



**FUNDO ESPECIAL DE  
PREVIDÊNCIA DO MUNICÍPIO DO  
RIO DE JANEIRO - FUNPREVI**

**POLÍTICA ANUAL DE  
INVESTIMENTOS**

**ANO 2012**



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>3</b>
<b>CAPÍTULO 1: OBJETIVOS E VIGÊNCIA DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS .....</b>	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO 2: COMPETÊNCIAS DOS ÓRGÃOS ENVOLVIDOS NA GESTÃO DOS INVESTIMENTOS.....</b>	<b>5</b>
2.1 – Conselho de Administração .....	5
2.2 – Comitê de Investimento .....	6
2.3 – Diretoria de Investimentos .....	7
<b>CAPÍTULO 3: META ATUARIAL.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO 4: ALOCAÇÃO DE RECURSOS.....</b>	<b>9</b>
4.1 – Histórico da Carteira .....	9
4.2 – Composição e Limites de Alocações .....	10
4.3 – Diversificação .....	14
<b>CAPÍTULO 5: CONTROLE DE RISCOS.....</b>	<b>15</b>
5.1 – Risco de Mercado.....	15
5.2 – Risco de Liquidez .....	16
5.3 – Risco de Crédito .....	17
<b>CAPÍTULO 6: ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO .....</b>	<b>18</b>
<b>CAPÍTULO 7: CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE GESTORES .....</b>	<b>23</b>
<b>CAPÍTULO 8: AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DOS GESTORES...24</b>	
<b>CAPÍTULO 9 : DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA EM 2011 E CENÁRIO ECONÔMICO PARA 2012.....</b>	<b>26</b>
9.1 – Visão Geral da Economia .....	26
9.2 - Perspectivas.....	39



## INTRODUÇÃO

O Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro – PREVI-RIO, por meio de sua Diretoria de Investimentos, apresenta a Política Anual de Investimentos do Fundo Especial de Previdência do Município do Rio de Janeiro - FUNPREVI para o ano de 2012. Tal Política atende à legislação pertinente aos investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social – RPPS, em especial à Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN – nº 3.922 de 25/11/2010, que, na Subseção II – Da Política de Investimentos, cria alguns itens a serem seguidos pelos RPPS. As Portarias do Ministério da Previdência Social MPS nº 204, de 10/07/2008, e nº 402, de 10/12/2008 prevêm o encaminhamento à Secretaria de Previdência Social – SPS – do Demonstrativo da Política de Investimentos e a Portaria MPS nº 345, de 28/12/2009, obriga os dirigentes responsáveis pela gestão dos recursos dos RPPS a disponibilizar aos seus segurados e pensionistas as informações contidas na Política Anual de Investimentos.

A Política de Investimentos aqui apresentada irá fundamentar e nortear todo o processo de tomada de decisão relativa aos investimentos do FUNPREVI e será utilizada como instrumento necessário para garantir a consistência da gestão dos recursos no decorrer do tempo, visando à manutenção do equilíbrio econômico-financeiro entre seus ativos e passivos.

De acordo com a Resolução do CMN nº 3.922/10, a Política Anual de Investimentos deverá contemplar, no mínimo: o modelo de gestão a ser adotado e, se for o caso, os critérios para a contratação de pessoas jurídicas autorizadas nos termos da legislação em vigor para o exercício profissional de administração de carteiras; a estratégia de alocação dos recursos entre os diversos segmentos de aplicação e as respectivas carteiras de investimentos; os parâmetros de rentabilidade perseguidos, que deverão buscar compatibilidade de acordo com o perfil de suas obrigações, tendo em vista a necessidade de busca e manutenção do equilíbrio financeiro e atuarial e os limites de diversificação e concentração



previstos na Resolução e por fim os limites utilizados para investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica.

Tendo em vista que a Política Anual de Investimentos dos recursos dos RPPS e suas revisões deverão ser aprovadas pelo órgão superior competente, antes de sua implementação, a versão final da Política Anual de Investimentos do FUNPREVI para o ano de 2012 foi devidamente aprovada na 76ª Sessão Ordinária do Conselho de Administração do Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro, em 13 de dezembro de 2011. A Política de Investimentos proposta observa ainda as Diretrizes Gerais de Gestão, Investimento e Alocação de Recursos do FUNPREVI.

## **CAPÍTULO 1: OBJETIVOS E VIGÊNCIA DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS**

A Política de Investimentos do Fundo Especial de Previdência do Município do Rio de Janeiro tem por objetivo estabelecer um plano de gestão, buscando constituir reservas para o pagamento dos benefícios previdenciários dos servidores públicos do Município do Rio de Janeiro, levando em consideração fatores como risco, segurança, solvência, liquidez e transparência.

Para atingir seus objetivos, a Política de Investimentos do Fundo foi elaborada de modo a permitir que os gestores adotem uma estratégia de alocação de recursos entre os diversos segmentos de aplicação e respectivas carteiras de investimentos de acordo com o perfil de suas obrigações, tendo em vista a necessidade de busca e manutenção do equilíbrio financeiro e atuarial.

No intuito de perseguir a meta atuarial para a carteira do Regime Próprio, a estratégia de investimento prevê sua diversificação visando à preservação do capital, aos níveis de risco adequados ao perfil do Regime Próprio, aos limites legais e operacionais e à liquidez adequada dos ativos, tendo em vista o fluxo atuarial.



A presente Política de Investimentos terá validade até 31 de dezembro de 2012 quando deverá ser proposta uma nova Política de Investimentos para o próximo ano, e assim sucessivamente. Justificadamente, a Política Anual de Investimentos poderá ser revista no curso de sua execução, com vistas à adequação às normas emanadas dos órgãos reguladores competentes, bem como às necessidades ocorridas pelas alterações de mercado.

## **CAPÍTULO 2: COMPETÊNCIAS DOS ÓRGÃOS ENVOLVIDOS NA GESTÃO DOS INVESTIMENTOS**

### **2.1 – Conselho de Administração**

O Conselho de Administração do PREVI-RIO - CAD, criado pela Lei nº 3.344/01, tem por finalidade gerir o Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro nas instâncias consultivas e deliberativas. As competências do Conselho são:

- Elaborar e alterar as normas pertinentes ao seu funcionamento;
- Aprovar proposta de instituição ou alteração nos programas de benefícios previdenciários e assistenciais;
- Aprovar o Plano de Aplicação de Recursos do FUNPREVI e do PREVI-RIO, de forma a definir sua política de investimentos;
- Fixar, anualmente, as diretrizes gerais de gestão, investimento e alocação de recursos do PREVI-RIO e do FUNPREVI;
- Exercer a supervisão das operações do FUNPREVI e do PREVI-RIO;
- Aprovar propostas orçamentárias;
- Orientar, acompanhar e aprovar a execução dos orçamentos e dos planos, programas e projetos por ele aprovados;
- Determinar a realização de auditoria atuarial externa;



- Propor a venda de bens imóveis e autorizar aquelas que dispensem autorização legislativa, na forma do art. 29 da Lei 3344/01;
- Propor ao Prefeito alterações na estrutura organizacional do PREVI-RIO;
- Aprovar proposta de alterações de vencimentos, salários e proventos do pessoal ativo e inativo do PREVI-RIO;
- Autorizar o repasse de recursos do PREVI-RIO para o FUNPREVI;
- Aprovar propostas de instituição ou de alteração nos programas de benefícios, assistência financeira e serviços a segurados;
- Manifestar-se sobre as questões que lhe forem submetidas, nos termos regimentais.

## **2.2 – Comitê de Investimento**

O Comitê de Investimento – COMIN é um órgão autônomo de caráter deliberativo e tem por finalidade analisar e aprovar políticas e estratégias de alocação de portfólio do FUNPREVI e PREVI-RIO, observando as diretrizes e alçadas emanadas pelo Conselho de Administração do PREVI-RIO. Compete ao Comitê de Investimentos:

- Analisar conjuntura, cenários e perspectivas de mercado;
- Traçar estratégias de composição de ativos e definir alocação com base nos cenários;
- Avaliar as opções de investimento e estratégias que envolvam compra, venda e/ou renovação dos ativos das carteiras do PREVI-RIO e do FUNPREVI;
- Avaliar riscos potenciais;
- Propor alterações em seu Regimento Interno.



