

Cenários e Perspectivas

Chegou a hora de conter os gastos

Em uma de suas primeiras medidas, a equipe econômica do novo governo brasileiro mudou a meta efetiva do resultado primário do setor público deste ano de 0% para um déficit de 2,6% do PIB, cerca de 5 p.p. abaixo do primário necessário para estabilizar a dívida bruta. É consenso que entre os principais motivos da grave situação das contas públicas brasileiras está o forte crescimento das despesas, que subiu mais de 10 p.p. como proporção do PIB durante os últimos 25 anos. Diante disso, o governo anunciou a intenção de aprovar um limite constitucional para o crescimento dos gastos. Se aprovado, esse limite será uma grande mudança na política fiscal brasileira, que hoje se mostra insustentável, e gerará consequências positivas para toda a economia.

A situação fiscal do Brasil hoje é muito preocupante. Mesmo que o resultado primário tenha sido prejudicado pela forte recessão econômica, o problema é em grande parte estrutural e uma recuperação da atividade não deve ser suficiente para uma reversão da trajetória atual. Nossos cálculos indicam que, mantidas as regras fiscais atuais, mesmo que o governo reajuste os salários dos servidores de acordo com a inflação, sem ganhos reais, e as despesas discricionárias não cresçam mais que o PIB, as despesas como proporção ao PIB crescerão quase 0,2 p.p. por ano. Consequentemente, se não houver aumento da carga tributária, o primário piorará 0,2 p.p. ao ano. Ou seja, mesmo assumindo que o PIB crescerá 1% em 2017 e cerca de 2% a partir de 2018, nossos modelos apontam para um déficit do governo central de quase 3% em 2020. Sem dúvida, uma situação insustentável, que é causada principalmente pelos gastos previdenciários e pelos reajustes reais do salário mínimo. Como a carga tributária brasileira já é alta em relação a países com nível de renda semelhante, a solução deveria passar pelo controle das despesas.

Diante disso, o governo atual deve propor nas próximas semanas uma emenda constitucional que busca limitar o crescimento das despesas nos próximos anos. A proposta em discussão visa limitar o crescimento da despesa total à inflação do ano anterior. Considerando um crescimento da atividade de 2% ao ano, a despesa como proporção do PIB cairia mais de 0,3 p.p. ao ano com esta proposta, uma grande mudança em relação ao cenário atual de crescimento de 0,2 p.p. Se olharmos para os últimos anos, essa medida também se mostra bastante ambiciosa. A despesa total do governo central cresceu em média quase 6% ao ano em termos reais desde 1999. Para se ter uma ideia do tamanho do ajuste que essa proposta representa, note que mesmo que não haja reajuste real dos salários do funcionalismo e do salário mínimo (é preciso uma lei para que isto aconteça), só o crescimento do número de aposentados e beneficiários dos programas sociais gerariam um crescimento real das despesas de 1% ao ano. O problema é que essas despesas representam quase 3/4 dos gastos, sobrando pouco espaço para cortes. Neste caso, as outras despesas, que incluem custeio de saúde e educação, investimentos e subsídios, teriam que cair cerca de 9% em termos reais para que a despesa total do governo não crescesse mais que a inflação. Além de ser uma situação insustentável no médio prazo, esse corte violaria limites constitucionais, já que gastos com saúde e educação, que representam a maior parte deste grupo, possuem um piso constitucional indexado ao PIB. Deste modo, para que a proposta de limite de gastos seja colocada em prática serão necessárias medidas adicionais que reduzam o crescimento do número de aposentados e beneficiários de programas sociais, ou que produzam uma queda real do valor dos salários e benefícios.

Sem dúvida, haverá muita discussão na aprovação e implementação desta proposta. Apesar das dificuldades da aprovação da PEC, que exige 3/5 dos votos na Câmara e no Senado, acreditamos que seus benefícios tornam esse esforço recompensador. Como mencionamos anteriormente, a situação fiscal do estado brasileiro é muito preocupante e, se nada for feito, a dívida bruta do governo geral deve passar de 90% do PIB no final da década. Sem equilíbrio das contas dos governos, a confiança não se recuperará e não haverá retomada do crescimento. Adicionalmente, o limite dos gastos públicos contribuirá para uma redução significativa dos patamares atuais dos juros, contribuindo assim para a retomada do crescimento sustentável.

