

**Cenários e Perspectivas**

**A difícil meta fiscal de 2015**

Após apresentar o pior resultado primário do setor público consolidado desde o início da série histórica em 2001 (-0,6% do PIB), o governo brasileiro se comprometeu a reverter o quadro de deterioração e gerar um superávit primário de R\$ 66 bilhões (cerca de 1,1% do PIB) em 2015. Apesar de as primeiras ações do governo terem sido na direção correta para a recuperação das contas públicas, na nossa opinião as medidas tomadas até agora se mostram insuficientes para o cumprimento da meta, e até mesmo para um resultado próximo aos 1,1% do PIB prometidos.

Conforme argumentamos na Carta de set/14, a rigidez dos gastos do governo central, responsável por 85% da meta deste ano, e o fraco desempenho da atividade econômica tornam o ajuste muito difícil. Esta dificuldade já está sendo vista nos primeiros resultados mensais de 2015. O superávit primário do governo central no primeiro bimestre do ano piorou de R\$9,2 bilhões em 2014 para R\$3,4 bilhões em 2015, mesmo diante de um crescimento real nulo da despesa total.

Nossos cálculos apontam que o resultado recorrente (que exclui receitas e despesas atípicas) do setor público em 2014 foi equivalente a -1,2% do PIB, 0,6p.p. abaixo do resultado divulgado. Ou seja, o esforço fiscal para atingir a meta de 2015 não seria de 1,7p.p. do PIB, mas sim de 2,3p.p. Além de ser o maior esforço fiscal promovido pelo governo brasileiro em 20 anos, o ajuste ocorreria em um cenário de recessão econômica e baixa aprovação popular do governo.

Do lado das despesas, estimamos que cerca de 20% dos gastos atuais podem ser considerados discricionários. Dentro deste grupo encontram-se os investimentos federais e gastos com custeio do governo. Quando olhamos para ajustes anteriores, foram estas contas que sofreram reduções, já que as despesas com transferências, com pessoal e outras obrigatórias não podem ser cortadas sem medidas estruturais ou mudanças de lei. Nesses ajustes anteriores, mesmo dentro deste conjunto restrito de despesas discricionárias, só observamos um corte forte nas despesas com investimentos, que chegaram a cair 50% em termos nominais em 2003. Os gastos discricionários de custeio, que caíram cerca de 2% em termos nominais naquele ano, têm uma margem de manobra muito menor, já que também incluem gastos com saúde e educação. Deste modo, considerando um cenário em que os gastos discricionários sofram cortes parecidos com os de 2003, de modo que sejam reduzidos para níveis nominais próximos aos de 2013, e assumindo que as medidas editadas no final do ano passado, que alteraram as regras de benefícios previdenciários e sociais, sejam aprovadas sem modificações relevantes, a despesa total do governo em 2015 ainda crescerá cerca de 2% ante o ano anterior. Isto ocorreria porque a queda das despesas discricionárias seria mais que compensada pelo crescimento das obrigatórias, que em nossas estimativas devem crescer 8,8% em 2015.

Outra dificuldade encontrada pelo governo é o fraco desempenho das receitas, consequência da atividade anêmica e das desonerações promovidas nos últimos anos. Em 2014, a receita líquida do governo central cresceu apenas 2,3% em termos nominais. Neste ano, o cenário não deverá ser diferente. No primeiro bimestre, mesmo com a ajuda de uma arrecadação extraordinária, a receita líquida cresceu apenas 3,0% ante o mesmo período do ano anterior. Diante deste cenário, o governo reverteu algumas desonerações e espera arrecadar com essas medidas cerca de R\$30 bilhões em 2015. No entanto, o recuo do PIB em 2015 (estimamos uma queda de 0,8% em termos reais) e a forte redução das receitas extraordinárias neste ano devem compensar parte dessa reversão. Deste modo, se nenhuma nova medida para aumento da receita for anunciada, acreditamos que a receita líquida nominal do governo central neste ano deverá avançar apenas 5,5% em relação a 2014.

Sendo assim, mesmo considerando um forte corte nas despesas do governo nos próximos meses, acreditamos que as medidas anunciadas até o momento implicariam em um superávit primário equivalente a 0,5% do PIB. Uma melhoria significativa frente ao resultado do ano passado, ainda mais se considerarmos o cenário econômico atual, mas ainda longe da meta estabelecida pelo governo no final de 2014.

