

Cenários e Perspectivas

O difícil ajuste fiscal

Em sua última reprogramação orçamentária bimestral, o governo federal revisou a meta de superávit primário do setor público em 2015 de 1,15% do PIB para 0,15%. Além disso, o governo adicionou uma cláusula de abatimento da meta condicionada à frustração de algumas receitas não recorrentes, que permitiria um resultado negativo de 0,3% do PIB. Conforme argumentamos em nossa carta de mar/15, o primário prometido pelo governo era muito otimista, já que acreditávamos que dificilmente o setor público conseguiria um superávit maior que 0,5% do PIB. No entanto, a deterioração mais forte da atividade e a dificuldade em aprovar medidas fiscais no Congresso fazem com que mesmo um resultado positivo pareça otimista atualmente.

Na carta de mar/15, fizemos nossa estimativa do primário considerando um cenário otimista para as despesas discricionárias. Supomos que o governo faria um ajuste semelhante ao de 2003, quando as despesas com investimento e custeio discricionário caíram, em termos nominais, 50% e 2%, respectivamente. Esses cortes implicariam em uma queda de 16,7% das despesas discricionárias do governo. Mesmo sabendo que esse corte provavelmente não seria alcançado, era importante mostrar que mesmo com esta hipótese o superávit do setor público seria de apenas 0,5% do PIB. Dado o comportamento dessas despesas nos primeiros sete meses de 2015, quando recuaram 7,8% em relação ao ano anterior, o cenário mencionado acima parece ainda mais distante. Mesmo assim, as despesas discricionárias deverão apresentar um forte recuo no ano, caindo cerca de 9,5% em relação a 2014.

Apesar de serem a principal conta de ajuste das despesas no curto prazo, as despesas discricionárias representam apenas 20% do orçamento federal. Os outros 80%, que são as despesas previdenciárias, com transferências, subsídios e pessoal, não podem ser reduzidos sem mudanças estruturais ou alterações de lei. Estas contas, que são as mais importantes para a solvência fiscal no longo prazo, surpreenderam negativamente no primeiro semestre. A surpresa, no entanto, não foi apenas por apresentarem um crescimento mais resiliente que o inicialmente estimado, mas também pela dificuldade de aprovar no Congresso medidas que controlem o crescimento desses gastos. As novas regras propostas pelo governo no final do ano passado não foram aprovadas em sua totalidade e, em alguns casos, novas despesas foram aprovadas em seu lugar. Um exemplo importante foi a votação do aumento do rigor na concessão de pensões por morte. O texto aprovado pelo Congresso não apenas reduziu a efetividade da medida proposta pelo executivo, como também acabou com o fator previdenciário para uma faixa dos aposentados, aumentando os gastos futuros da previdência. Diante dessas dificuldades no Congresso e a correção do fluxo de pagamento de algumas despesas, revisamos nossa estimativa de crescimento nominal das despesas obrigatórias em 2015 de 8,8% para 12,6%. Deste modo, acreditamos que a despesa total do governo central crescerá quase 7% neste ano. Além de piorar as contas de 2015, esse maior crescimento das despesas obrigatórias também compromete os resultados dos próximos anos, já que estas despesas obrigatórias são de difícil controle no curto-prazo.

Mesmo com a reversão de algumas desonerações, o comportamento das receitas também tem sido decepcionante ao longo do ano. Nos sete primeiros meses do ano, a receita líquida nominal cresceu apenas 4,3%, muito abaixo da inflação do período (queda real de 3,7%). A principal causa para este comportamento é o fraco desempenho da atividade, que deve encolher 2,8% neste ano. Nossas estimativas em mar/15, indicavam um crescimento de 5,5% da receita líquida para o ano de 2015. Diferentemente dos anos anteriores, acreditávamos que haveria uma baixa participação de receitas não-recorrentes na receita total de 2015. No entanto, diante desse cenário desafiador da arrecadação, o governo tem buscando receitas não-recorrentes para melhorar o resultado primário. Deste modo, esperamos um crescimento de 7% da receita líquida neste ano, baseado na arrecadação de mais de R\$30 bilhões de receitas não-recorrentes, como concessões, IPOs e programas de renegociações de dívidas tributárias.