Gráfico 1

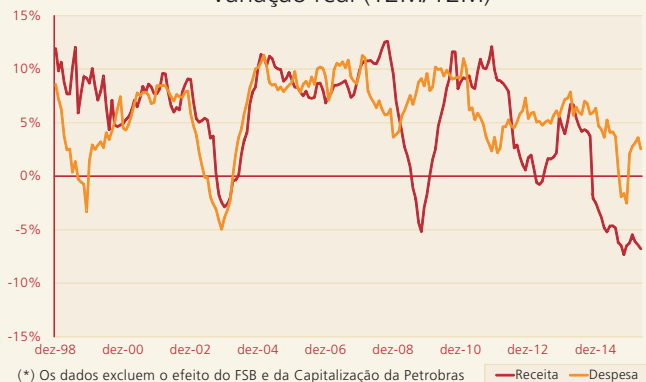
Resultado Primário do Setor Público
(Acum. 12 meses - % PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 05/2016

Gráfico 2

Governo Central: Receita vs. Despesa (*)
Variação real (12M/12M)



(*) Os dados excluem o efeito do FSB e da Capitalização da Petrobras

Fonte: STN, BBM Investimentos / Data: 05/2016

Gráfico 3

Dívida Bruta do Governo Geral
(% PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 05/2016

Fundos Multimercados

Comentários Iniciais

Maio foi marcado pelo bom desempenho dos ativos de risco e por uma valorização do dólar americano. Essa valorização é reflexo de uma mudança de discurso dos membros do Fed, Banco Central Americano, indicando uma provável retomada do ciclo de alta dos juros nos próximos meses. Esse quadro reflete, em parte, uma melhora nos dados de atividade da economia americana e, também uma redução na percepção dos riscos associados ao fluxo de saída de capital da China e à saída do Reino Unido da União Europeia (*BREXIT*).

No Brasil, com o afastamento da presidente Dilma pelo Senado, Temer formalizou os nomes a compor o governo interino. O destaque ficou por conta da equipe econômica extremamente qualificada na Fazenda, Banco Central e em outras esferas de governo como BNDES, Caixa, Banco do Brasil e Petrobras. A escolha da equipe econômica, as medidas já anunciadas e o apoio até então demonstrado sinalizam que, no governo Temer, há um diagnóstico correto e uma percepção de que a grave situação econômica precisa ser solucionada. O desafio é enorme e as medidas mais importantes precisam de maioria constitucional no Congresso, logo uma certa estabilidade política é condição fundamental para a realização de um cenário positivo.

Além disso, ao longo desse mês, tivemos uma amostra do que consideramos ser um dos principais riscos para os ativos brasileiros: os desdobramentos da operação Lava-Jato e os potenciais impactos sobre o governo Temer e sobre o sistema político brasileiro como um todo. Acreditamos que o impeachment será efetivado no Senado e, não obstante os riscos citados acima, as medidas econômicas corretas e necessárias irão avançar, permitindo uma estabilidade política e econômica. Logo, diante do elevado nível de ociosidade no mercado de trabalho, a perspectiva de uma política fiscal e para-fiscal mais restritivas a frente e com a ausência de novos choques de oferta, acreditamos que a queda da Selic dos níveis atuais é consistente com a continuidade da trajetória da inflação em direção à meta, o que motiva nosso posicionamento aplicado em juros.

Estratégias e Atribuição de Resultados

Renda Fixa e Moedas

Em moedas, a posição comprada em dólar contra peso chileno contribuiu positivamente. Em juros, a posição aplicada em juros contribuiu negativamente. Por fim, em crédito soberano, as posições compradas em CDS de economias emergentes e em índices de CDS de empresas norte-americanas geraram resultado neutro.

Renda Variável

As estratégias de bolsa trouxeram um resultado levemente negativo no mês. As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Açúcar e Alcool, Distribuição de Combustíveis e Consumo Discricionário. Do lado negativo, nossa posição direcional comprada em Brasil, parcialmente *hedgeada* em mercados emergentes foi a principal fonte de perdas.

