

Cenários e Perspectivas

O Brasil que dá certo: qual o espaço para a queda de juros?*

No início de 2016, as taxas de juros de mercado atingiram valores bastante elevados, refletindo, entre outras coisas, a persistência da inflação e a preocupação com a solvência fiscal do país. O contrato futuro de juros com vencimento em 2023, por exemplo, atingiu 16,4% na média em janeiro deste ano. Desde então, essa taxa recuou significativamente, ficando próxima a 13% recentemente. Apesar deste movimento relevante, acreditamos que há espaço para que essas taxas continuem recuando. Essa crença se deve a dois fatores: (1) as condições econômicas atuais permitem uma redução cíclica da taxa de juros de curto prazo; (2) com uma eventual troca de governo, aumenta consideravelmente a probabilidade de implementação de reformas e de reversão de distorções que possibilitariam uma queda mais persistente da taxa de juros, via redução da taxa de juros neutra da economia.

Em relação aos fatores cíclicos, destacamos a expressiva queda da atividade desde o final de 2014. Esse movimento permitiu que o hiato do produto se deslocasse de uma posição extremamente apertada para uma posição bastante folgada. O hiato do produto é uma medida, construída a partir de indicadores como a taxa de desemprego, que reflete quão intensamente uma economia está utilizando os fatores de produção disponíveis. Quanto maior o desemprego, por exemplo, mais folgado (e mais negativo) será o hiato. Nossas estimativas apontam para um recuo do hiato, passando de +1,2% no 3T14 para -2,9% no 1T16, o menor patamar em aproximadamente 12 anos (ver gráfico 2). Um deslocamento dessa magnitude, caso tivesse ocorrido de forma instantânea, resultaria, segundo os nossos modelos, em uma queda imediata da inflação de 0,7 p.p. e, após um ano, em um declínio de 3,6 p.p. Com a economia operando com muita capacidade ociosa, acreditamos que a inflação mostrará sinais cada vez mais claros de queda consistente, permitindo assim um afrouxamento da política monetária. Outro fator que deve contribuir para um arrefecimento no aumento de preços é a taxa de câmbio. Após a depreciação de 47% observada em 2015, esperamos que o real apresente uma valorização de 5,2% em 2016, encerrando o ano em 3,70 R\$/USD, e uma depreciação de 2,7% em 2017, quando terminaria em 3,80 R\$/USD. Segundo nossas estimativas, a contribuição do câmbio para a inflação cairia de 2,1 p.p. em 2015 para 0,3 p.p. em 2016 e 0,1 p.p. em 2017. Finalmente, acreditamos que uma nova equipe econômica pode melhorar a ancoragem das expectativas de inflação. Atualmente, nossos modelos sugerem que os agentes econômicos se comportam como se o Banco Central (BC) perseguisse uma meta central próxima a 5,5%. Se essa meta implícita voltasse a ser o centro da meta de inflação de 4,5%, por exemplo, estimamos que o efeito sobre a inflação de 2016 seria de -0,15 p.p. e de 2017 seria de -0,50 p.p.

Devido a esses fatores, esperamos que a inflação caia de forma considerável nos próximos meses, encerrando este ano em 6,2%, cedendo para 4,7% em 2017 e ficando ao redor de 4,5% em 2018 – já considerando uma queda de 3 p.p. na taxa Selic para 11,25% a partir de meados deste ano. Vale notar que o nosso cenário base contempla apenas um ganho parcial de credibilidade: assumimos que a meta percebida pelos agentes como sendo a que o BC persegue cairá para 5,0%, não 4,5%. Ou seja, acreditamos que mesmo no cenário de recuperação parcial da credibilidade do BC seria possível reduzir a Selic em uma magnitude maior que aquela precificada atualmente no mercado (algo próximo a 2,0 p.p.).

Nas nossas estimativas, consideramos que a taxa de juros neutra da economia – isto é, a taxa compatível com um hiato do produto que mantém a inflação estável – permanecerá próxima a 5,5% em termos reais. Porém, vemos com otimismo a possibilidade de que essa taxa caia ao longo dos próximos anos, apesar de ser muito difícil mensurar o tamanho deste declínio. Para que isso ocorra, consideramos essencial a implementação de reformas estruturais, notadamente aquelas envolvendo a questão fiscal. Reformas que ataquem, principalmente, o aumento contínuo das despesas públicas teriam como contrapartida a diminuição do risco de insolvência do governo. Essa diminuição, por sua vez, elevaria a entrada de capitais externos, permitindo uma queda da taxa de juros de equilíbrio. Em particular, a reforma da Previdência, além de ajudar a conter o avanço das despesas públicas, poderia ter como efeito secundário o aumento da propensão a poupar dos agentes econômicos, o que tende a diminuir a taxa de juros. Finalmente, o governo poderia implementar medidas que não dependam da aprovação do Congresso e que ajudariam muito a reduzir a taxa Selic. Uma dessas medidas seria reverter a atual política para-fiscal dos bancos públicos que, ao dar um amplo acesso a taxas de juros subsidiadas e desvinculadas da taxa Selic, reduz a potência da política monetária do BC.