Diante disso, esperamos um déficit primário de 0,2% do PIB em 2015, ante um déficit de 0,6% em 2014. Além do saldo menor em relação ao esperado em mar/15, a composição da nossa projeção também piorou. A pequena melhoria do resultado primário de 2015 será baseada em um forte corte de despesas discricionárias, que não deverá se repetir nos próximos anos, e em receitas não-recorrentes. Deste modo, alcançar a meta de 0,7% do PIB em 2016 exigirá uma combinação de aumento de impostos e redução de despesas muito maior do que a realizada neste ano.

Gráfico 1

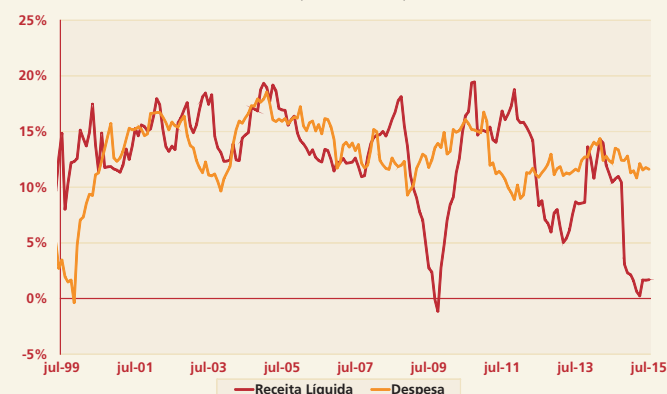
Resultado Primário do Setor Público
(Acum. 12 meses - % PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 08/2015

Gráfico 2

Receitas Líquidas vs. Despesa Total
(12m/12m)

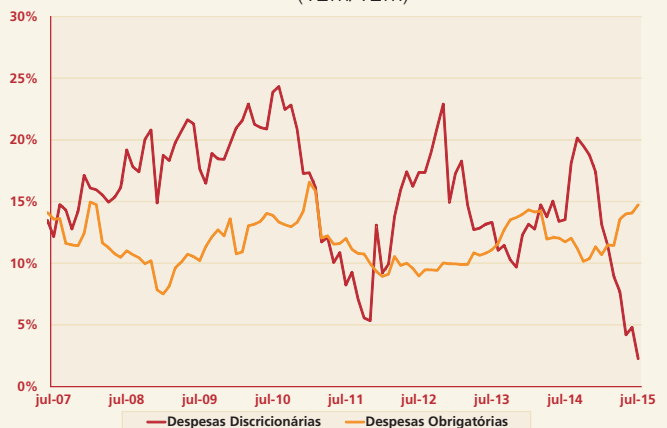


(*) Os dados excluem o efeito do Fundo Soberano e da Capitalização da Petrobrás

Fonte: SNT, BBM Investimentos / Data: 08/2015

Gráfico 3

Despesas Obrigatórias vs. Discricionárias
(12m/12m)



Fonte: BBM Investimentos / Data: 08/2015

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Estratégias Brasil

Contribuições Positivas

- Posição direcional vendida em índice Ibovespa.
- Alocação *overweight* no setor de Papel e Celulose.
- Posições específicas no setor Industrial.

Contribuições Negativas

- Alocação *overweight* no setor de Bancos.

Estratégias Internacionais

Contribuições Positivas

- Posição tomada em CDS de países emergentes.
- Posição comprada em dólar contra real e yuan.

Contribuições Negativas

- Posição comprada em dólar contra euro.

