

Cenários e Perspectivas

Continuidade da deterioração fiscal

Desde 2011, o resultado fiscal do setor público brasileiro tem piorado a cada ano. Neste período, o primário passou de um superávit de 2,9% do PIB para um déficit de 0,6% em 2014. Em 2015, mesmo com o esforço do governo para conter o crescimento das despesas e aumentar a receita, o resultado continuará a deteriorar. A meta de resultado primário que era de 1,2% no início do ano foi revisada para -0,85% no final de out/15. Além disso, este déficit poderá ser ainda pior (-2% do PIB), já que esta meta está condicionada à arrecadação de outorgas de concessões e não pagamento de pedaladas fiscais de anos anteriores. Em 2016, a deterioração persistirá. A recessão econômica e a rigidez do crescimento das despesas continuarão prejudicando os resultados fiscais, contribuindo para uma trajetória crescente da dívida.

A queda real da arrecadação foi o principal fator para a deterioração das contas públicas em 2015. Apesar da reversão de parte das desonerações concedidas em anos anteriores, a receita líquida real deve cair cerca de 9% neste ano. De acordo com nossos modelos, a queda estimada de 3,8% do PIB em 2015 implica em um crescimento da arrecadação federal quase 9 p.p menor do que no caso em que o PIB crescesse em linha com o potencial. Além disso, o baixo volume das receitas não-recorrentes, principalmente REFIS e dividendos de estatais, também contribuiu para este quadro. Considerando que o pagamento das outorgas das concessões de usinas hidrelétricas realizado em nov/15 será feito integralmente em 2016, a arrecadação de receitas não-recorrentes será cerca de R\$ 25 bilhões menor do que em 2014.

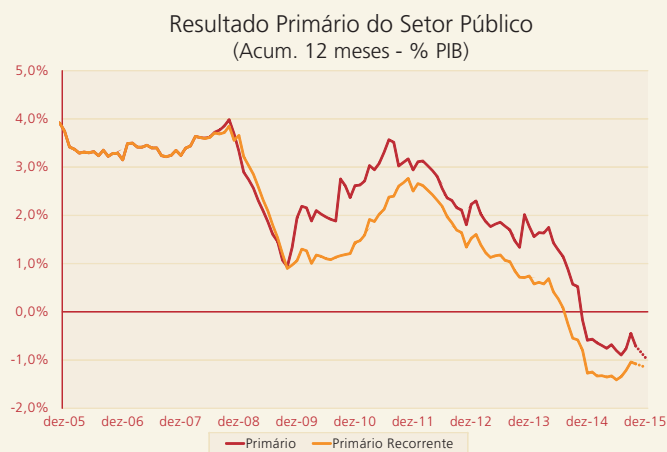
Em 2016, a situação não será diferente. A economia deverá encolher cerca de 3,0%, contribuindo para mais um ano com queda real das receitas recorrentes do governo. Além disso, esperamos que a composição do PIB contribua para uma dinâmica ainda menos favorável para a arrecadação, uma vez que o setor externo deve mostrar um desempenho melhor vis-à-vis os componentes relacionados à demanda interna. Como a tributação brasileira é concentrada neste último, a base de arrecadação se expandirá menos. Outro fator negativo é o cenário político atual, que dificulta a aprovação de medidas importantes para o ajuste no curto-prazo como a CPMF. Deste modo, mesmo com cerca de R\$ 40 bilhões em receitas não recorrentes (R\$35 bilhões a mais que em 2015), esperamos um crescimento nominal de apenas 8,5% da receita líquida do governo central em 2016.

Pelo lado das despesas, o governo federal realizou um forte ajuste nas despesas discricionárias (principalmente nos investimentos), que devem cair mais de 10% em termos nominais em 2015. Mesmo com este corte, estimamos que a despesa nominal total do governo central crescerá cerca de 7% em 2015. Ou seja, o forte ajuste nas despesas discricionárias foi mais que compensado pelo crescimento das despesas obrigatórias. Além disso, cortar despesas discricionárias por mais de um ano seguido é muito difícil, ainda mais com as restrições constitucionais para gasto mínimo com saúde e educação.

Em 2016, as despesas obrigatórias novamente devem apresentar um forte crescimento. Quase 60% das despesas do governo são indexadas à inflação por lei. Deste modo, mais da metade das despesas terão reajuste superior a 10% em 2016. Além disso, esses gastos continuarão apresentando crescimento no número de beneficiários, já que as regras continuam inalteradas. Um exemplo importante é a previdência, que representa 40% da despesa total do governo central e cujo número de beneficiários deve crescer, em média, 3,5% ao ano nos próximos cinco anos. Deste modo, esperamos que as despesas obrigatórias cresçam 12% em termos nominais em 2016. A despesa total deve crescer quase 11%, já que em 2016 o espaço para corte de discricionárias será pequeno.