### 2.3 – Diretoria de Investimentos

Segundo o Decreto nº 32.574 de 27 de julho de 2010, a Diretoria de Investimentos possui como competências:

- Assessorar o Titular da Pasta na direção, coordenação e gestão estratégica do Órgão;
- Participar da formulação das políticas e diretrizes do Instituto, em articulação com os demais órgãos;
- Planejar, organizar, dirigir e controlar as operações de investimento, financiamento e fluxo de caixa, em consonância com as posições projetadas do passivo;
- Implementar as políticas de aplicações dos recursos garantidores das reservas técnicas do Instituto;
- Supervisionar os investimentos e aplicações financeiras, já aprovadas pelo Comitê de Investimento - COMIN;
- Aprovar:
  - o planejamento de atividades relativas ao patrimônio do Instituto;
  - os estudos de viabilidade econômica acerca de projetos de construção, alienação e venda dos imóveis do Instituto ou que venham a ser adquiridos;
  - os relatórios gerenciais de cunho econômico e financeiro;
  - as informações, geradas na Diretoria, as quais serão enviadas ao Conselhos de Administração e ao Comitê de Investimentos - COMIN e à Auditoria Interna;
- Avaliar:
  - as propostas de investimentos dos recursos garantidores das reservas técnicas do PREVI-RIO;
  - os relatórios de mapeamento e identificação de riscos;
  - as medidas propostas e os planos de ação a serem adotados para prevenção ou minimização de riscos;



- Monitorar a implantação das orientações encaminhadas pelo Conselho de Administração, Comitê de Investimentos e pela Auditoria Interna;
- Elaborar as propostas preliminares da política de investimentos, do plano de aplicação e diretrizes a serem encaminhadas ao Comitê de Investimentos - COMIN;
- Propor modificações acerca de contratos imobiliários, de modo a garantir o valor patrimonial dos recursos imobilizados do PREVI-RIO;
- Coordenar as análises de risco dos ativos;
- Controlar a posição patrimonial das reservas técnicas do Instituto, objetivando fornecer subsídios para apuração de balanço técnico.

### **CAPÍTULO 3: META ATUARIAL**

De acordo com as Diretrizes Gerais de Gestão, Investimento e Alocação de Recursos do FUNPREVI, as aplicações de recursos deverão perseguir a rentabilidade real mínima de 6% ao ano com base na variação do Índice de Preço ao Consumidor Amplo Especial (IPCA-E/IBGE).

A utilização do IPCA-E deve-se à Lei Municipal nº 3.252, de 19/07/2001, que dispõe sobre a Revisão Anual da Remuneração dos Servidores Municipais. Segundo tal legislação, o reajuste deve ser efetuado seguindo-se, no mínimo, a variação pelo IPCA-E.

## CAPÍTULO 4: ALOCAÇÃO DE RECURSOS

### 4.1 – Histórico da Carteira

A composição da carteira de títulos públicos do FUNPREVI foi feita de forma pontual no passado e com o intuito de se levar para o vencimento. Durante este período, que se estendeu de 2006 a 2010, não foi feita uma gestão ativa na carteira de títulos públicos do FUNPREVI. Tal gestão, conjugada com a trajetória de redução na taxa real de juros observada no período (vide gráfico a seguir), implicou queda da rentabilidade nominal desta carteira, cuja composição era, em sua maior parte, de LFT's, títulos pós-fixados que rendem a Taxa Selic.



Fonte: IPEADATA

O ano de 2011 começou com as expectativas de inflação, medidas pelo IPCA, sendo revistas para cima a cada semana segundo o Boletim Focus do Banco Central. O impacto nas rentabilidades dos fundos de investimento de RPPS, dado o perfil médio dos seus cotistas, foi bastante significativo, de maneira que nenhum dos fundos de RPPS, monitorados pela Diretoria de Investimentos,



conseguiu apresentar resultado próximo à meta atuarial até o fechamento do mês de abril/2011.

Diante do quadro de baixo desempenho dos fundos e incertezas em relação ao comportamento dos preços e da taxa de juros, a melhor opção encontrada para maximizar a rentabilidade do FUNPREVI foi a permuta parcial, via mercado secundário, das LFT'S por NTN-B's, estas últimas de prazo curto. O período destas operações estendeu-se de final de abril até final de junho/2011. Esta estratégia possibilitou uma melhora consistente do rendimento da carteira, alcançando, em 23 de novembro de 2011, o percentual de 102,53% da meta, considerando a marcação a mercado, conforme metodologia exigida pelo Conselho Monetário Nacional (Resolução CMN Nº 3922, de 25/10/2010, e regulamentação expressa pela Portaria Nº 402, de 10/12/2008, do Ministério da Previdência Social).

Como se verá à frente, permanece o grande desafio desta Diretoria de Investimentos de tentar equalizar a relação risco/retorno à luz da Resolução CMN Nº 3.922/10, da estimativa de fluxo de caixa do FUNPREVI e da sua meta atuarial.

#### **4.2 – Composição e Limites de Alocações**

As aplicações de recursos do FUNPREVI deverão ser realizadas com base nos parâmetros norteadores estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional. Sendo assim, a composição e os limites máximos e mínimos definidos para a alocação dos recursos entre os segmentos e carteiras adotados pelo FUNPREVI para o ano de 2012 serão os a seguir indicados:



### Segmento Renda Fixa

- Títulos de emissão do Tesouro Nacional;
- Quotas de fundos de investimento cujas carteiras estejam representadas exclusivamente por títulos do Tesouro Nacional, desde que assim conste nos regulamentos dos fundos e cuja política de investimento assuma o compromisso de buscar o retorno de um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA) ou do Índice de Duração Constante Anbima (IDkA), com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia;
- Operações compromissadas, lastreadas exclusivamente por títulos do Tesouro Nacional;
- Quotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, constituído sob a forma de condomínio aberto e cuja política de investimento assuma o compromisso de buscar o retorno de um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA) ou do Índice de Duração Constante Anbima (IDkA), com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia;
- Quotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou referenciado em indicadores de desempenho de renda fixa, constituído sob a forma de condomínio aberto;
- Depósitos de poupança;
- Quotas de fundos de investimento classificados como de renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa que contenham em sua denominação a expressão "crédito privado",
- Quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado.



### Segmento Renda Variável

- Quotas de fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio aberto e classificados como referenciados que identifiquem em sua denominação e em sua política de investimento indicador de desempenho vinculado ao índice Ibovespa, IBrX ou IBrX-50;
- Quotas de fundos de índices referenciados em ações, negociadas em bolsa de valores admitindo-se exclusivamente os índices Ibovespa, IBrX e IBrX-50;
- Quotas de fundos de investimentos em ações;
- Quotas de fundos de investimento classificados como Multimercado;
- Quotas de fundo de investimento em participações;
- Quotas de fundos de investimento imobiliário.

### Segmento Imóveis

- Modalidade de aplicação efetuada exclusivamente com imóveis vinculados por lei ao Regime Próprio de Previdência Social.

Os percentuais máximo e mínimo de cada modalidade de aplicação em relação aos recursos do FUNPREVI deverão observar as limitações do quadro a seguir indicado, tendo como base, além da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.922/10, o Plano de Aplicações do FUNPREVI:



Segmento de Renda Fixa	% Máximo	% Mínimo
Títulos de emissão do Tesouro Nacional	100	0
Quotas de fundos de investimento cujas carteiras estejam representadas exclusivamente por títulos do Tesouro Nacional, desde que assim conste nos regulamentos dos fundos e cuja política de investimento assuma o compromisso de buscar o retorno de um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA) ou do Índice de Duração Constante Anbima (IDkA), com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia;	100	0
Operações Compromissadas lastreadas em títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional	15	0
Quotas de fundos de investimento referenciados em indicadores desempenho de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto e cuja política de investimento assuma o compromisso de buscar o retorno de um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA) ou do Índice de Duração Constante Anbima (IDkA), com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia;	80	0
Quotas de fundos de investimento classificados como renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto e cuja política de investimento assuma o compromisso de buscar o retorno de um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA) ou do Índice de Duração Constante Anbima (IDkA), com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia;	80	0
Depósitos de poupança.	20	0
Quotas de fundos de investimento classificados como de renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, sob a forma de condomínio aberto;	30	0
Quotas em fundos de investimento em direitos creditórios, sob a forma de condomínio aberto	15	0
Quotas em fundos de investimento em direitos creditórios, sob a forma de condomínio fechado, cumulativo com o limite anterior;	5	0
Quotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa que contenham em sua denominação a expressão "crédito privado", cumulativo com o limite anterior.	5	0