O tamanho do nosso desafio fiscal é enorme, mas avaliamos que existe hoje a possibilidade de entrarmos em um círculo virtuoso de queda de juros na economia brasileira, na medida em que a redução de juros, por sua vez, melhoraria a solvência do setor público. É bom lembrarmos, entretanto, que não existem atalhos para a queda consistente de juros. Ela não depende do voluntarismo da autoridade monetária de plantão e sim de uma política econômica consistente que enfrente nossos graves desequilíbrios fiscais e para-fiscais. Se assim não for, tudo terá sido nada mais do que uma aventura, um breve ciclo de euforia dos mercados que tende a se reverter rapidamente.

*Texto publicado na "Coluna de Gestores" do InfoMoney dia 27/04/2016.

Gráfico 1

Taxa de Juros Futuro (jan/23) (%)



Fonte: Bloomberg, BBM Investimentos / Data: 04/2016

Gráfico 2

Hiato do Produto



Fonte: BBM Investimentos / Data: 04/2016

Gráfico 3

Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 04/2016

Fundos Multimercados

Comentários Iniciais

Após o primeiro trimestre de grande volatilidade nos mercados, o mês de abril foi caracterizado pela continuação do bom desempenho de ativos de risco. Apesar da fraqueza dos fundamentos globais e da ausência de novas medidas de política monetária, a melhora da percepção em relação à China e o aumento do preço das *commodities* diminuíram os riscos de cauda. Os efeitos de estímulos chineses passados (fiscal, parafiscal e crédito) e desdobramentos relacionados a oferta de *commodities* beneficiaram os mercados emergentes.

O Banco Central Europeu, ao detalhar as medidas anunciadas em março, surpreendeu levemente as expectativas de mercado, principalmente, no que tange a compra de dívidas de empresas. Além disso, o Banco Central Americano mostrou um tom neutro ao demonstrar menor preocupação quanto aos riscos globais em seu comunicado, porém, sem indicar claramente quando será o próximo aumento da taxa de juros. O Banco Central Japonês foi a grande surpresa do mês ao se abster de novas medidas, o que levantou discussões sobre o esgotamento da política monetária e sobre possíveis medidas fiscais para estimular a demanda que segue fraca.

No Brasil, os desdobramentos políticos e as intervenções do Banco Central na moeda foram os principais determinantes da volatilidade dos preços dos ativos locais. A aprovação do processo de impeachment pela Câmara e as notícias positivas sobre o desenho de um possível governo Temer levaram a uma *outperformance* dos ativos brasileiros. Dentre esses, a forte apreciação do real teria sido ainda maior caso o Banco Central não tivesse diminuído seu estoque de *swaps* em mais de US\$ 30 bilhões ao longo do mês.

Estratégias e Atribuição de Resultados

Renda Fixa e Moedas

Em moedas, não houve resultados relevantes no mês. Em juros, a posição aplicada em juro nominal brasileiro contribuiu positivamente no mês. Por fim, em crédito soberano, a posição comprada em CDS Turquia gerou perdas no mês.

Renda Variável

As estratégias de bolsa trouxeram um resultado negativo no mês. As maiores contribuições negativas ficaram concentradas em nossas posições de exportadoras, que sofreram com a apreciação do real. Do lado positivo, as posições dos setores de Shoppings e de Consumo Discricionário se beneficiaram de um maior otimismo e expectativa de fechamento nas taxas de juros.

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

Fundos de Renda Variável

Comentários Iniciais

Abril foi mais um mês forte para a bolsa brasileira. O Brasil outperformou as principais bolsas globais, tanto emergentes quanto desenvolvidas. As *commodities* continuaram a subir de forma consistente e observamos ao longo de abril uma melhora na percepção de mercado em relação aos dados econômicos de curto prazo chineses. Internamente, tivemos a aprovação da Câmara dos Deputados em relação à abertura do processo de impeachment da presidente, o que contribuiu para a performance dos ativos brasileiros em relação aos seus pares.

Em relação às *commodities*, o petróleo teve mais um mês de alta forte, subindo cerca de 20% tanto em Londres quanto em Nova Iorque. O minério de ferro subiu mais 23% na China e o açúcar perto de 6%. Enquanto isso, a celulose continuou a cair no mercado europeu e parece ter atingido níveis de estabilidade nos preços na China.

O Ibovespa subiu 7,7% em abril e o índice de Small Caps subiu 5,5%. O BBM Valuation II teve alta de 5,9% e o BBM Smid Caps Valor de 5,6%.

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 *Long Only* foi de 100% e o beta médio foi de 93%.