Diante deste cenário, nossas estimativas apontam para um déficit primário de 1,3% em 2016. Já o primário recorrente deve ficar próximo a -2,0%, muito distante do necessário para estabilizar a dívida bruta (entre 2% e 3%). Além disso, a trajetória crescente das despesas obrigatórias gera uma tendência de piora recorrente do resultado primário. Consequentemente, um ajuste fiscal que aumente a carga tributária, retomando um patamar maior de primário, não será suficiente para colocar as contas públicas em uma trajetória sustentável, já que são necessárias reformas que contenham o crescimento dessas despesas.

Gráfico 1



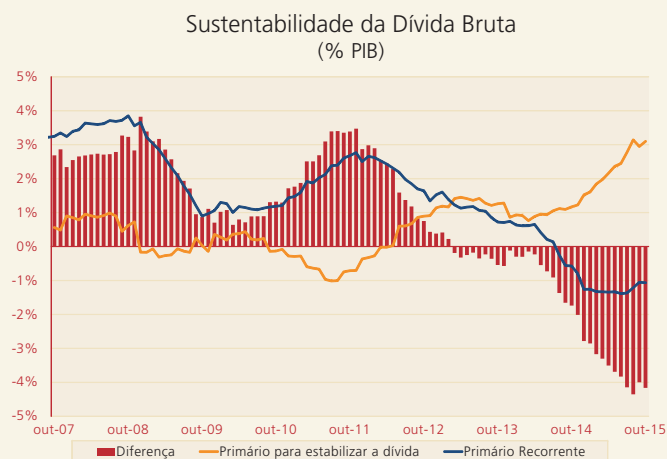
Fonte: BCB, BBM Investimentos / Data: 11/2015

Gráfico 2



Fonte: BBM Investimentos / Data: 11/2015

Gráfico 3



Fonte: BBM Investimentos / Data: 11/2015

Fundos Multimercados

Comentários Iniciais

No cenário externo, a divergência entre a política monetária dos dois principais Bancos Centrais se intensifica. Nos Estados Unidos, a melhora dos dados de mercado de trabalho e os recentes discursos da Janet Yellen, presidente do Banco Central americano (FED), apontam para o início do ciclo de aperto monetário em dezembro. Por outro lado, o Banco Central europeu (ECB), embora tenha desapontado o mercado, afrouxou ainda mais sua política monetária na última reunião.

Em relação aos países emergentes, o cenário segue desafiador. A perspectiva de aumento dos custos de financiamento em dólar e o rebalanceamento do crescimento chinês têm exercido pressão nessas economias. Devido à alta alavancagem e à dependência da demanda chinesa, acreditamos que esses países devem continuar sob pressão no futuro próximo. Soma-se a isso o fato das cotações de importantes *commodities*, como petróleo e minério de ferro, se encontrarem no menor nível do atual ciclo.

Além disso, o resultado das eleições na Argentina trouxe uma importante mudança para o país. O candidato da oposição, da coligação centro-direita, derrotou o partido peronista, que estava no poder há 12 anos. Contudo, apesar da aparente euforia, cabe ressaltar que o novo presidente enfrentará muitos desafios na economia e na política, uma vez que o país se encontra com inflação alta, baixo crescimento econômico e baixas reservas internacionais, além de não ter apoio da maioria no Congresso.

No Brasil, os desdobramentos da Operação Lava Jato e a abertura do processo de *impeachment* aumentaram as incertezas sobre os destinos da economia e da política. Desta forma, a piora das perspectivas do ajuste fiscal agrava a situação da economia, que vive uma recessão sem precedentes. A ausência de uma solução para este problema tem gerado uma enorme volatilidade ao mercado, atingindo o setor real e realimentando o processo de deterioração. Quebrar este ciclo vicioso deveria ser a maior prioridade do governo.

Por fim, a deterioração do quadro inflacionário levou o Banco Central a mostrar-se mais duro em sua última reunião. A mudança no comunicado e o fato da decisão não ter sido unânime, com dois dos oito membros votando a favor da elevação da taxa Selic em 0,50%, aumentaram a probabilidade de um novo ciclo de aperto no ano que vem, o que terminaria por intensificar a recessão econômica em 2016.