Gráfico 1

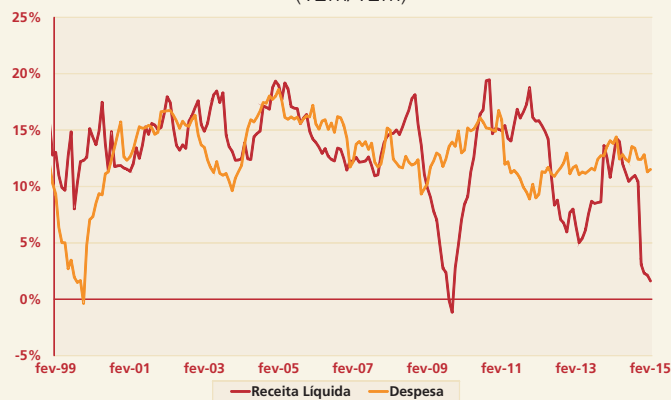
**Resultado Primário do Setor Público**  
(Acum. 12 meses - % PIB)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 03/2015

Gráfico 2

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

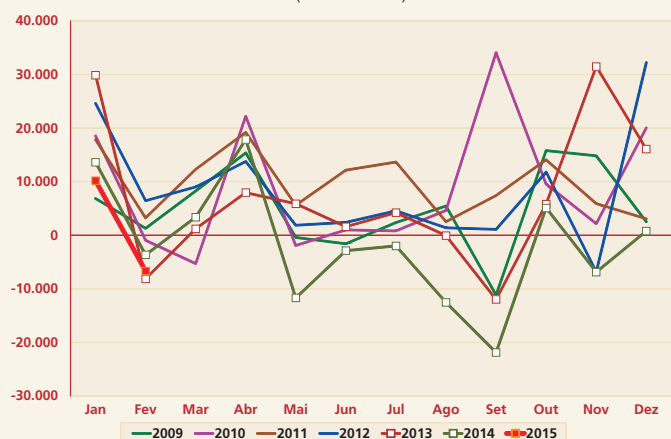


(\*) Os dados excluem o efeito do Fundo Soberano e da Capitalização da Petrobras

Fonte: STN, BBM Investimentos / Data: 03/2015

Gráfico 3

**Resultado Primário do Governo Central**  
(Valor Real)



Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 03/2015

### Mercados

#### Juros Brasil



#### Bolsa Brasil



#### Real vs. Dólar



#### Juros Americano



#### Bolsa Americana



#### Dólar vs. Euro



### Estratégias Brasil

#### Contribuições Positivas

- Posição tomada em inclinação da curva de cupom cambial.
- Posição comprada em inflação.
- Operações de *spread* intrassetorial no setor de Utilities.
- Posição comprada em empresas exportadoras e vendida no índice Ibovespa.
- Alocação *overweight* no setor de Papel e Celulose.
- Alocação *underweight* no setor de Mineração.
- Posições específicas no setor de Distribuição de Combustíveis.

#### Contribuições Negativas

- Posição aplicada em juros nominais.
- Alocação *underweight* no setor de Consumo Básico.

### Estratégias Internacionais

#### Contribuições Positivas

- Posição comprada em dólar contra dólar australiano, euro, lira turca, real e yen.

### Estratégias Quantitativas

#### Contribuições Positivas

- Posição direcional comprada em futuro de dólar.
- Posições *long/short* em ações motivadas pelos fluxos de investimento e performance relativas de médio prazo.

#### Contribuições Negativas

- Posições *long/short* em ações baseadas em estimativas de seus valores fundamentais.