As maiores posições compradas das carteiras hoje estão concentradas nos setores de Açúcar e Alcool, Petróleo, Setor Industrial, Consumo Discricionário, Seguradoras e Shoppings. As principais posições vendidas se concentram em Telecomunicações, Setor Financeiro, Consumo Básico e Setor Elétrico.

Fundos de Renda Variável

Comentários Iniciais

O mês de maio foi um período fraco para a bolsa brasileira. O Ibovespa underperformou as principais bolsas emergentes e desenvolvidas. Alguns fatores externos contribuíram para essa performance negativa. O principal deles foi o aumento da probabilidade de puxada de juros pelo Fed no curto prazo. Internamente, tivemos a aprovação do processo de impeachment no Senado que, apesar de positiva, já era altamente esperada. O novo governo parece estar se posicionando corretamente em relação à maneira de conduzir a economia, com postura pró mercado em diversos assuntos, como a indicação do executivo Pedro Parente para a presidência da Petrobras. Na ponta negativa tivemos, no final de maio, um aumento da incerteza política com a divulgação de gravações envolvendo políticos do primeiro escalão do governo nas investigações da operação Lava-Jato.

Em relação às commodities, o petróleo continuou muito resiliente nos mercados globais devido principalmente a fatores de oferta. Eventos específicos na Nigéria, Líbia e os incêndios no Canadá promoveram restrição de oferta no curto prazo e discussões sobre sustentabilidade de uma porção relevante da produção canadense de óleo. O petróleo subiu 4,5% em Londres e 5,1% nos Estados Unidos. O minério de ferro caiu 24% na China ao longo do mês com uma piora do sentimento do mercado em relação aos estímulos chineses, além de restrições extras impostas pelo governo no mercado de derivativos local. A celulose apresentou leve alta, mostrando certa estabilidade nos níveis atuais e na última semana de Maio vimos anúncios de aumento de preços de alguns produtores de fibra curta para junho. O açúcar teve outro mês muito bom com alta de cerca de 7% em dólares e 11% em reais.

O Ibovespa caiu 10% em abril e o índice de Small Caps teve queda de 4,2%. Por sua vez, O BBM Valuation II teve queda de 7,6% e o BBM Smid Caps Valor de 6,3%.

Exposição das Carteiras

Aumentamos levemente a diversificação das carteiras ao longo do mês. Estamos atualmente com 40 papéis na carteira.

A posição média comprada nos fundos foi de 100% e o beta médio foi de 93%.

As maiores posições das carteiras hoje estão concentradas nos setores de Açúcar e Álcool, Setor Industrial, Consumo Discricionário, Seguradoras e Shoppings.

Contribuições Positivas

As principais contribuições positivas vieram dos setores de Açúcar e Álcool - dada a força do açúcar no mercado internacional; Papel e Celulose - devido a alguns sinais de recuperação da celulose no mercado chinês e a aumentos de preço de papel no mercado doméstico; e de Locação de Veículos - motivado pela melhora do ambiente competitivo no setor.

Contribuições Negativas

Os destaques negativos ficaram concentrados em nossas posições *underweight* no setor de Consumo Básico.

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Rentabilidade dos Fundos

| MULTIMERCADOS | Mai/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 | 0,53% | 1,35% | 18,26% | 11,58% | 14,14% | -0,07% | 13,36% | 52,53% | 406.289.259 | 2,0% | 28/12/12 |
| % CDI | 48% | 25% | 138% | 107% | 176% | - | 95% | 122% | 332.970.319 | 20% | Aberto |
| BBM Bahia FIC de FIM | 0,67% | 2,12% | 15,54% | 9,99% | 11,11% | 10,81% | 13,13% | 454,90% | 49.389.915 | 2,0% | 30/05/08 |
| % CDI | 60% | 39% | 118% | 92% | 138% | 128% | 94% | 365% | 56.154.416 | 20% | Aberto |
| BBM Moedas FIC de FIM | - | - | - | - | - | - | - | - | 32.876.122 | 2,0% | 29/03/16 |
| % CDI | - | - | - | - | - | - | - | - | 29.074.359 | 20% | Aberto |

