédito no exterior.

### INFLAÇÃO

Conforme o último Relatório Focus, o mercado financeiro estima que a inflação de 2016, medida através do IPCA, será de 6,93% e cairá para 5,20% em 2017. No entanto, a ideia defendida por muitos economistas de que a fraqueza da atividade econômica reconduzirá a taxa de inflação para patamares mais aceitáveis parece não vingar como deveria, no Brasil. Não podemos esquecer que ainda somos uma economia indexada, em que muitos preços hoje serão corrigidos pela inflação de ontem. Trazemos a inflação passada para o presente. É o conceito de recomposição de valores ou correção monetária. Além do salário mínimo, por exemplo, diversos contratos firmados entre os agentes econômicos, como os de aluguel, preveem cláusula de atualização de valores com base em índices de inflação passada. O próprio sistema judiciário do país, como outro exemplo, adota esse conceito, na medida em que qualquer condenação, o valor arbitrado sofre automaticamente atualização por índice de preços, mais juros de 1% a.a. Há também os agentes econômicos que estabelecem os seus

preços com base na perspectiva da inflação futura. Está formada assim, o que os economistas chamam de inércia inflacionária. Difícil medir, mas alguns acreditam que em 2016 ela responderá por 2 a 3 pontos percentuais da inflação do ano.

Outra lição do passado hiperinflacionário é a de que a inflação clássica, provocada pelo excesso de demanda de bens sobre a oferta e que é normalmente sensível ao aumento das taxas de juros, pode se transformar em inflação de custos, cuja sensibilidade é muito menor. Os agentes econômicos repassam os aumentos de custos para os preços, inclusive os custos com juros, para que possam recompor os seus estoques e não serem aliados de seus negócios.

Formada a espiral inflacionária, o único remédio é o de que, além de uma política monetária adequada, o governo tenha um orçamento equilibrado para que não precise pagar juros cada vez mais elevados para emitir ou refinar a dívida pública.

O Índice de Preços ao Consumidor – Semanal, apurado pela Fundação Getúlio Vargas, iniciou o ano em elevação. Na primeira medição a taxa foi positiva em 0,99%, contra 0,88% em dezembro. O próprio IBGE alerta o consumidor a não esperar alívio em janeiro. Os famosos reajustes de início de ano serão expressivos irão pesar mais ainda nos orçamentos domésticos. Tarifas de ônibus e energia elétrica em algumas regiões, luz, água e esgoto, escolas, etc. Dos alimentos, só o tomate ficou 16% mais caro na primeira semana do ano. Cabe lembrar também a pressão inflacionária que poderá ser exercida pela alta do dólar, na medida que insumos importantes, como o trigo e diversos produtos essenciais são importados.

Como sempre, os maiores prejudicados estão nas camadas mais pobres da população, cuja renda, destinada a compra de bens cada vez mais caros, será ainda corroída pelo fantasma da inflação.

### JUROS

Para o mercado financeiro, este ano irá terminar com a taxa Selic em 15,25% a.a., ou seja, um ponto percentual acima da taxa atual e cairá para 12,75% a.a. no final de 2017. Sem o famoso equilíbrio orçamentário, restará ao governo a vã esperança de o Banco Central sozinho traga novamente a inflação para a meta. Se ele elevar a taxa Selic, pode enfraquecer ainda mais a economia e aumentar o desequilíbrio fiscal com a maior despesa com juros, se a mantiver ou se por pressão política a diminuir, há o risco de perder o controle de vez. Assim, encurralado, a única saída para a autoridade monetária será a de elevar a

taxa Selic. Quando e quanto é a questão. Parece que, para recuperar a credibilidade, o governo dará autonomia para o BC no controle da inflação. A próxima reunião do Copom é no dia 20 de janeiro e especula-se sobre a possibilidade de um aumento de 0,5%. Creio que pouco para conter a inflação e demasiado para aumentar o desequilíbrio fiscal. Como vamos sair dessa, quem viver verá.



## CÂMBIO E SETOR EXTERNO

O último Relatório Focus revelou que o mercado financeiro espera que o dólar esteja cotado a R\$ 4,25 no final de 2016 e a R\$ 4,23 no final de 2017. Ou seja, será muito difícil perder o patamar de R\$ 4. Internacionalmente, uma melhora ainda mais acentuada da economia americana, que implique em elevação maior de sua taxa de juros, poderá elevar ainda mais a cotação do dólar frente as outras moedas, inclusive o real. Em termos locais, uma piora no cenário externo, novos rebaixamentos da nota de crédito do Brasil, a inflação fora de controle, a saída maciça de investidores estrangeiros do país, por exemplo, são fatores que poderão lavar a taxa de câmbio para patamares bem mais elevados que os atuais. Como arma para enfrentar essas situações temos as reservas cambiais, que têm que ser ao menos mantidas onde estão. Ou ainda as atuações do Banco Central no mercado de câmbio, através da oferta do swap cambial, estratégia que tem apresentado alto custo, como já vimos e cuja eficácia, o próprio BC admite não ser evidente. O seu presidente tem afirmado que o regime de câmbio é flutuante e as atuações da autoridade monetária não têm o objetivo de evitar a alta das cotações, mas diminuir as oscilações bruscas em momentos de tensão. Embora o Brasil enfrente uma série de obstáculos para competir internacionalmente, em uma economia globalizada, a atual taxa de câmbio tem permitido uma importante melhora do setor externo do país. Para a Balança Comercial, o Relatório Focus estima um superávit de US\$ 35 bilhões em 2016 e 2017. Para o déficit em transações correntes, que já se aproximou de US\$ 100