Estratégias e Atribuição de Resultados

Renda Fixa e Moedas

Os fundos tiveram ganhos bem distribuídos entre suas estratégias. Em moedas, nossas maiores contribuições foram posições compradas em dólar contra real e euro e tomadas em cupom cambial de 5 anos. No mercado de juros, as principais contribuições vieram de posições compradas em inflação americana. Por fim, em crédito internacional, as posições compradas em CDS de uma cesta de países emergentes e vendidas em CDX de empresas americanas também geraram resultado positivo no mês.

Renda Variável

A contribuição de renda variável foi positiva no mês de novembro. A contínua desaceleração do crescimento da China aliado a um modelo de desenvolvimento menos baseado em investimentos em infraestrutura levaram o preço do minério de ferro ao menor patamar da década, resultando em um ganho expressivo na posição vendida no setor de Mineração. Outras contribuições positivas vieram das posições compradas nos setores de Papel e Celulose e Industrial e vendidas no setor de Telecomunicações.

Seguimos pessimistas e não vemos a abertura do processo de *impeachment* por si só como um evento positivo para a bolsa brasileira. O que nos faria mudar de opinião seria a perspectiva de adoção de políticas que sinalizassem com maior rigor fiscal e convergência da inflação para a meta estabelecida.

Nossas maiores posições compradas seguem em Papel e Celulose, Setor Industrial, Distribuição de Combustíveis e Seguradoras. E nossa principais posições vendidas concentram-se em Petróleo, Mineração, Telecomunicações, Bebidas e setor Financeiro.

Fundos de Renda Variável

Comentários Iniciais

Apesar de novembro ter sido um mês negativo para a bolsa brasileira, o BBM Valuation II teve alta de 1,2% e o BBM Smid Caps Valor alta de 1,6%. O índice Ibovespa, por sua vez, fechou em queda de 1,6% em reais e 2,4% em dólares.

No lado das *commodities*, o petróleo teve um mês bastante fraco, com queda de cerca de 10% tanto em Londres quanto em Nova York.

O minério de ferro caiu 14% no mercado chinês - uma queda muito expressiva dado seu patamar de preços atual.

A celulose apresentou leve queda no mercado chinês e maior resiliência no mercado europeu. Temos a impressão de que as produtoras de celulose têm enfrentado maior dificuldade na negociação com os clientes chineses em relação aos clientes europeus.

Já o açúcar continuou sendo destaque positivo ao longo do mês, voltando para preços do início do ano em dólares.

No mercado interno, o acidente com a mineradora Samarco em Minas Gerais causou uma repercussão relevante nos papéis da Vale e trouxe questionamento para todas as empresas que dependem de licenciamento ambiental no país. Temos a visão de que os licenciamentos serão cada vez mais demorados e mais caros, impactando diretamente o retorno dos projetos que possuem algum risco ambiental no Brasil.

No final do mês, ocorreram alguns desdobramentos da Operação Lava Jato e isso trouxe mais volatilidade para o mercado local.

Exposição das Carteiras

Continuamos mantendo uma diversificação das carteiras em torno 30 papéis e liquidez acima da média histórica dos fundos.

O caixa dos fundos variou de 4% a 11% ao longo do mês e o beta médio em relação ao índice Ibovespa foi de 0,72.

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

As principais alterações foram reduções nos setores de Bancos e Mineração.

Contribuições Positivas

As principais contribuições positivas vieram das posições em Papel e Celulose e do setor Industrial.

Dentro do setor Industrial, a Embraer apresentou novamente uma boa performance. A empresa continua se beneficiando de um cenário de dificuldades da Bombardier, sua principal concorrente no mercado de jatos regionais, e vem se consolidando fortemente na liderança do mercado global de aviação regional.

Em Papel e Celulose, houve uma parada de produção relevante da nipo-brasileira Cenibra, por efeitos da tragédia da Samarco, o que ajudou a sustentar os preços internacionais da *commodity* pela redução da oferta.

Contribuições Negativas

As principais contribuições negativas vieram de posições no setor Financeiro, incluindo posições *underweight* em bancos.