<b>Segmento de Renda variável</b>	<b>% Máximo</b>	<b>% Mínimo</b>
Quotas de fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio aberto e classificados como referenciados que identifiquem em sua denominação e em sua política de investimento indicador de desempenho vinculado ao índice Ibovespa, IBRX ou IBrX-50;	30	0
Quotas de fundos de índices referenciados em ações, negociadas em bolsa de valores, admitindo-se exclusivamente os índices IBOVESPA, IBX e IBX-50.	20	0
Quotas de fundos de investimentos em ações.	15	0
Quotas de fundos de investimento multimercado aberto	5	0
Quotas de fundos de investimento em participações (FIP) fechados, cumulativo com fundo de índices referenciados em ações	5	0
Quotas de fundos de investimentos imobiliário (FII), com quotas negociadas em bolsa.	5	0

<b>Segmento de Imóveis</b>	<b>% Máximo</b>	<b>% Mínimo</b>
Exclusivamente com os imóveis vinculados por lei ao regime próprio de previdência social	100	0

#### 4.3 – Diversificação

O FUNPREVI não poderá ter cotas representativas de mais de 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido de um único fundo de investimento, bem como tal fundo não poderá manter mais de 20% (vinte por cento) de suas disponibilidades em aplicações lastreadas em títulos ou valores mobiliários de emissão de uma mesma pessoa jurídica, de sua controladora, de entidade por ela direta ou indiretamente controlada e de quaisquer outras sociedades sob controle comum, com exceção do fundo de investimento cuja carteira esteja representada exclusivamente por títulos do Tesouro Nacional.



## **CAPÍTULO 5: CONTROLE DE RISCOS**

### **5.1 – Risco de Mercado**

Decorre das possibilidades de perdas resultantes de possíveis mudanças nos preços/cotações nas quais uma instituição mantenha posições. De maneira geral, o risco de mercado abrange quatro grandes áreas: Ações, Câmbio, Juros e Commodities.

Nos ativos dos Regimes Próprios de Previdência Social, os riscos a serem monitorados, basicamente, são os de juros e de inflação. Para medir as incertezas dos retornos dos ativos é necessário realizar um estudo estatístico que analise o quanto o retorno pode se afastar do esperado. Com isso, são feitas estimativas de volatilidade dos retornos dos ativos para que se possa mensurar a mudança potencial no valor da carteira de instrumentos financeiros.

Uma medida complementar do controle do risco se dá via estudo do prazo de permanência das posições (duration). A duration é uma das maneiras de se medir a duração média de um título ou de um conjunto de títulos. Assim, de posse dessa medida podemos avaliar o impacto das alterações das taxas de juros sobre o valor presente de títulos ou do conjunto de títulos de renda fixa.

A carteira de títulos públicos do FUNPREVI tinha valor de mercado aproximado, na data de 17/11/2011, de R\$ 1,35 bilhão. A alocação da carteira era composta majoritariamente de Operações Compromissadas<sup>1</sup> (cerca de 42% da carteira) e de Títulos Públicos (cerca de 56% da carteira). Desse total investido em Títulos Públicos, aproximadamente 18% era composto por LFT (Letra Financeira do Tesouro Federal), que é um título pós-fixado cuja rentabilidade segue a variação

---

<sup>1</sup> Observa-se que, no mês de novembro/2011, ocorreu vencimento de NTN-B's, no valor de R\$ 424.543.864,10. Esse montante foi alocado inicialmente em operações compromissadas, aguardando a breve divulgação do calendário de emissão de títulos do Governo Federal, para posterior decisão relativa às aplicações de interesse.



da Taxa Selic, e cerca de 82% estava alocado em NTN-B (Nota do Tesouro Federal - Série B), que paga cupons com taxa de 6% a.a. mais IPCA.

A composição da carteira de Títulos Públicos se concentra em vencimentos curtos, com menor exposição ao risco. As NTN-B's têm vencimentos em 2012 e 2013, observando-se claramente uma carteira com baixa *duration*, ou seja, com um fluxo financeiro em um horizonte de tempo de curto prazo.

Fonte do PU e da *Duration*: Anbima

Tipo	Código	Vencimento	Quantidade	PU (R\$)	Valor (R\$)	Duration (dias úteis)
LFT	210100	21/12/2011	27.200	4.956,09	134.805.764,12	24
NTN-B	760199	15/8/2012	200.000	2.150,52	430.104.249,60	185
NTN-B	760199	15/5/2013	90.800	2.148,76	195.107.753,22	364

Quanto às demais aplicações atuais da carteira do FUNPREVI, os principais riscos de mercado associados são:

- i. operações compromissadas - são indexadas à Taxa Selic, tendo *duration* próxima a zero e retorno diretamente relacionado a esta taxa;
- ii. ações – expostas ao risco de flutuações dos preços de cada ação.

## 5.2 – Risco de Liquidez

Decorre da possibilidade de ocorrer incapacidade de honrar, por parte de um dos agentes, os compromissos assumidos. Ocorre usualmente por conta do desequilíbrio de caixa gerado pelo descasamento dos prazos das operações ativas com os das passivas.

Nos Regimes Próprios de Previdência Social, a análise do fluxo de caixa é a variável fundamental para a mitigação dos riscos de liquidez, pois permite a equalização entre as receitas financeiras e o fluxo de desembolso relativo às obrigações previdenciárias.



Observa-se, ainda, que o estudo do fluxo, ao permitir a mitigação dos descasamentos entre ativos e passivos, contribui para redução da exposição aos riscos de mercado, via taxas de juros, por conta da seleção mais eficiente dos ativos incorporados à carteira.

A atual situação patrimonial do FUNPREVI implica a necessidade de manutenção de boa parte do caixa em ativos líquidos. As operações compromissadas compõem atualmente o ativo mais líquido do FUNPREVI, sendo que os títulos públicos federais também tendem a apresentar expressiva liquidez.

### **5.3 – Risco de Crédito**

Decorre das possibilidades de perdas resultantes das operações que geram desembolso temporário de recursos ou das operações que geram recursos a serem recebidos em datas futuras. Este tipo de risco refere-se ao possível não recebimento dos recursos a que se tem direito ou ao seu recebimento fora do prazo e/ou das condições pactuadas.

O risco de crédito engloba vários riscos, como o risco de inadimplência, risco de degradação, risco de garantia, risco soberano e risco de concentração de crédito.

A Resolução do CMN nº 3.922/10 em suas Seções I (da Alocação de Recursos e da Política de Investimentos) e II (dos Segmentos de Aplicação e dos Limites) procurou mitigar os riscos de concentração de crédito e do emissor, ao fixar percentuais para a compra de quotas em fundos de investimento e na compra direta de ativos de renda fixa, este último, somente em títulos públicos federais.

A carteira atual do FUNPREVI apresenta risco de crédito majoritariamente relacionado à capacidade de pagamento da dívida interna pelo Tesouro Nacional, dada a concentração das aplicações em títulos públicos federais.

## CAPÍTULO 6: ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

A atual carteira de títulos públicos do FUNPREVI contempla expressiva disponibilização de recursos oriundos de vencimentos e pagamento de cupons durante o ano de 2012, da ordem aproximada de R\$ 445 milhões, conforme demonstra a tabela a seguir:

### Fluxo de Caixa das Receitas de Títulos Públicos

Valores projetados com base no Cenário BBDTVM de out/2011

DATA	RECEITA	VALORES EM RS	VALOR TOTAL
15/02/2012	Cupom de juros de NTN-B	11.825.114	<b>11.825.114</b>
15/05/2012	Cupom de juros de NTN-B	5.447.364	<b>5.447.364</b>
15/08/2012	Cupom de juros de NTN-B	12.108.115	<b>421.677.864</b>
	Resgate de NTN-B	409.569.749	
16/11/2012	Cupom de juros de NTN-B	5.566.081	<b>5.566.081</b>
<b>TOTAL</b>			<b>444.516.422</b>

Fonte: NTN-B - curva do papel

A presente estratégia de investimentos tem por premissa básica estabelecer um compasso de alocação eficiente destes recursos, à medida que os mesmos forem sendo disponibilizados nos vencimentos previstos. Esta alocação atenderá aos limites previstos na legislação vigente, e terá por base a projeção, pela Diretoria de Investimentos, dos possíveis cenários macroeconômicos esperados. A análise deste modelo norteará a alocação dos recursos, de forma a minimizar a relação risco/retorno e considerará tanto a busca do atendimento à meta atuarial quanto às necessidades futuras do fluxo de caixa de receitas/despesas projetado em 2012 para o FUNPREVI.