Rentabilidade dos Fundos

MULTIMERCADOS	Ago/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	PL Master Atual	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Marau FIC de FIM	1,99%	10,93%	11,58%	14,14%	-0,07%	-	14,49%	41,16%	273.084.995	-	2,0%	28/12/12
% CDI	179%	131%	107%	176%	-	-	118%	138%	217.637.355		20%	Aberto
BBM Bahia FIC de FIM	1,57%	8,75%	9,99%	11,11%	10,81%	13,41%	11,88%	411,42%	60.029.524	-	2,0%	30/05/08
% CDI	142%	105%	92%	138%	128%	116%	97%	397%	93.356.459		20%	Aberto
BBM Institucional FIC de FIM	0,59%	6,88%	10,55%	8,97%	8,60%	11,96%	10,77%	146,72%	9.949.708	9.917.933	0,9%	02/10/06
% CDI	53%	82%	98%	111%	102%	103%	88%	101%	27.894.319		20%	Aberto
BBM Allocation FIC de FIM	-1,74%	7,19%	7,30%	9,13%	15,93%	8,82%	7,02%	231,95%	31.097.962	-	0,8%	12/04/05
% CDI	-	86%	68%	113%	189%	76%	57%	110%	33.562.531		-	Aberto

RENDA VARIÁVEL	Ago/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	PL Master Atual	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Smid Caps Valor FIC de FIA	-7,09%	-9,50%	3,02%	4,23%	36,30%	0,17%	-18,05%	215,30%	119.188.818	119.103.884	2,0%	30/05/08
diferencial do SMLL	2,04%	8,99%	19,98%	19,45%	7,64%	16,78%	15,34%	234,98%	142.778.014		20%	Aberto
BBM Valuation II FIC de FIA	-7,60%	-7,34%	6,12%	2,08%	19,70%	-6,97%	-18,58%	19,76%	149.127.812	150.137.559	2,0%	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	0,74%	-0,58%	9,03%	17,58%	12,31%	11,14%	5,16%	49,59%	209.259.473		20%	Aberto

LONG AND SHORT	Ago/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	PL Master Atual	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Equity Hedge FIC de FIM	0,99%	5,33%	7,64%	10,16%	17,01%	12,02%	7,75%	303,23%	100.079.152	99.848.877	2,0%	02/05/05
% CDI	89%	64%	71%	126%	202%	104%	63%	146%	129.816.644		20%	Aberto

INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Ago/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	PL Master Atual	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM EdR Europe Synergy IE FIC de FIM	-0,25%	30,56%	2,84%	8,51%	-	-	42,89%	45,70%	38.270.375	-	1,0%	17/09/13
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-0,14%	-5,29%	-3,39%	-5,13%	-	-	-5,73%	-18,31%	20.961.307		-	Aberto

RENDA FIXA E MOEDAS	Ago/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	PL Master Atual	Tx Adm ² Tx Perf ³	Início Status
BBM Index IPCA FIC de FI RF LP	-3,20%	2,20%	12,52%	-9,72%	25,59%	15,36%	-1,23%	54,20%	12.403.399	12.402.439	0,7%	04/11/10
diferencial do IMA-B	-0,09%	-2,00%	-2,02%	0,30%	-1,08%	0,25%	-3,61%	-6,98%	16.937.434		20%	Aberto
BBM FI Cambial	6,06%	36,68%	11,51%	15,25%	9,19%	14,13%	61,20%	541,33%	65.270.788	-	1,0%	30/10/97
diferencial do US\$	-1,39%	-0,61%	-1,88%	0,62%	0,25%	1,55%	-1,86%	311,70%	36.508.139		15%	Aberto
BBM FI Referenciado DI	1,08%	8,14%	10,49%	7,82%	8,16%	11,23%	11,97%	160,66%	197.726.463	-	0,3%	13/02/06
% CDI	98%	98%	97%	97%	97%	97%	97%	95%	358.392.493		-	Aberto

INDICADORES	Ago/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses
CDI	1,11%	8,35%	10,81%	8,05%	8,41%	11,60%	12,30%
IMA-B	-3,11%	4,20%	14,54%	-10,02%	26,68%	15,11%	2,38%
IBOVESPA	-8,33%	-6,76%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-18,11%	-23,74%
IBRX-100	-8,25%	-5,73%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-11,39%	-22,08%
SMLL	-9,13%	-18,49%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-16,61%	-33,38%
Dólar (PTAX)	7,45%	37,29%	13,39%	14,64%	8,94%	12,58%	63,06%
Euro (PTAX)	9,07%	26,51%	0,02%	19,70%	10,73%	9,25%	39,05%
MSCI Europe (BRL)	-0,11%	35,85%	6,24%	43,63%	31,44%	-0,05%	48,62%