| RENDA VARIÁVEL | Mai/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 | -6,33% | 3,54% | -10,62% | 3,02% | 4,23% | 36,30% | -8,77% | 222,41% | 93.223.910 | 2,0% | 30/05/08 |
| diferencial do SMLL | -2,12% | -4,28% | 11,73% | 19,98% | 19,45% | 7,64% | 4,23% | 239,92% | 105.961.405 | 20% | Aberto |
| BBM Valuation II FIC de FIA | -7,63% | 4,60% | -9,72% | 6,12% | 2,08% | 19,70% | -9,62% | 22,06% | 121.400.036 | 2,0% | 26/07/10 |
| diferencial do IBOVESPA | 2,46% | -7,21% | 3,60% | 9,03% | 17,58% | 12,31% | 0,58% | 49,11% | 140.275.215 | 20% | Aberto |
| BBM Long Biased FIC de FIM | - | - | - | - | - | - | - | - | 46.755.903 | 2,0% | 30/12/15 |
| diferencial do IPCA + 6% | - | - | - | - | - | - | - | - | 33.604.916 | 20% | Aberto |

| LONG AND SHORT | Mai/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 | 0,73% | 1,06% | 10,63% | 7,64% | 10,16% | 17,01% | 10,32% | 327,99% | 70.074.856 | 2,0% | 02/05/05 |
| % CDI | 66% | 19% | 80% | 71% | 126% | 202% | 74% | 137% | 96.031.285 | 20% | Aberto |

| INVESTIMENTO NO EXTERIOR | Mai/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 | 2,86% | -10,35% | 40,04% | 2,84% | 8,51% | - | -0,11% | 40,11% | 35.431.115 | 1,0% | 17/09/13 |
| diferencial do MSCI Europe (BRL) | -0,85% | -1,62% | -2,50% | -3,39% | -5,13% | - | -0,82% | -16,95% | 37.659.054 | - | Aberto |

| RENDA FIXA E MOEDAS | Mai/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 | 5,23% | -8,03% | 49,59% | 11,51% | 15,25% | 9,19% | 15,20% | 545,48% | 49.220.784 | 1,0% | 30/10/97 |
| diferencial do US\$ | 1,04% | -0,10% | 2,58% | -1,88% | 0,62% | 0,25% | 1,96% | 320,52% | 56.671.982 | 15% | Aberto |
| BBM FI Referenciado DI | 1,07% | 5,31% | 12,92% | 10,49% | 7,82% | 8,16% | 13,64% | 186,62% | 136.575.683 | 0,3% | 13/02/06 |
| % CDI | 97% | 97% | 98% | 97% | 97% | 97% | 97% | 95% | 186.203.758 | - | Aberto |

| INDICADORES | Mai/16 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | Ult. 12 meses |
|-------------------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------------|
| CDI | 1,11% | 5,50% | 13,23% | 10,81% | 8,05% | 8,41% | 14,04% |
| IBOVESPA | -10,09% | 11,82% | -13,31% | -2,91% | -15,50% | 7,40% | -10,20% |
| IBRX-100 | -9,41% | 10,58% | -12,41% | -2,78% | -3,13% | 11,55% | -10,22% |
| SMLL | -4,21% | 7,82% | -22,36% | -16,96% | -15,22% | 28,67% | -13,00% |
| IPCA + 6% | 1,24% | 6,51% | 17,25% | 12,83% | 12,29% | 12,14% | 15,89% |
| Dólar (PTAX) | 4,18% | -7,93% | 47,01% | 13,39% | 14,64% | 8,94% | 13,24% |
| Euro (PTAX) | 1,41% | -5,80% | 31,71% | 0,02% | 19,70% | 10,73% | 15,54% |
| MSCI Europe (BRL) | 3,72% | -8,73% | 42,55% | 6,24% | 43,63% | 31,44% | 0,71% |

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

www.bbminvestimentos.com.br



¹ PL médio referente aos últimos 12 meses. ² Soma da taxa de administração mínima do fundo e dos fundos investidos. **BBM Marau**, **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**. **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: **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.