Quanto a este fluxo, é previsto o estabelecimento de um colchão mínimo de recursos, para reforço de caixa, a princípio com segurança temporal de dois meses, visando proporcionar a necessária liquidez nos compromissos do FUNPREVI.

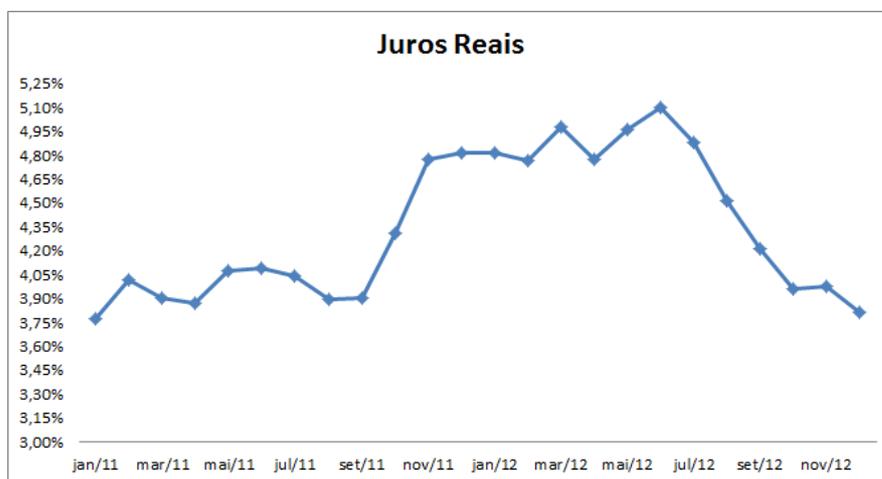
Para uma primeira abordagem deste mecanismo estratégico, foi traçado um cenário macroeconômico, com base em dados fornecidos pela Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários do Banco do Brasil (BBDTVM – posição em 14/out), que aponta, para o ano de 2012, os seguintes indicadores econômicos:

IPCA = 5,70%;

Taxa SELIC = 9,50%

Juros Reais = 3,60%

O gráfico a seguir, resultado do cenário econômico projetado sob as condições acima citadas, estabelece a trajetória observada/esperada das taxas SELIC de juros reais, calculadas com base em média móvel de 12 meses acumulados para o biênio 2011/2012:



Fonte: Cenário Base BBDTVM – Out/2011.

Conforme se pode observar, as taxas de juros reais em nenhum momento se aproximam dos 6% a.a. requeridos pela meta atuarial a qual o FUNPREVI deve perseguir.



Tende a alcançar o seu ponto máximo, igual a 5,10%, em junho de 2012, decaindo então, para fechar o ano com taxa de juros real esperada em 3,82%.

Admitindo o cenário base da BBDTVM como provável para o exercício de 2012, a tarefa de superar ou mesmo atingir a meta atuarial será bastante árdua, exigindo da Diretoria de Investimentos um monitoramento diário dos mercados de títulos públicos federais de vencimentos curtos<sup>2</sup> e cotas dos fundos de investimentos do Banco do Brasil e da Caixa Econômica.

Assim, a medida em que forem ocorrendo os vencimentos da atual carteira, respeitadas as necessidades do fluxo de caixa, tais recursos serão alocados naqueles ativos que apresentarem melhor desempenho<sup>3</sup>. Anteriormente a cada vencimento será elaborado um estudo analítico para os fundos de investimento, com o emprego do modelo matemático-estatístico da Teoria de *Markowitz*<sup>4</sup>, para obtenção da fronteira eficiente dos investimentos (binômio risco/retorno), que indicará a melhor composição da carteira. Esta Teoria fornecerá a alocação idealizada de cada fundo de investimento, de maneira a relacionar a rentabilidade com o risco, otimizando a eventual carteira de fundos de investimento do FUNPREVI. Esta alocação será sempre confrontada com o cenário à frente, podendo sofrer alterações em função dos impactos econômicos previstos naquela projeção<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Entende-se por vencimentos curtos papéis com resgate até o final do ano de 2013, com vistas a mitigar a volatilidade dos retornos esperados.

<sup>3</sup> O emprego do modelo matemático-estatístico de Markowitz tenderá a ser aplicado somente na seleção dos fundos de investimento da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil, e não para títulos públicos federais de prazo mais curto, os quais serão analisados por outro modelo, descrito a seguir.

<sup>4</sup> Caso haja interesse em se aprofundar sobre o processo de escolha envolvendo a teoria de carteiras de Markowitz, o leitor poderá acessar a Nota Técnica nº 2 da Diretoria de Investimentos, disponível no sítio eletrônico do PREVI-RIO.

<sup>5</sup> Do ponto de vista de alocação, a princípio o emprego de dois métodos de seleção (um para fundos de investimento e outro para papéis públicos de curto prazo), pode não conduzir a uma melhor composição de carteira. Contudo, conforme será demonstrado a seguir, na escolha dos títulos, há a necessidade de que sejam observados os prazos de vencimento dos mesmos e os respectivos “custos reais de oportunidade diária”, conceito que será esclarecido a seguir.



Ressalta-se ainda o imperativo de que os fundos de investimento eleitos sejam monitorados, tanto no que tange ao seu desempenho esperado quanto aos riscos associados, através de indicadores selecionados pela Diretoria de Investimentos, conforme consta em Notas Técnicas disponíveis no sítio eletrônico deste Instituto de Previdência.

A cada período será estabelecido um ranking dos fundos de investimento, privilegiando a relação risco/retorno, havendo ainda a possibilidade de que o(s) fundo(s) de investimento(s) que apresente(m) menor(es) performance(s), quando confrontado(s) com o cenário projetado, poderá(ão) não mais participar(em) da carteira de investimentos para o horizonte de investimento estudado.

Conforme salientado, no modelo de escolha para a seleção de títulos públicos federais de vencimento curto, serão consideradas duas variáveis:

- i. o horizonte de planejamento, ou seja, o período que se estenderá da compra do título até o seu efetivo vencimento.
- ii. a que ora se denomina de “custo real de oportunidade diária”.

Em toda e qualquer aplicação financeira há um custo de oportunidade associado à mesma. As Letras Financeiras do Tesouro – LFT's, por remunerarem à taxa SELIC, são os ativos públicos mais líquidos do mercado financeiro brasileiro, gozando ainda da prerrogativa de baixo risco. Devido tais características, é considerado o título brasileiro padrão de referência, largamente utilizado em análises comparativas.

O “custo real de oportunidade diária” será calculado para cada horizonte de planejamento de uma NTN-B, LTN ou NTN-F, de vencimento máximo em doze meses. O gráfico abaixo enseja tornar clara a visualização deste conceito.



O mencionado gráfico expressa o “custo real de oportunidade diária” até o vencimento (resgate) de uma NTN-B. Cada ponto corresponde a uma taxa real diária que é calculada com base na inflação esperada entre a data de “hoje” (variável) até o vencimento do título. Essa inflação acumulada é anualizada e descontada da taxa SELIC esperada até o vencimento do título público estudado.

Assim, as variações no custo real diário estão intimamente associadas aos comportamentos esperados tanto da inflação quanto da taxa SELIC, decorrendo daí a necessidade de se encurtar ao máximo o prazo de análise dos papéis públicos<sup>6</sup>.

Conforme já salientado, uma LFT é o ativo de maior liquidez no mercado brasileiro, e toda e qualquer decisão de compra de um outro ativo deve levar em consideração a remuneração esperada comparativa desse ativo mais líquido. Portanto, se a estimativa do “custo real de oportunidade diária” se elevar, devemos esperar uma elevação na taxa desse outro ativo, dado que existe uma correlação

<sup>6</sup> Devido aos erros eventuais de previsão.



positiva entre as taxas de juros dos títulos<sup>7</sup>. Em outras palavras, se a taxa SELIC se elevar, para uma dada taxa de inflação esperada no horizonte de planejamento em análise, as taxas de juros dos demais papéis públicos deverão se elevar também, pois seu custo de oportunidade se elevou.

Quando este mecanismo ocorre, abre-se o que se chama de “janela de oportunidade”<sup>8</sup> para compra de títulos, que, levados até os seus vencimentos, garantem as taxas de juros praticadas na compra<sup>9</sup>.