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

Contribuições Positivas

As principais contribuições positivas vieram dos setores de Shoppings e de Consumo Discricionário que se beneficiaram de um maior otimismo e expectativa de fechamento nas taxas de juros.

As posições *underweight* no setor de Alimentos (especificamente frigoríficos) também contribuíram positivamente. As empresas do setor vêm enfrentando um cenário de pressão forte de custos pelo aumento do preço do milho, com revisões negativas constantes da oferta da safra brasileira. Isso afetou diretamente a performance das ações.

Contribuições Negativas

Os destaques ficaram concentrados em nossas posições de exportadoras, que sofreram com a apreciação do real, e em nossa exposição *underweight* em mineração que foi prejudicada pela alta do minério de ferro no mercado chinês.

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Rentabilidade dos Fundos

MULTIMERCADOS	Abr/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Marau FIC de FIM	2,41%	0,81%	18,26%	11,58%	14,14%	-0,07%	16,46%	51,72%	406.382.161	2,0%	28/12/12
% CDI	228%	19%	138%	107%	176%	-	118%	125%	319.800.167	20%	Aberto
BBM Bahia FIC de FIM	1,58%	1,45%	15,54%	9,99%	11,11%	10,81%	14,96%	451,22%	49.724.694	2,0%	30/05/08
% CDI	150%	33%	118%	92%	138%	128%	107%	369%	57.322.589	20%	Aberto
BBM Moedas FIC de FIM	-	-	-	-	-	-	-	-	29.385.100	2,0%	29/03/16
% CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	27.173.477	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Abr/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Smid Caps Valor FIC de FIA	5,57%	10,55%	-10,62%	3,02%	4,23%	36,30%	-3,07%	244,21%	104.534.997	2,0%	30/05/08
diferencial do SMLL	0,02%	-2,01%	11,73%	19,98%	19,45%	7,64%	7,81%	258,09%	109.863.721	20%	Aberto
BBM Valuation II FIC de FIA	5,87%	13,24%	-9,72%	6,12%	2,08%	19,70%	-4,02%	32,13%	132.001.700	2,0%	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	-1,84%	-11,13%	3,60%	9,03%	17,58%	12,31%	-0,61%	50,99%	145.748.567	20%	Aberto
BBM Long Biased FIC de FIM	-	-	-	-	-	-	-	-	45.380.673	2,0%	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	-	-	-	-	-	-	-	-	30.974.719	20%	Aberto
LONG AND SHORT	Abr/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Equity Hedge FIC de FIM	0,62%	0,32%	10,63%	7,64%	10,16%	17,01%	10,64%	324,87%	72.812.600	2,0%	02/05/05
% CDI	59%	7%	80%	71%	126%	202%	76%	138%	106.798.673	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Abr/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM EdR Europe Synergy IE FIC de FIM	-2,54%	-12,85%	40,04%	2,84%	8,51%	-	7,43%	36,21%	34.444.407	1,0%	17/09/13
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-1,81%	-0,84%	-2,50%	-3,39%	-5,13%	-	0,90%	-15,22%	37.862.047	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Abr/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM FI Cambial	-3,90%	-12,60%	49,59%	11,51%	15,25%	9,19%	18,06%	513,43%	46.476.213	1,0%	30/10/97
diferencial do US\$	-0,87%	-0,97%	2,58%	-1,88%	0,62%	0,25%	-1,16%	301,50%	56.369.505	15%	Aberto
BBM FI Referenciado DI	1,02%	4,19%	12,92%	10,49%	7,82%	8,16%	13,57%	183,57%	171.817.630	0,3%	13/02/06
% CDI	97%	96%	98%	97%	97%	97%	97%	95%	197.599.454	-	Aberto
INDICADORES	Abr/16	2016	2015	2014	2013	2012	Ult. 12 meses				
CDI	1,05%	4,34%	13,23%	10,81%	8,05%	8,41%	13,95%				
IBOVESPA	7,70%	24,36%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-3,41%				
IBrX-100	7,14%	22,06%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-3,44%				
SMLL	5,56%	12,56%	-22,36%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-10,88%				
IPCA + 6%	1,00%	5,14%	17,25%	12,83%	12,29%	12,14%	15,85%				
Dólar (PTAX)	-3,04%	-11,63%	47,01%	13,39%	14,64%	8,94%	19,23%				
Euro (PTAX)	-2,60%	-7,11%	31,71%	0,02%	19,70%	10,73%	24,25%				
MSCI Europe (BRL)	-0,73%	-12,00%	42,55%	6,24%	43,63%	31,44%	6,53%				

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 Moedas**, **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 Moedas** e **BBM Long Biased**: ESTES FUNDOS TÊM 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 Moedas**, **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 Moedas**, **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 Equity Hedge** e **BBM EDR Europe Synergy IE** aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. **BBM FI Referenciado DI** e **BBM FI Cambial** podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os 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 Moedas**, **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: **BBM 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.