

## Cenários e Perspectivas

### Lições de 2015 e desafios para 2016

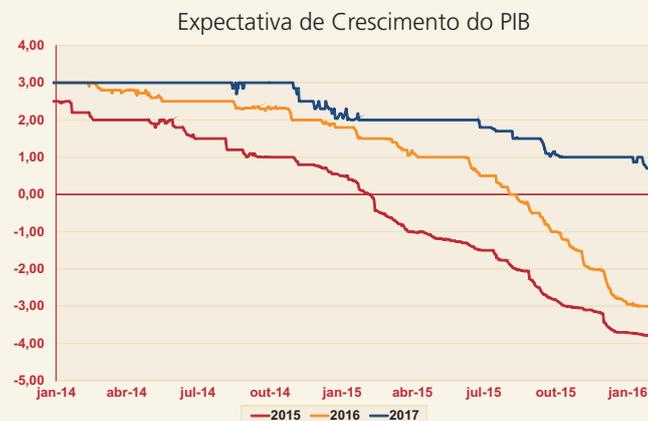
Com a maioria dos dados econômicos referentes a 2015 já divulgados, convém realizarmos o exercício de confrontá-los com as nossas expectativas iniciais, observando tanto os acertos quanto desacertos e, com isso, avaliar as perspectivas para o ano que se inicia.

No início do ano passado, esperávamos que o ano de 2015 seria muito desafiador, com o país enfrentando uma forte desaceleração econômica ao mesmo tempo em que vislumbrávamos uma inflação bastante superior ao teto da banda de tolerância do BC. Por outro lado, uma série de ajustes que estavam em curso – fiscal, taxa de câmbio, preços administrados vs. preços livres, distensão do mercado de trabalho, etc. – nos levava a crer que, após um período inicial doloroso, poderíamos caminhar para um equilíbrio mais saudável, com a inflação mais próxima ao centro da meta, enquanto o PIB voltaria a crescer próximo do seu potencial (aproximadamente 2% ao ano). Apesar disso, manifestamos uma preocupação especial acerca do desafio fiscal que teríamos pela frente, desafio este que requeria importantes reformas estruturais, muitas das quais extremamente impopulares.

Quase um ano após fazer esse diagnóstico, podemos dizer que os acontecimentos econômicos evoluíram na direção esperada, porém em uma intensidade muito maior do que se imaginava. O exemplo mais emblemático, provavelmente, é do PIB, para o qual a nossa expectativa inicial era de relativa estabilidade em 2015, enquanto nossa projeção atual é de ter havido uma retração de 4%. Na nossa opinião, parte relevante dessa deterioração pode ser explicada pelas repercussões da operação Lava-Jato, pela crescente preocupação acerca da sustentabilidade fiscal do país e pelo forte ruído político observado ao longo de todo o ano. A forte contração no PIB, entretanto, não foi suficiente para trazer um alívio inflacionário. Pelo contrário, o IPCA encerrou 2015 com uma alta de 10,7%, ante nossa expectativa inicial de algo próximo a 7,5%. Dois motivos foram particularmente relevantes para explicar este erro de projeção: (1) uma correção mais significativa do que a esperada em preços administrados, notadamente as tarifas de energia elétrica; e (2) uma depreciação muito mais acentuada da taxa de câmbio. De fato, isso fica bastante evidente quando utilizamos o nosso modelo de inflação para fazer um exercício contrafactual. Se, no início do ano passado, tivéssemos acertado a nossa expectativa de alta dos preços administrados e da trajetória da taxa de câmbio, nosso modelo teria projetado um IPCA muito próximo ao realizado. Por fim, o ajuste fiscal se mostrou muito mais difícil do que imaginávamos, em parte devido à resistência do Congresso em aprovar medidas cruciais, e também devido à forte deterioração da atividade que afetou severamente a arrecadação.