Para que se obtenha sucesso nas operações de compra de títulos públicos federais no mercado secundário é necessário o constante monitoramento dos mercados, aliado a cenários de juros e de inflação que deverão ser revistos a cada período.

No caso específico do FUNPREVI, novamente é relevante destacar-se que, dados o montante de reserva técnica disponível e as especificidades do seu fluxo de caixa, há a necessidade de se reduzir ao máximo o horizonte de planejamento, com vistas a mitigar os riscos de oscilações de preços dos papéis públicos no mercado secundário.

## **CAPÍTULO 7: CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE GESTORES**

Segundo aprovação do Conselho de Administração do PREVI-RIO – CAD na sua 63ª Sessão Ordinária, o FUNPREVI deverá investir somente nos fundos do

---

<sup>7</sup> Na linguagem de mercado, quando a taxa SELIC se eleva, tudo mais constante, os agentes para comprarem outros papéis públicos, irão exigir um “prêmio de risco mais elevado”, o que implica um aumento da taxa de juros desses títulos.

<sup>8</sup> No nosso exemplo, a “janela de oportunidade” seria por volta do final do mês de julho de 2012.

<sup>9</sup> A garantia a que se refere está na forma de precificação do título, denominado de “marcação pela curva”. Caso haja interesse, sugerimos a leitura da Nota Técnica nº 6, elaborada pela Diretoria de Investimentos, disponibilizada no sítio eletrônico do PREVI-RIO, onde são discutidas as duas formas de precificação de títulos públicos federais.



Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, ressaltando que tais fundos devem estar devidamente enquadrados segundo os parâmetros do Conselho Monetário Nacional. Os critérios a serem utilizados pela Diretoria de Investimentos serão os comumente empregados para análise de performance de fundos de investimentos, a saber: média e desvio padrão das rentabilidades diárias dos fundos, coeficiente de variação, *Tracking Error* e Índice de Sharpe. As estatísticas supracitadas serão objeto de análise e aprovação pelo COMIN.

## **CAPÍTULO 8: AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DOS GESTORES**

As instituições serão, semestralmente, avaliadas segundo os seguintes fatores: retorno e volatilidade dos investimentos em cotas de fundos de investimento, carteira administrada e operações compromissadas e relacionamento com o FUNPREVI.

O retorno será medido pela variação percentual do valor da cota do fundo de investimento, da rentabilidade da carteira administrada ou da operação compromissada, líquidas da taxa de administração e demais despesas. Já a volatilidade será medida pelo desvio padrão da variação diária da cota do fundo de investimento e da rentabilidade da carteira administrada em relação à SELIC-OVER, líquidas da taxa de administração e demais despesas.

Considera-se relacionamento a adoção, sem ônus para o FUNPREVI, e durante os 6 (seis) meses anteriores à avaliação, de medidas como envio de posições diárias das aplicações realizadas pelo Fundo de Previdência, inclusive de composição das carteiras, no caso de aplicações em fundos de investimentos; envio mensal de relatórios contendo informações sobre rentabilidade e risco das aplicações; envio periódico de relatórios de informações de mercado ou de análises técnicas; realização de apresentações, palestras ou cursos sobre cenários macroeconômicos ou outros assuntos de interesse do PREVI-RIO.



A avaliação das instituições financeiras se dará pela média das avaliações dos itens relacionados anteriormente, observados os seguintes pesos:

Fator de Avaliação	Instituição Credenciada
Retorno	45%
Volatilidade	30%
Relacionamento	25%

O cálculo dos índices de retorno e volatilidade terá como base a média ponderada dos valores investidos. Dar-se-á a nota final de relacionamento pela média aritmética das notas mensais atribuídas a cada instituição financeira credenciada no período de avaliação.

A pontuação final da instituição financeira credenciada será apurada pela seguinte fórmula:

$$P = 0,45 \times \text{Ret} + 0,30 \times \text{Vol} + 0,25 \times \text{Rel} \text{ onde:}$$

P = pontuação final da instituição financeira;

Ret = pontuação obtida no fator de avaliação “retorno”;

Vol = pontuação obtida no fator de avaliação “volatilidade”;

Rel = pontuação obtida no fator de avaliação “relacionamento”.

## **CAPÍTULO 9 : DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA EM 2011 E CENÁRIO ECONÔMICO PARA 2012<sup>10</sup>**

### **9.1 – Visão Geral da Economia**

As previsões para os principais blocos econômicos sofreram reduções generalizadas e de magnitudes significativas, com o agravamento da crise fiscal na Europa e de tensões da mesma natureza nos Estados Unidos, que, entre outros desenvolvimentos, repercutiram negativamente sobre as expectativas de empresários e consumidores de todas as economias. O ambiente econômico internacional mais restritivo tende a permanecer por um período mais prolongado do que se antecipava e apresenta um viés deflacionário tanto para a economia mundial como para a economia doméstica<sup>11</sup>.

Neste contexto, o aumento de percepção de risco se traduziu em acentuada volatilidade nos mercados financeiros.<sup>12</sup>

No Brasil, observa-se a moderação do ritmo de atividade, que, entretanto, ainda continuará sendo favorecida pela demanda interna. Para tanto, contribuirão o vigor do mercado do trabalho e a expansão do crédito, a despeito de alguma moderação na margem.

A evolução das operações de crédito e dos agregados monetários mostrou-se consistente com as ações de política monetária implementadas no final do ano

---

<sup>10</sup> Esta seção foi desenvolvida com base no Relatório Trimestral de Inflação do Banco Central do Brasil de setembro de 2011, nos Boletins Focus e no cenário macro de referência utilizado pela Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários do Banco de Brasil - BBDTVM.

<sup>11</sup> Por conta disso, o BACEN iniciou, em agosto/2011, um ciclo de afrouxamento monetário, surpreendendo o mercado, por entender que era necessária a continuidade de ajuste na taxa SELIC, tendo em vista as expectativas de inflação para os anos de 2011 e 2012, em níveis bem superiores à meta de inflação de 4,5% a.a.

<sup>12</sup> Depois do corte de 0,5% na taxa SELIC em 01/09/2011, toda a curva de juros futuros se deslocou para baixo, num movimento quase paralelo, muito parecido ao que foi verificado em 2008.



passado e início deste ano. No âmbito do crédito às famílias, persiste a expansão dos financiamentos habitacionais impulsionada, em parte, por avanços institucionais verificados neste mercado.

A expansão das importações de bens e serviços e, em meses recentes, o aumento das remessas líquidas de renda para o exterior, têm sido contrabalançadas pelo desempenho bastante favorável das exportações, em grande parte devido aos patamares bastante favoráveis dos termos de troca<sup>13</sup>.

Neste contexto, o déficit em transações correntes acumulados em doze meses<sup>14</sup> se manteve estável em 2,2% do PIB (Produto Interno Bruto).

As perspectivas ainda favoráveis para a economia brasileira, a despeito da elevada percepção de risco nos mercados internacionais, permanecem “estimulando” o ingresso de capitais externos, em especial investimentos diretos<sup>15</sup>. Dessa forma, tem sido possível fortalecer as reservas internacionais, que aumentaram US\$ 64,8 bilhões nos oito primeiros meses deste ano.

Os indicadores de inflação ao consumidor, de modo geral, desaceleraram, na margem<sup>16</sup>. O Conselho de Política Monetária – Copom reconhece um ambiente econômico internacional em que prevalece um nível de incerteza crescente e que

---

<sup>13</sup> Os preços das principais *commodities* agrícolas e metálicas se mantiveram em patamares bastante elevados durante todo o primeiro semestre, decaindo, notadamente as metálicas, por conta das revisões para baixo do crescimento das principais economias na zona de Euro, EUA, China e Japão.

<sup>14</sup> Doze meses compreendendo os meses de julho/10 a agosto/11.

<sup>15</sup> Relatório de Inflação do BACEN, setembro de 2011.

<sup>16</sup> Vide os Boletins FOCUS emitidos a cada semana pelo Banco Central, que procura captar, entre outras, as expectativas dos agentes do mercado quanto a inflação para o final do corrente, para os próximos doze meses e para o fechamento do ano subsequente.



já se posiciona muito acima do usual e identifica riscos decrescentes para as expectativas de inflação<sup>17</sup>, por conta deste “contágio”<sup>18</sup>.