¹ 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 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 Institucional FIC de FIM: A taxa de administração compreende a taxa de administração mínima do fundo equivalente a 0,80% a.a. somada a taxa de administração do fundo investido equivalente a 0,10% a.a. BBM Index IPCA FIC de FI RF LP: 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 0,10% 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 não comercializam nem distribuem cotas de fundos de investimento ou

qualquer outro ativo financeiro. Público-Alvo: Fundos para Investidores Qualificados: BBM FI Cambial, BBM Allocation FIC de FIM, e BBM Index FIC de FI RF LP e BBM EDR Europe Synergy IE FIC de FIM. Fundos para 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 Institucional FIC de FIM, BBM Smid Caps Valor FIC de FIA e BBM Marau FIC de FIM. 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. As informações contidas neste material referem-se à BBM Gestão de Renda Variável e à BBM Gestão de Renda Fixa, nomes fantasias adotados pela BBM I Gestão de Recursos Ltda. e BBM II Gestão de Recursos Ltda., respectivamente. 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 os fundos BBM FI Cambial, BBM Index IPCA FIC de FI RF LP e BBM Institucional FIC de FIM que estabelecem 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. O indicador "CDI" é mera referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance do fundo BBM Allocation FIC de FIM. LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Os fundos BBM Allocation FIC FIM, BBM EDR Europe Synergy IE FIC FIM, BBM Bahia FIC FIM, BBM Equity Hedge FIC FIM, BBM Institucional FIC FIM, BBM Marau FIC FIM aplicam em fundos de investimento que estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos BBM Bahia FIC FIM, BBM Marau FIC FIM, BBM Allocation FIC FIM, BBM EDR Europe Synergy IE FIC FIM, BBM Equity Hedge FIC FIM, BBM Smid Caps Valor FIC FIA, BBM Valuation II FIC FIA, BBM Institucional FIC FIM e BBM Index IPCA FIC FI RF LP aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, apresentando os riscos daí decorrentes. Os fundos 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 dos fundos em que possa investir) nos seguintes fundos: BBM Allocation FIC de FIM (4,5%), BBM Institucional FIC de FIM (1,00%), BBM Smid Caps Valor FIC de FIA (2,20%), BBM Valuation II FIC de FIA (2,20%), BBM Equity Hedge FIC de FIM (2,20%), BBM Index IPCA FIC de FI RF LP (0,75%), BBM FI Cambial (1,10%), BBM FI Referenciado DI (0,35%), BBM Bahia FIC de FIM (2,20%) e BBM Marau FIC de FIM (2,20%). Para mais informações sobre os Fundos, relacionadas ao objetivo, categoria, gestor, rentabilidade dos últimos anos e outras, acesse o site www.bbminvestimentos.com.br. As Láminas de informações essenciais dos Fundos encontram-se disponíveis no site do Administrador. Dados da administradora/distribuidora dos fundos: BBM FI Cambial (abertura do dia 01/09/2014), dos fundos BBM Allocation FIC de FIM, BBM FI Referenciado DI e BBM Index IPCA FIC de FI RF LP (abertura do dia 08/09/2014), dos fundos BBM Valuation II FIC de FIA, BBM Institucional FIC de FIM, BBM Smid Caps Valor FIC de FIA, BBM EDR Europe Synergy IE FIC de FIM e BBM EDR Europe Synergy IE FIM (abertura do dia 15/09/2014), do fundo BBM Marau FIC FIM, Bahia FIC FIM e BBM Equity Hedge FIC FIM (abertura do dia 29/09/2014); BEM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários 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.bradescofundmvtm.com.br, SAC: centralbemdvm@bradesco.com.br ou 0800 704 8363, Ouvidoria: 0800 727 9933. Os serviços de distribuição, agenciamento e colocação de cota também poderão ser realizados por outras instituições e/ou agentes devidamente habilitados para tanto.

Para mais informações sobre os fundos relacionadas ao objetivo, categoria, gestores, rentabilidade dos últimos anos e outras, acesse o site www.bbminvestimentos.com.br.