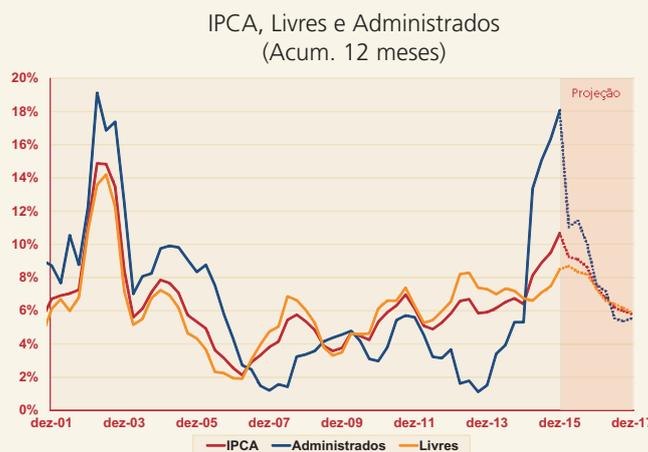
Para 2016, o cenário econômico deve continuar muito conturbado. Nossa expectativa é de uma nova retração do PIB, desta vez de aproximadamente 3,7%. Essa projeção é compatível com a atividade se retraindo no 1º semestre – mas em intensidade menor do que aquela observada ao longo de 2015 –, mostrando relativa estabilidade no 3T16 e um pequeno crescimento no último trimestre deste ano. Nesse sentido, cabe salientar que os indicadores de confiança de diversos setores se estabilizaram nos últimos meses, ainda que em um patamar extremamente baixo, com algum indício de recuperação na margem. Nossos modelos sugerem que este comportamento é compatível com o PIB se retraindo ainda no início de 2016, mas que podemos estar próximos de começar a inverter essa tendência. Para a inflação, esperamos que o IPCA encerre o ano um pouco abaixo de 7,5%, cedendo para próximo de 5,5% no ano seguinte. Por um lado, a forte indexação de preços deve evitar uma queda mais rápida da inflação. Por outro lado, acreditamos que o ajuste de preços relativos, que foi o principal fator de pressão em 2015, deve ser bem mais ameno em 2016. Adicionalmente, nossos modelos sugerem que o afrouxamento no mercado de trabalho deve começar a afetar a inflação de forma mais visível nos próximos meses. Quanto à política fiscal, não acreditamos que o governo conseguirá cumprir a meta de 0,5% do PIB para o superávit primário. Assim como no último ano, vemos com enorme preocupação a atual dinâmica fiscal. E, novamente, chamamos a atenção para a necessidade de implementar reformas estruturais, com destaque para a desindexação dos gastos e para a reforma da Previdência. Postergar decisões difíceis tornarão a dinâmica de 2016 muito parecida com a de 2015.

Gráfico 1



Fonte: Boletim Focus (BCB), BBM Investimentos / Data: 01/2016

Gráfico 2



Fonte: IBGE, BBM Investimentos / Data: 01/2016

Gráfico 3



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 01/2016

## Fundos Multimercados

### Comentários Iniciais

Depois de breve calmaria em dezembro, janeiro começou com uma forte volatilidade dos ativos mundiais. O mês foi marcado por fortes correções nas principais bolsas de ações, pela alta volatilidade no preço das *commodities*, com destaque para nova queda do petróleo, e por nova rodada de depreciação da moeda chinesa. Esses acontecimentos geraram forte aperto das condições financeiras nas principais economias do mundo, intensificando a preocupação já existente em relação ao crescimento global. O aperto das condições financeiras, associado a novas quedas das expectativas de inflação, levaram à reação dos três principais bancos centrais. O Banco Central europeu sinalizou a intenção de intensificar o nível de acomodação monetária na reunião de março. Já o Banco Central do Japão surpreendeu o mercado e adotou taxas de juros negativas. Nos Estados Unidos, o Banco Central reconheceu o aumento dos riscos para o cenário de crescimento americano. A mudança no discurso da autoridade americana e as dúvidas com relação a resiliência do setor de serviços levaram a uma correção no preço do dólar e a uma forte revisão do ciclo de puxada do juros americano.

No Brasil, o Banco Central, após comunicar em diversas ocasiões que reiniciaria um ciclo de alta de juros, surpreendeu ao manter a taxa de juros inalterada. Independente do mérito da decisão, a comunicação errática levanta dúvidas quanto a liberdade de atuação do BC, contribuindo para elevação adicional das expectativas inflacionárias.

No campo político, apesar do recesso parlamentar, o impasse no Congresso e uma nova etapa da Operação Lava Jato continuaram no centro das atenções. Mesmo após a troca do Ministro da Fazenda, o governo mantém o discurso de ajuste fiscal, prometendo enviar ao congresso uma reforma da previdência e aprovar a CPMF. Entendemos que o enfrentamento do desafio fiscal deve ser a grande prioridade do governo, uma vez que o nível e a trajetória de deterioração do resultado fiscal, bem como a velocidade de elevação da dívida bruta, apontam para níveis insustentáveis. Ressaltamos que a implementação de medidas que façam frente ao tamanho do desafio exige convicção, força política do governo, unidade em sua base de apoio, confiança dos agentes econômicos e clareza da real dimensão do desajuste fiscal. Porém, essas condições não se apresentam no cenário político atual, o que nos leva a acreditar em um cenário de contínua deterioração dos ativos brasileiros. Sendo assim, consideramos a recente outperformance desses ativos como uma boa oportunidade para montar posições pessimistas com o Brasil.