### **9.1.1 - Economia Brasileira em 2011**

A evolução do PIB no segundo trimestre do ano foi sustentada pela demanda doméstica e ratificou a perspectiva de moderação na atividade. O reduzido crescimento da produção industrial registrado no início do terceiro trimestre sugere que esse processo terá continuidade. Ressalta-se, além disso, a piora nos indicadores de confiança, na margem, e a elevação recente dos níveis de estoques industriais<sup>19</sup>.

As operações de crédito do sistema financeiro, evidenciando o impacto das ações de política e a desaceleração da atividade econômica, apresentaram crescimento moderado no trimestre encerrado em agosto. A expansão do crédito bancário ocorreu de forma mais acentuada nas operações com recursos direcionados, principalmente pelo crédito habitacional. No segmento crédito livre para pessoas físicas, as modalidades crédito pessoal e financiamento de veículos apresentaram expansão significativa no terceiro trimestre, enquanto o arrefecimento registrado no âmbito das operações destinadas ao segmento corporativo esteve associado, entre outros fatores, à menor demanda por recursos na modalidade conta garantia.

O estoque total de crédito bancário, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 1.889 bilhões em agosto, com expansões de 4,6% no trimestre e de 19,4% em doze meses, equivalentes a 47,8% do PIB, ante 46,9% em maio e 45% em igual período de 2010. A participação relativa de

---

<sup>17</sup> O Banco Central prevê, através da ata do Copom de outubro do corrente, o IPCA convergindo para o centro da meta de 4,5% no primeiro semestre de 2013.

<sup>18</sup> O Banco Central prevê um crescimento do PIB para o ano corrente de 3,5% inferior ao projetado por ele e divulgado no relatório de inflação de junho deste ano.

<sup>19</sup> Relatório de Inflação do Banco Central de setembro 2011.



bancos públicos e privados nacionais e estrangeiros na carteira total de crédito situaram-se, respectivamente, em 42,2%, 40,6% e 17,2% ante 41,7%, 41,0% e 17,3% na ordem, ao final de maio.

O crédito ao setor privado totalizou R\$ 1.819 bilhões em agosto, aumento de 4,7% no trimestre e 20% em doze meses.

O saldo das operações de crédito ao setor público somou R\$ 70 bilhões em agosto, expandindo-se 2,5% no trimestre e 5,6% em doze meses.

As provisões constituídas pelo sistema financeiro atingiram R\$ 106,4 bilhões em agosto, aumento de 5,5% no trimestre e 11,6% em doze meses. A taxa de inadimplência da carteira total do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superiores a noventa dias, atingiu 3,5% em agosto, variando 0,1% no trimestre e mantendo-se estável em doze meses.

Os financiamentos do BNDES totalizaram R\$ 385 bilhões em agosto, expandindo-se 4,5% no trimestre e 14,9% em doze meses. Os repasses somaram R\$ 197,1 bilhões, com aumentos respectivos de 4,7% e de 9,1%.

### ➤ **Setor Governo**

O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$ 92 bilhões nos sete primeiros meses do ano, equivalente a 4% do PIB, superando em 1,9% do PIB o resultado de igual período do ano anterior. Ocorreu aumento em todas as esferas do setor público, destacando-se a elevação de 1,6% no âmbito do Governo Central. O superávit consolidado acumulado em doze meses atingiu 3,83% do PIB.

A Previdência Social registrou déficit de R\$ 21,6 bilhões nos 7 primeiros meses do ano, resultando 0,3% do PIB inferior ao registrado em igual período de 2010. A arrecadação líquida cresceu 1,65%, e as despesas com benefícios



previdenciários, traduzindo, em especial, o aumento no valor médio das aposentadorias e auxílios pagos, aumentaram de 10,8%.

O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$ 46,6 bilhões, 2,02% do PIB, reduzindo-se em 1,17% do PIB em relação ao registrado nos sete primeiros meses do ano anterior. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, contrabalançada, em parte, por reduções do financiamento externo líquido, da dívida bancária líquida e das demais fontes de financiamentos interno que incluem a base monetária.

Com isso, a dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$ 1.659,8 bilhões em julho, 42,3% do PIB, recuando em 1,1% do PIB em relação a abril e 1,2% do PIB em relação aos últimos doze meses.

### ➤ **Setor Comércio**

As vendas do comércio ampliado aumentaram 2,1% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando haviam crescido 1,4%. Já as vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram de 1,7% no trimestre encerrado em julho.

A evolução do mercado de crédito e o aumento da inadimplência no segmento de pessoas físicas sugerem que a moderação da atividade varejista tende a se manter nos próximos meses. Os indicadores de inadimplência registraram aumento em relação aos primeiros oito meses do ano anterior. A relação de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 5,8% em agosto, ante 5,3% em igual mês de 2010.

Os principais indicadores destinados a avaliar as expectativas dos consumidores registraram, no início do terceiro trimestre, acomodação em patamares elevados, mas inferiores aos observados em 2010.

Neste contexto, considerados dados dessazonalizados, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), atingiu 118,7 pontos em agosto de 2011, recuando 4,6% em relação ao mês anterior, retração decorrente de recuos de 4,5% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,9% no Índice de Expectativas (IE).

Já o Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs*, atingiu 150 pontos em agosto do corrente, 13 pontos abaixo do recorde registrado em dezembro de 2010, variando 25 em relação a julho e -3,2% comparativamente a agosto do ano anterior. Por nível de renda, o indicador relativo a classe C permaneceu em patamar de otimismo elevado, enquanto os relacionados às classes A/B e D/E experimentaram variações respectivas de 5 pontos.

#### ➤ **Produção Industrial**

A produção física da indústria recuou 0,8% no trimestre encerrado em julho, relativamente ao finalizado em abril, quando havia crescido 2%, neste tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal do IBGE.

A análise por categorias de uso revela retrações trimestrais nas indústrias de bens de consumo semi e não duráveis de 1%; e de bens de consumo intermediários de 0,1% e estabilidade na relativa a bens de capital.

O Índice de pessoal ocupado assalariado, considerados dados dessazonalizados da pesquisa Industrial do IBGE, decresceu 0,1% no trimestre



terminado em julho, em relação ao finalizado em abril. Ao mesmo tempo, a produtividade do trabalhador industrial recuou de 0,7% no período, com a folha de pagamento real aumentando 0,3%.

A utilização da capacidade instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu 83,6% em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria de Transformação (SIT) da FGV. A UCI média recuou de 0,4 pontos percentuais (p.p.) no trimestre finalizado em agosto, em relação ao encerrado em maio, resultado de reduções nas indústrias de bens de consumo não duráveis, de 1,2 p.p., bens de capital, de 0,3 p.p. e de crescimento de 0,1 p.p. na indústria de bens intermediários.

O Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 102,7 pontos em agosto, retraindo 2,2% em relação ao mês anterior, considerados os dados dessazonalizados da FGV. Já o Índice de Gerentes de Compra (PMI), considerada a série dessazonalizada, atingiu 46 pontos em agosto, sinalizando retração da atividade industrial pelo terceiro mês seguido.

#### ➤ **Produção de Serviços**

O Índice de Confiança dos Serviços (ICS), que reflete a confiança do empresariado do setor de serviços, atingiu 130,8 pontos em agosto, ante 132,6 pontos em julho. O Índice de Gerentes de Compras (PMI-serviços), relacionado ao quesito “atividade de negócios”, atingiu 52,2 pontos em agosto ante 53,7 pontos em julho.

#### ➤ **Mercado de Trabalho**

O mercado de trabalho do país, em trajetória consistente com o desempenho da economia brasileira, registrou dinamismo acentuado nos últimos



anos na ocupação, nos rendimentos reais e na expressiva redução da taxa de desemprego.

O crescimento médio anual de 4,4% apresentado pelo PIB do país entre 2003 a 2010, favoreceu a retração de 12,4% para 5,9% na taxa de desemprego medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE.

Considerados os dados dessazonalizados, a taxa de desemprego registrou o menor patamar histórico em julho, enquanto a sua média atingiu 6% no trimestre encerrado em julho. De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 1.593,6 mil postos de trabalho no país nos oito primeiros meses deste ano, ante 1.954,5 mil em relação a igual período de 2010. Ressalta-se a geração de 647,5 mil vagas no setor de serviços, seguindo-se os aumentos nos saldos de empregos formais na indústria de transformação, de 303,5 mil; agropecuária, de 217,7 mil e, na construção civil, de 214 mil.

Os ganhos reais do trabalho aumentaram 11,1% no segmento informal e 2,8% no segmento de empregados com carteira assinada, enquanto, considerados os principais setores da economia, os maiores ganhos ocorreram nos setores “outros serviços”, que agregam as atividades de alojamento, transporte, limpeza urbana e serviços pessoais. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo o número de ocupados, cresceu 6,4% no trimestre finalizado em agosto.