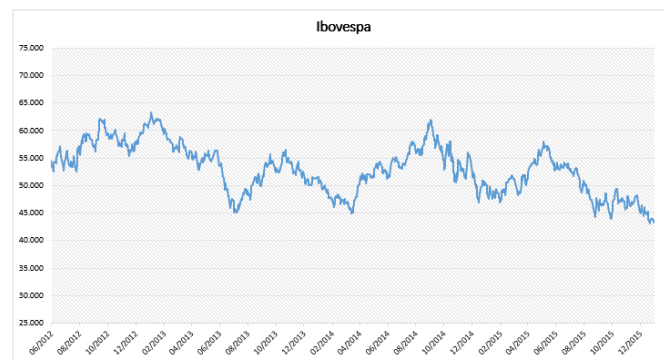
bilhões há algum tempo atrás, o mercado o estima em US\$ 38 bilhões em 2016 e US\$ 32 bilhões em 2017. E finalmente para o Investimento Estrangeiro Direto – IED, a estimativa é de um ingresso de US\$ 55 bilhões em 2016 e de US\$ 60 bilhões em 2017.

## RENDA FIXA

Assim como o mercado internacional de renda fixa, o mercado brasileiro deverá viver um ano de expressiva volatilidade. Desde a alta possibilidade de novas elevações da taxa Selic até o imprevisível cenário político, uma série de fatores internos e externos contribuirão para a elevação dos riscos. Dessa forma, os títulos públicos continuarão com a sua atratividade, principalmente as NTN-B, por oferecerem proteção contra a inflação oficial, além de uma taxa de juros que deverá ser crescente. No entanto, a marcação à mercado desses títulos, quão mais longo forem os prazos de vencimento, poderá trazer significativo desconforto e afastar por um período indeterminado aqueles investidores com meta atuarial, como os institutos de previdência, de seus objetivos.

Como as aplicações em fundos de investimento de renda fixa, compostos integralmente, ou na sua maioria, por títulos públicos referenciados no IMA-B, no IRF-M ou no IDkA, constituem a maior parcela nas carteiras de investimentos dos RPPS, a opção por fundos com títulos mais curtos e pós-fixados, como os referenciados no DI, é a mais prudente no sentido de se evitar perdas patrimoniais, mesmo que essa alternativa não permita agora o alcance da meta atuarial. O objetivo com a carteira de renda fixa é o de obter e não perder ou adiar o rendimento do capital investido e a salutar diversificação técnica de ativos e de riscos deve levar isso em consideração. Vide abaixo a tabela de alocação sugerida para as aplicações financeiras dos RPPS.

	<b>ALOCAÇÃO OBJETIVO</b>
IMA-B 5+   IDKA 20	0,00%
IMA-B   IMA-G	0,00%
IRF-M   IRF-M 1+	0,00%
IDKA 2   IMA-B 5	30,00%
IRF-M1	0,00%
DI / (não CP)	30,00%
FIDC / CP	15,00%
MM	5,00%
Ações	10,00%
FIP	5,00%
FII	5,00%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>



Também como em 2015, haverá ações de empresas que atuam em setores que se beneficiam da conjuntura, como o de papel e celulose, que propiciarão aos investidores retornos importantes. Cabe aos gestores dos fundos de ações identificarem essas oportunidades. Os mesmos conceitos expostos, também valem para os fundos de participações e para os imobiliários. Reiteramos que o objetivo da carteira de renda variável é o de obter ganho de capital ao longo do tempo, que normalmente não é curto.

**INFLAÇÃO**



**JUROS**



**TAXA PRÉ-FIXADA**



**IMA-B**



**BOLSA**



**DÓLAR**



## RENDA VARIÁVEL

Assim como em 2015, o ano de 2016 exige extrema cautela para o investimento em ações. Pelas razões já amplamente apresentadas, o cenário é bastante adverso para o Índice Bovespa e para uma série de ações, mesmo com o investidor estrangeiro representando uma importante parcela do nosso mercado. Persistem os argumentos de que em dólares as nossas ações estão baratas, assim como em reais, se os lucros corporativos justificarem. Caso contrário, a ideia de que o que está barato hoje pode ficar mais barato amanhã é sempre verdadeira. No entanto, também persistem os argumentos de que as ações são investimentos que visam o ganho de capital no longo prazo e de que nos momentos de crise é que surgem as grandes oportunidades de compra.

**JOSÉ EDUARDO TOLEDO DE ABREU FILHO**  
**ECONOMISTA-CHEFE CEA/CPA-20**  
**CORECON N° 15.378**