### Estratégias e Atribuição de Resultados

#### Renda Fixa e Moedas

Não houve contribuições relevantes de moedas para o resultado no mês. Em crédito soberano, as posições compradas em CDS de países emergentes com *hedge* em índices de crédito de empresas americanas geraram resultado neutro. Por fim, no mercado de juros o resultado foi neutro sem posições relevantes.

Mantemos nosso viés negativo com Brasil, com posições vendidas em real contra uma cesta de moedas e comprada em CDS.

#### Renda Variável

As posições de renda variável geraram um resultado positivo pouco expressivo no mês. Os ganhos vieram principalmente de uma posição vendida no setor de Petróleo e Gás, que continuou a se beneficiar de preços historicamente baixos da *commodity*, e de posições compradas no setor de Seguros e Saúde. A intensificação das preocupações relacionadas à atividade econômica e à depreciação da moeda chinesa geraram perdas em posições de exportadoras que têm a China como importante mercado consumidor. Neste contexto, posições compradas no setor de Papel e Celulose e o *hedge* da carteira no índice futuro de Ibovespa compensaram quase integralmente os ganhos.

## Fundos de Renda Variável

### Comentários Iniciais

O mês de janeiro foi um mês ruim para as principais bolsas no mundo. O aumento da incerteza em relação à economia chinesa, o impacto dessa discussão no preço das *commodities* e as dúvidas em relação ao crescimento americano foram os principais assuntos em âmbito global. O índice Ibovespa caiu 6,8% no mês e o índice de Small Caps 8,5%. O BBM Valuation II teve queda de 5,4% no mês e o BBM Smid Caps Valor caiu 5%.

Em relação às *commodities*, tivemos um mês muito fraco para o petróleo (queda de cerca de 10% em NY). Depois da reunião da OPEP em dezembro, parece haver uma tentativa de coordenação de alguns membros da organização com importantes exportadores não-OPEP. A Rússia pode estar tentando algum acordo de corte de produção, mas a Arábia Saudita não se posicionou oficialmente, o que eleva a incerteza de um acordo no curto prazo.

O minério de ferro apresentou queda no mercado chinês, mas já apresenta alguma recuperação depois de restrições em alguns portos australianos pela temporada de ciclones no país. A celulose continuou a cair na China e a apresentar maior resiliência na Europa.

No cenário político doméstico, vimos um enfraquecimento das discussões ligadas ao processo de impeachment da presidente Dilma, dado o recesso do Congresso Nacional. No final de janeiro, observamos uma intensificação das investigações envolvendo o ex-presidente Lula trazendo volatilidade adicional aos ativos brasileiros.

### Exposição das Carteiras

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

O caixa dos fundos variou de 2% a 8% ao longo do mês e o beta médio das carteiras foi de 0,72.

As maiores posições estão concentradas em Papel e Celulose, Consumo Básico, Distribuição de Combustíveis, Setor Industrial e Seguradoras.

As carteiras não sofreram alterações relevantes no mês.

### Contribuições Positivas

As principais contribuições positivas vieram das posições em Açúcar e Álcool, Seguradoras e das posições *underweight* em Petrobras e Vale.

No setor de Açúcar e Álcool, as ações da Cosan tiveram bom desempenho com a divulgação de números positivos do *business* de distribuição de combustíveis. Os altos preços de gasolina no Brasil também beneficiam as margens da companhia no curto prazo.

As ações do Banco do Brasil Seguridade apresentaram bom desempenho devido aos fortes resultados, apesar do cenário econômico adverso.

As ações da Petrobras (*underweight*) tiveram performance negativa, seguindo a forte tendência de queda nos preços internacionais de petróleo.

No setor de Mineração, as ações da Vale (*underweight*) apresentaram queda expressiva com o aumento das incertezas em relação à economia chinesa.

### Contribuições Negativas

Nossas posições no setor de Papel e Celulose (Suzano e Fibria) performaram mal com o enfraquecimento dos preços de celulose na China. Consideramos que isso foi reflexo da queda nos preços das demais *commodities* e aumento de incerteza percebida em relação à economia chinesa.