A participação dos trabalhadores com menos de 8 anos de estudo recuou de 34,1% da PEA (População Economicamente Ativa), em 2003, para 23,2% em 2010, enquanto a relativa aos trabalhadores com 11 ou mais anos de estudo aumentou de 45,8% para 59,1%.



A formalização do emprego evidencia, igualmente, a melhora qualitativa do mercado de trabalho no país. Adicionalmente, a proporção de trabalhadores contribuintes para a previdência em relação à população ocupada passou de 61,2% para 68,4%, no mesmo período. A maior formalização do mercado de trabalho, ao aumentar a segurança dos empregados, dando-lhes acesso a mecanismos institucionalizados de auxílio em caso de problemas de saúde ou perda de emprego, é elemento importante para o fortalecimento do mercado interno.

Em síntese, o crescimento registrado pela economia brasileira nos últimos anos contribuiu para a redução da taxa de desemprego e para o aumento do rendimento real dos trabalhadores. Além dessa melhora quantitativa, o mercado de trabalho registrou importantes avanços qualitativos, com desdobramentos para o seu fortalecimento e, conseqüentemente, para a manutenção do dinamismo do mercado interno e do ciclo virtuoso da economia do país.

#### ➤ **Setor Externo**

Conforme ressaltado, a expansão das importações de bens e serviços e, em meses recentes, o aumento das remessas líquidas de renda para o exterior, têm sido contrabalançadas pelo desempenho das exportações, beneficiado, em especial, pelo nível de preços de importantes componentes da pauta. Dessa forma, pelo sexto trimestre consecutivo, observa-se a manutenção do déficit em transações correntes acumulado em doze meses no patamar de 2,2% do PIB.

Por sua vez, as perspectivas favoráveis ao desempenho da economia brasileira permanecem atraindo, mesmo em ambiente de crescente aversão ao risco, capital externo em volume superior à necessidade de financiamento das transações correntes e viabilizando o fortalecimento das reservas que registram elevação de US\$ 64,8 bilhões nos primeiros oito meses do ano.



A tendência de expansão mais equilibrada entre os fluxos comerciais brasileiros se manteve nos dez primeiros meses do ano, quando as exportações somaram US\$ 166,7 bilhões e as importações, US\$ 146,7 bilhões, elevando-se 32,2% e 28,2%, respectivamente, em relação ao mesmo período de 2010. O saldo comercial atingiu US\$ 20 bilhões aumentando 71,9% no período.

No âmbito da conta financeira, os investimentos estrangeiros totalizaram US\$ 44,1 bilhões até agosto e tendem a alcançar um volume recorde este ano. Em oposição, ressaltam-se as retrações nas captações líquidas de empréstimos e títulos, a partir do aumento para 6% de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) incidente sobre os ingressos estrangeiros no país com prazo médio de amortização igual ou superior a 720 dias.

#### ➤ **Expectativas dos preços 2011/2012**

Nos dez primeiros meses de 2011, a inflação medida pelo IPCA, alcançou 5,43%, 1,05 p.p. acima da inflação observada em igual período de 2010. Assim, a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,97% em outubro. O aumento nos últimos doze meses foi determinado principalmente pela variação nos preços livres, mas a dinâmica dos administrados por contratos e monitorados foi menos favorável do que a verificada em 2010.

Os preços monitorados acumularam, em doze meses até agosto, variação de 5,71%, e os preços livres, 7,87%. No conjunto dos preços livres, destacam-se tanto a variação dos preços dos itens não comercializáveis de 8,68%, quanto a dos preços dos itens comercializáveis, 6,90%. A inflação do setor de serviços vem se mantendo num patamar superior à dos preços livres e atingiu 8,92%, em doze meses até agosto (ante 6,85% no acumulado até agosto de 2010). Cabe ressaltar que todas as cinco medidas de núcleo de inflação, calculadas pelo Banco Central, apresentaram evolução similar à inflação plena: enquanto houve alta na variação



acumulada em doze meses até agosto, a média das variações mensais recuou entre maio e agosto.

De acordo com a Pesquisa Focus do Banco Central, as medianas das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2011 e 2012 atingiram 6,4% e 5,3%, respectivamente, ante 6,2% e 5,1%, em relação ao final de junho. A mediana das expectativas para a inflação doze meses a frente – suavizada – situou-se em 5,53% ante 5,18% em 30 de junho.

Tendo em vista a deterioração das projeções para os crescimentos das economias da Zona do Euro, dos EUA, do Japão e China, o cenário prospectivo para inflação apresenta sinais favoráveis de reversão, na margem, das expectativas de inflação para os próximos períodos.

As evidências sugerem que os impactos diretos de choques de oferta domésticos e externos registrados no final de 2010 e início de 2011 já estão incorporados nos preços ao consumidor. Além disso, a concentração de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano apresenta reversão parcial. Neste cenário, em que o descompasso entre a evolução da oferta e da demanda persiste, mas tende a decrescer; o nível de utilização da capacidade instalada mostra recuo e se encontra abaixo da tendência de longo prazo; e a trajetória dos preços das *commodities* experimenta acomodação, no caso das agrícolas, compatível com a deterioração do ambiente econômico internacional, a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas a partir do quarto trimestre do ano.

#### ➤ **Análise Conclusiva**



Importantes indicadores de conjuntura sugerem moderação do ritmo de crescimento da economia brasileira. Neste cenário, consistente com os efeitos das ações de política implementadas desde o final do ano passado, verifica-se moderação no comércio varejista e no setor de serviços e, em maior intensidade, na indústria.

Prospectivamente, o desempenho da atividade deverá seguir favorecido pela expansão da demanda interna, pelo vigor do mercado de trabalho e pela expansão do crédito, ainda que em ritmo moderado.

No âmbito das famílias, persiste a expansão dos financiamentos habitacionais, impulsionada, em especial, pelo crescimento da massa salarial nos anos recentes e pelos avanços institucionais neste mercado. O crédito ao consumo registrou crescimento no trimestre encerrado em julho, após retração no início do ano determinada pelas medidas macroprudenciais e pela política monetária mais restritiva.

O desempenho favorável da arrecadação em 2011- influenciada pelo recolhimento de débitos em atraso e pela retirada de estímulos durante a crise iniciada em 2008 – e a menor elevação das despesas, têm sido determinantes para a consecução de resultados fiscais expressivos.

Em oposição, devem ser considerados, nessa perspectiva, influências contracionistas decorrentes da deterioração do cenário internacional, que afetou sensivelmente o mercado de capitais doméstico, resultando em declínios expressivos nas cotações acionárias e em contenção das emissões primárias de ativos diversos. A incerteza nesses mercados tende a permanecer ao longo dos próximos meses, direcionando as condições de crédito, as expectativas de empresários e consumidores, e os fluxos de comércio exterior e de investimentos.

### **9.1.2 - Economia Internacional**

O cenário econômico global apresentou substancial deterioração desde junho do corrente. As previsões de crescimento para os principais blocos econômicos sofreram reduções generalizadas e de magnitudes significativas, com o agravamento da crise fiscal na Europa e de tensões da mesma natureza nos EUA, que, entre outros desenvolvimentos, repercutiram negativamente sobre as expectativas dos empresários e consumidores. O ambiente econômico internacional mais restrito tende a permanecer por um período de tempo mais longo do que se antecipava e apresenta um viés desinflacionário tanto para a economia mundial como para o Brasil. Nesse ambiente, em que importantes economias européias registraram desaceleração da atividade, a economia japonesa voltou a contrair-se e a expansão do PIB dos EUA refletiu, em especial, a revisão para baixo realizada nas estatísticas do agregado relativas ao trimestre anterior, o aumento da percepção de risco se traduziu em acentuada volatilidade nos mercados financeiros.

Assim, a política monetária nas economias maduras seguiu caracterizada por taxas de juros excepcionalmente baixas e pela manutenção dos balanços dos bancos centrais extraordinariamente grandes, enquanto, nas economias emergentes, os processos de elevação das taxas de juros foram interrompidos e, em alguns casos, houve reversão parcial<sup>20</sup>.

Contudo, o agravamento da crise fiscal na Europa, o prolongado impasse sobre o aumento do teto da dívida nos EUA e os sinais de desaceleração da atividade em importantes áreas econômicas se traduziram em expressivo aumento de volatilidade e da aversão de risco nos mercados financeiros.