**Rentabilidade dos Fundos**

MULTIMERCADOS	Mar/15	2015	2014	2013	2012	2011	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>	1,76%	3,53%	11,58%	14,14%	-0,07%	-	12,66%	31,75%	218.542.730	-	2,0%	28/12/12
% CDI	170%	126%	107%	176%	-	-	113%	137%	170.717.292	-	20%	Aberto
<b>BBM Bahia FIC de FIM</b>	1,54%	2,39%	9,99%	11,11%	10,81%	13,41%	10,84%	381,48%	87.700.738	-	2,0%	30/05/08
% CDI	149%	85%	92%	138%	128%	116%	97%	409%	131.493.184	-	20%	Aberto
<b>BBM Institucional FIC de FIM</b>	1,42%	2,71%	10,55%	8,97%	8,60%	11,96%	11,13%	137,10%	27.403.030	27.380.509	0,9%	02/10/06
% CDI	137%	97%	98%	111%	102%	103%	99%	103%	40.463.997	-	20%	Aberto
<b>BBM Allocation FIC de FIM</b>	1,82%	5,30%	7,30%	9,13%	15,93%	8,82%	11,76%	226,09%	31.080.057	-	0,8%	12/04/05
% CDI	176%	189%	68%	113%	189%	76%	105%	116%	36.674.374	-	-	Aberto
<b>BBM Próton FIC de FIM</b>	1,21%	1,55%	14,93%	8,91%	2,51%	13,66%	14,51%	48,74%	21.052.757	21.076.608	2,0%	20/12/10
% CDI	117%	55%	138%	111%	30%	118%	129%	99%	19.711.403	-	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Mar/15	2015	2014	2013	2012	2011	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>	2,56%	-2,33%	3,02%	4,23%	36,30%	0,17%	5,70%	240,28%	142.701.618	141.774.848	2,0%	30/05/08
diferencial do SMLL	1,67%	3,93%	19,98%	19,45%	7,64%	16,78%	22,98%	247,91%	154.693.344	-	20%	Aberto
<b>BBM Valuation II FIC de FIA</b>	1,87%	-0,29%	6,12%	2,08%	19,70%	-6,97%	8,37%	28,87%	242.717.565	245.567.906	2,0%	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	2,71%	-2,58%	9,03%	17,58%	12,31%	11,14%	6,62%	51,89%	192.706.674	-	20%	Aberto
LONG AND SHORT	Mar/15	2015	2014	2013	2012	2011	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>	1,41%	-0,23%	7,64%	10,16%	17,01%	12,02%	8,42%	281,94%	103.362.702	245.719.361	2,0%	02/05/05
% CDI	137%	-	71%	126%	202%	104%	75%	147%	115.766.617	-	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Mar/15	2015	2014	2013	2012	2011	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>	7,23%	19,82%	2,84%	8,51%	-	-	26,45%	33,71%	36.494.152	-	1,0% <sup>4</sup>	17/09/13
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-1,31%	-4,64%	-3,39%	-5,13%	-	-	-7,40%	-16,54%	7.889.673	-	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Mar/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio¹	PL Master Atual	Tx Adm² Tx Perf³	Início Status
<b>BBM Index IPCA FIC de FI RF LP</b>	-0,77%	2,83%	12,52%	-9,72%	25,59%	15,36%	12,52%	55,14%	19.015.828	19.017.734	0,7%	04/11/10
diferencial do IMA-B	-0,49%	-0,56%	-2,02%	0,30%	-1,08%	0,25%	-2,99%	-4,77%	21.977.193	-	20%	Aberto
<b>BBM FI Cambial</b>	12,03%	20,89%	11,51%	15,25%	9,19%	14,13%	40,82%	467,21%	38.133.283	-	1,0%	30/10/97
diferencial do US\$	0,57%	0,11%	-1,88%	0,62%	0,25%	1,55%	-1,00%	277,23%	25.149.279	-	15%	Aberto
<b>BBM FI Referenciado DI</b>	1,02%	2,75%	10,49%	7,82%	8,16%	11,23%	10,89%	147,67%	455.640.411	-	0,3%	13/02/06
% CDI	98%	98%	97%	97%	97%	97%	97%	96%	429.010.698	-	-	Aberto
INDICADORES	Mar/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses					
CDI	1,03%	2,81%	10,81%	8,05%	8,41%	11,60%	11,20%					
IMA-B	-0,28%	3,38%	14,54%	-10,02%	26,68%	15,11%	15,52%					
IBOVESPA	-0,84%	2,29%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-18,11%	1,75%					
IBX-100	-0,51%	2,38%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-11,39%	1,81%					
SMLL	0,89%	-6,26%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-16,61%	-17,29%					
Dólar (PTAX)	11,46%	20,77%	13,39%	14,64%	8,94%	12,58%	41,82%					
Euro (PTAX)	6,78%	6,78%	0,02%	19,70%	10,73%	9,25%	10,35%					
MSCI Europe (BRL)	8,53%	24,46%	6,24%	43,63%	31,44%	-0,05%	33,85%					

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](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 Próton 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, 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 Próton FIC de FIM, 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 PASSADANA 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 fantasia 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 de FIM, BBM EDR Europe Synergy IE FIC de FIM, BBM Bahia FIC de FIM, BBM Equity Hedge FIC de FIM, BBM Institucional FIC de FIM, BBM Marau FIC de FIM, BBM Allocation FIC de FIM, BBM Próton FIC de FIM, BBM EDR Europe Synergy IE FIC de FIM, BBM Equity Hedge FIC de FIM, BBM Smid Caps Valor FIC de FIA, BBM Valuation II FIC de FIA, BBM Institucional FIC de FIM e BBM Index IPCA FIC de 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 Próton FIC de FIM (2,20%), BBM Bahia 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](http://www.bbminvestimentos.com.br). As Lâminas de informações essenciais dos Fundos encontram-se disponíveis no site do Administrador. Dados da administradora/distribuidora do fundo BBM FI Cambial (conforme deliberado em AGC realizada em 31/07/2014, a partir da 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 (conforme deliberado em AGC realizada em 31/07/2014, a partir da abertura do dia 08/09/2014), dos fundos BBM Valuation II FIC de FIA, BBM Próton FIC de FIM, 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 (conforme deliberado em AGC realizada em 11/08/2014, a partir da abertura do dia 15/09/2014), do fundo BBM EDR Europe Synergy IE FIM (conforme deliberado em AGC realizada em 03/09/2014, a partir da abertura do dia 15/09/2014), do fundo BBM Marau FIC de FIM (conforme deliberado em AGC realizada em 25/08/2014, a partir da abertura do dia 29/09/2014), BBM Bahia FIC de FIM (conforme deliberado em AGC realizada em 25/08/2014, a partir da abertura do dia 29/09/2014) e BBM Equity Hedge FIC de FIM (conforme deliberado em AGC realizada em 25/08/2014, a partir da 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.bradescobemdivm.com.br](http://www.bradescobemdivm.com.br), SAC: [centralbemdivm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdivm@bradesco.com.br) ou 0800 704 8383, Ouvidoria: 0800 727 9933. Os serviços de distribuição, acionamento 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](http://www.bbminvestimentos.com.br).