## Mercados

### Juros Brasil



### Bolsa Brasil



### Real vs. Dólar



### Juros Americano



### Bolsa Americana



### Dólar vs. Euro



## Rentabilidade dos Fundos

MULTIMERCADOS	Jan/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	PL Master Atual	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
<b>BBM Marau FIC de FIM</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,75%</b>	<b>18,26%</b>	<b>11,58%</b>	<b>14,14%</b>	<b>-0,07%</b>	<b>18,21%</b>	<b>51,63%</b>	<b>374.178.277</b>	<b>-</b>	<b>2,0%</b>	<b>28/12/12</b>
% CDI	71%	71%	138%	107%	176%	-	135%	139%	273.817.541	-	20%	Aberto
<b>BBM Bahia FIC de FIM</b>	<b>0,97%</b>	<b>0,97%</b>	<b>15,54%</b>	<b>9,99%</b>	<b>11,11%</b>	<b>10,81%</b>	<b>16,36%</b>	<b>448,62%</b>	<b>49.556.938</b>	<b>-</b>	<b>2,0%</b>	<b>30/05/08</b>
% CDI	92%	92%	118%	92%	138%	128%	121%	390%	67.090.715	-	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Jan/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	PL Master Atual	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
<b>BBM Smid Caps Valor FIC de FIA</b>	<b>-5,01%</b>	<b>-5,01%</b>	<b>-10,62%</b>	<b>3,02%</b>	<b>4,23%</b>	<b>36,30%</b>	<b>-7,96%</b>	<b>195,76%</b>	<b>92.397.579</b>	<b>92.243.917</b>	<b>2,0%</b>	<b>30/05/08</b>
diferencial do SMLL	3,52%	3,52%	11,73%	19,98%	19,45%	7,64%	13,51%	225,78%	120.565.946	-	20%	Aberto
<b>BBM Valuation II FIC de FIA</b>	<b>-5,37%</b>	<b>-5,37%</b>	<b>-9,72%</b>	<b>6,12%</b>	<b>2,08%</b>	<b>19,70%</b>	<b>-9,78%</b>	<b>10,42%</b>	<b>118.042.821</b>	<b>117.940.758</b>	<b>2,0%</b>	<b>26/07/10</b>
diferencial do IBOVESPA	1,42%	1,42%	3,60%	9,03%	17,58%	12,31%	7,07%	49,61%	171.943.645	-	20%	Aberto
LONG AND SHORT	Jan/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	PL Master Atual	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
<b>BBM Equity Hedge FIC de FIM</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>10,63%</b>	<b>7,64%</b>	<b>10,16%</b>	<b>17,01%</b>	<b>13,14%</b>	<b>327,96%</b>	<b>91.867.259</b>	<b>91.724.657</b>	<b>2,0%</b>	<b>02/05/05</b>
% CDI	100%	100%	80%	71%	126%	202%	97%	146%	120.590.434	-	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Jan/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	PL Master Atual	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
<b>BBM EdR Europe Synergy IE FIC de FIM</b>	<b>-2,70%</b>	<b>-2,70%</b>	<b>40,04%</b>	<b>2,84%</b>	<b>8,51%</b>	<b>-</b>	<b>39,42%</b>	<b>52,06%</b>	<b>38.454.505</b>	<b>-</b>	<b>1,0%</b>	<b>17/09/13</b>
diferencial do MSCI Europe (BRL)	0,61%	0,61%	-2,50%	-3,39%	-5,13%	-	-1,17%	-14,32%	35.443.763	-	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Jan/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	PL Master Atual	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
<b>BBM FI Cambial</b>	<b>0,99%</b>	<b>0,99%</b>	<b>49,59%</b>	<b>11,51%</b>	<b>15,25%</b>	<b>9,19%</b>	<b>55,13%</b>	<b>608,79%</b>	<b>61.724.676</b>	<b>-</b>	<b>1,0%</b>	<b>30/10/97</b>
diferencial do US\$	-2,55%	-2,55%	2,58%	-1,88%	0,62%	0,25%	-1,51%	343,36%	52.444.559	-	15%	Aberto
<b>BBM FI Referenciado DI</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>12,92%</b>	<b>10,49%</b>	<b>7,82%</b>	<b>8,16%</b>	<b>13,22%</b>	<b>175,03%</b>	<b>165.024.984</b>	<b>-</b>	<b>0,3%</b>	<b>13/02/06</b>
% CDI	99%	99%	98%	97%	97%	97%	98%	95%	255.845.745	-	-	Aberto

INDICADORES	Jan/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses
CDI	1,05%	1,05%	13,23%	10,81%	8,05%	8,41%	13,53%
IBOVESPA	-6,79%	-6,79%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-16,85%
IbrX-100	-6,25%	-6,25%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-15,43%
SMLL	-8,53%	-8,53%	-22,36%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-21,46%
Dólar (PTAX)	3,53%	3,53%	47,01%	13,39%	14,64%	8,94%	56,64%
Euro (PTAX)	3,11%	3,11%	31,71%	0,02%	19,70%	10,73%	49,30%
MSCI Europe (BRL)	-3,31%	-3,31%	42,55%	6,24%	43,63%	31,44%	40,60%

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](http://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](http://www.bradescobemdtvm.com.br), SAC: [centralbemdtvm@bradesco.com.br](http://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](http://www.bbminvestimentos.com.br).

Para a Lâmina de Informações Essenciais, a lista de distribuidores e demais documentos do fundo, acesse [www.bradescobemdtvm.com.br](http://www.bradescobemdtvm.com.br).