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Rentabilidade dos Fundos

MULTIMERCADOS	Nov/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 ²	Início Status
BBM Marau FIC de FIM	1,97%	17,53%	11,58%	14,14%	-0,07%	-	19,01%	49,56%	317.454.062	-	2,0%	28/12/12
% CDI	186%	147%	107%	176%	-	-	145%	146%	246.782.856	-	20%	Aberto
BBM Bahia FIC de FIM	1,66%	14,54%	9,99%	11,11%	10,81%	13,41%	15,85%	438,62%	56.446.143	-	2,0%	30/05/08
% CDI	157%	122%	92%	138%	128%	116%	121%	397%	78.264.541	-	20%	Aberto
BBM Institucional FIC de FIM	1,20%	10,62%	10,55%	8,97%	8,60%	11,96%	11,81%	155,35%	3.738.567	3.801.759	0,9%	02/10/06
% CDI	113%	89%	98%	111%	102%	103%	90%	101%	19.860.513	3.801.759	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Nov/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 ²	Início Status
BBM Smid Caps Valor FIC de FIA	1,63%	-8,32%	3,02%	4,23%	36,30%	0,17%	-13,67%	219,42%	99.323.596	99.179.271	2,0%	30/05/08
diferencial do SMLL	3,61%	9,72%	19,98%	19,45%	7,64%	16,78%	9,39%	238,65%	128.434.128	99.179.271	20%	Aberto
BBM Valuation II FIC de FIA	1,23%	-6,99%	6,12%	2,08%	19,70%	-6,97%	-13,58%	20,21%	142.273.986	142.579.713	2,0%	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	2,86%	2,78%	9,03%	17,58%	12,31%	11,14%	4,53%	52,30%	190.747.652	142.579.713	20%	Aberto
LONG AND SHORT	Nov/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 ²	Início Status
BBM Equity Hedge FIC de FIM	2,00%	9,58%	7,64%	10,16%	17,01%	12,02%	10,85%	319,49%	95.127.829	94.982.173	2,0%	02/05/05
% CDI	190%	80%	71%	126%	202%	104%	83%	146%	124.789.613	94.982.173	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Nov/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 ²	Início Status
BBM EdR Europe Synergy IE FIC de FIM	-2,01%	40,61%	2,84%	8,51%	-	-	44,87%	56,91%	39.680.248	-	1,0%	17/09/13
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-0,05%	-3,62%	-3,39%	-5,13%	-	-	-1,64%	-17,20%	29.847.973	-	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Nov/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 ²	Início Status
BBM FI Cambial	0,90%	46,74%	11,51%	15,25%	9,19%	14,13%	55,65%	588,50%	62.981.589	-	1,0%	30/10/97
diferencial do US\$	1,12%	1,77%	-1,88%	0,62%	0,25%	1,55%	2,25%	340,44%	46.123.508	-	15%	Aberto
BBM FI Referenciado DI	1,02%	11,65%	10,49%	7,82%	8,16%	11,23%	12,78%	169,12%	205.462.632	-	0,3%	13/02/06
% CDI	97%	98%	97%	97%	97%	97%	98%	95%	300.155.524	-	-	Aberto
INDICADORES	Nov/15	2015	2014	2013	2012	2011	Ult. 12 meses					
CDI	1,06%	11,93%	10,81%	8,05%	8,41%	11,60%	13,09%					
IBOVESPA	-1,63%	-9,77%	-2,91%	-15,50%	7,40%	-18,11%	-18,11%					
IbRX-100	-1,86%	-8,96%	-2,78%	-3,13%	11,55%	-11,39%	-16,96%					
SMLL	-1,98%	-18,03%	-16,96%	-15,22%	28,67%	-16,61%	-23,06%					
Dólar (PTAX)	-0,22%	44,97%	13,39%	14,64%	8,94%	12,58%	53,39%					
Euro (PTAX)	-4,51%	26,23%	0,02%	19,70%	10,73%	9,25%	29,79%					
MSCI Europe (BRL)	-1,96%	44,22%	6,24%	43,63%	31,44%	-0,05%	46,50%					

¹ Clientes institucionais: o fundo observa, no que lhe é aplicável, as Resoluções do CMN n.º 3.792/09 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 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, 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 | Gestão de Recursos Ltda. e BBM II Gestão de Recursos Ltda., respectivamente. Os regulamentos dos fundos mencionados neste material estabelecem data de conversão de cotas e pagamento do resgate diversa da data de solicitação do resgate, salvo os fundos BBM FI Cambial 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. LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Os fundos 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. O fundo BBM FI Cambial está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos BBM Bahia FIC FIM, BBM Marau 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 e BBM Institucional FIC FIM e 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 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 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 Lâminas 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), BBM FI Referenciado DI (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.bradescobemtdm.com.br, SAC: centralbemtdm@bradesco.com.br ou 0800 704 8383, 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.