---

<sup>20</sup> O Banco Central, conforme já salientado, iniciou, em agosto, o processo de afrouxamento da política monetária.



Estes mesmos sinais de desaceleração da economia global contribuíram para a intensificação da retração, iniciada em maio, nos rendimentos anuais dos títulos de 10 anos das economias maduras<sup>21</sup>.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index plus (Embi+)*, apesar da melhor situação fiscal e do desempenho favorável das economias emergentes, também apresentou deterioração. O indicador geral aumentou 34 pontos base (p.b.) no trimestre, para 321 p.b., enquanto o índice associado ao Brasil cresceu 19 p.b., para 194 p.b..

Em síntese, as perspectivas de desaceleração da economia mundial passam a incorporar, mais intensamente, as incertezas associadas aos desdobramentos da crise fiscal na Europa. A complexidade do cenário também se deve ao fato de que a capacidade de reação das políticas fiscal e monetária se mostra limitada. Os níveis de preços registraram arrefecimento nos EUA e na Zona do Euro, traduzindo um menor crescimento para essas economias, enquanto no Japão o cenário deflacionário foi interrompido e, na China, as variações de preços permanecem elevadas.

## 9.2 - Perspectivas<sup>22</sup>

Do ponto de vista do balanço dos riscos relacionados às perspectivas de inflação, no lado doméstico, ocorreu redução no descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade da oferta presente, provocada em parte pela revisão das expectativas dos agentes por conta da crise fiscal da Zona do

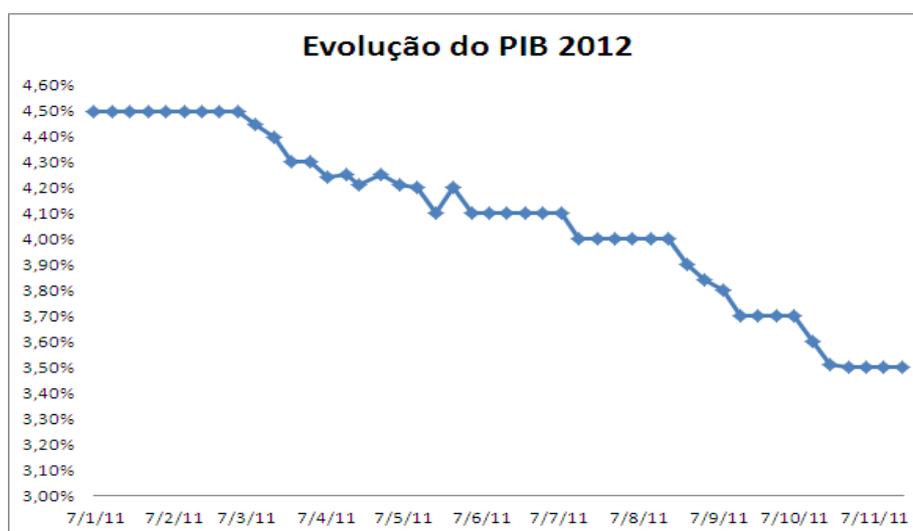
---

<sup>21</sup> Exceto aquelas envolvidas com as enormes dificuldades de financiamento em suas dívidas (Grécia, Portugal, Espanha, Irlanda, Itália e França).

<sup>22</sup> Esta seção foi desenvolvida com base nos Boletins Focus do Banco Central e no cenário macro de referência utilizado pela BBDTVM.

Euro, pelas perspectivas de baixo crescimento do PIB nos EUA e nas revisões para baixo do desempenho da China e do Japão.

A despeito das revisões para baixo do PIB em 2012, o IPCA deverá ficar acima do centro da meta fixada pelo Banco Central, sendo estimado em 5,55% pelo Relatório Focus<sup>23</sup> e em 5,70% pelo cenário macroeconômico da BBDMVM.



Fonte: Boletim Focus (diversas edições).



<sup>23</sup> Boletim Focus de 18/11/2011.



Fonte: Boletim Focus (diversas edições).

Do lado externo, os principais riscos estão vinculados aos possíveis desdobramentos da crise europeia, que, recentemente, ganhou dinâmica ainda menos favorável. Isso tem recomendado cautela nas análises sobre o cenário prospectivo, haja vista as incertezas que normalmente cercam esse processo, as quais se avolumaram nesse período.

O cenário externo preponderante incorpora a percepção de menor ritmo de atividade econômica global, contemplando a possibilidade de deterioração excessiva das condições financeiras, de forma que seus efeitos sobre a dinâmica dos preços domésticos tendam a manter um viés deflacionário.

Para o final de 2012, a projeção do déficit para a balança de transações correntes, de acordo com as expectativas do Banco Central, alcança o valor de US\$ 68,63 bilhões, com o aumento na conta de serviços sendo compensada, em parte, pela conta comercial. O financiamento desse déficit segue permitindo a continuidade da política de acumulação de reservas internacionais, ainda que com alteração de sua composição, compreendendo redução na projeção de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IDE) e ampliação das taxas de rolagem do endividamento externo privado de médio e longo prazo e dos ingressos de *portfólio* no país. A taxa média de câmbio é estimada em torno de R\$ 1,75.

Com a demanda interna crescendo a taxas menos expressivas, espera-se uma evolução do PIB para o ano que vem crescendo em torno de 3,5% a.a. (vide gráfico anterior), admitindo a hipótese de que a economia não seja muito impactada pela extensão da crise fiscal na Zona do Euro.



A elevação dos gastos correntes no setor público<sup>24</sup>, em conjunto com o índice de confiança do consumidor em patamar elevado, mercado de trabalho desaquecendo na margem e expectativa moderada de crescimento do mercado de crédito, vem mantendo as expectativas de inflação para o próximo exercício acima da meta (vide gráfico anterior).

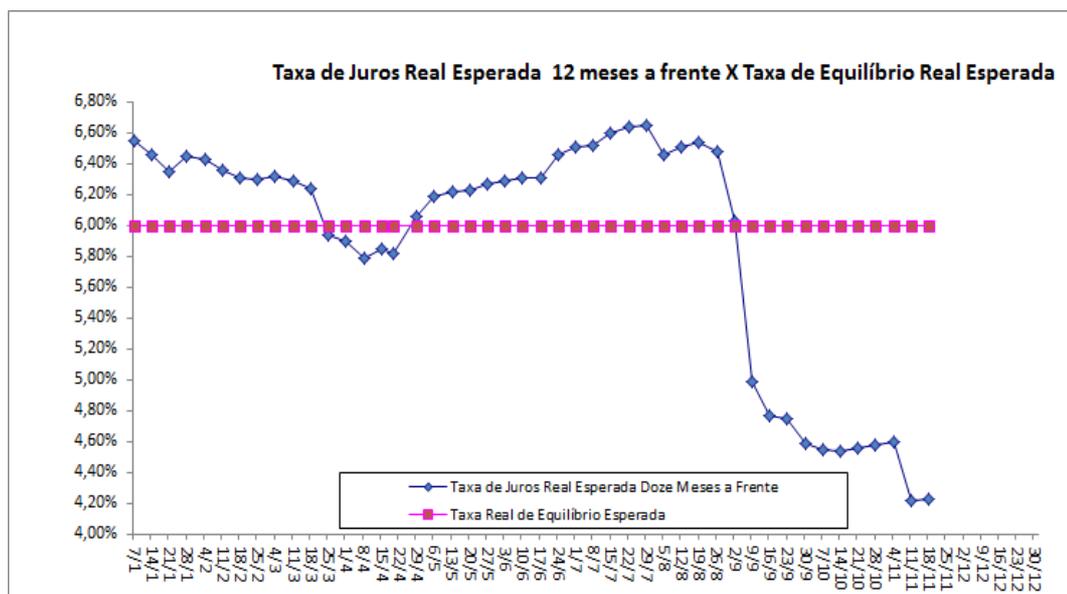
O Banco Central, preocupado com os impactos da crise econômica internacional, resolveu interromper o ciclo de aperto na política monetária, iniciando, de maneira inesperada para a maioria dos analistas, reduções de 0,5% p.p. na taxa SELIC, a partir de 1º de setembro de 2011.

A medida visa manter a taxa média de crescimento do PIB, ocorrida entre os anos de 2003 a 2010, em torno de 4,4%. Com isso, o Banco Central passou, de certa forma, a trabalhar com “duas metas”: a primeira, buscando convergir a inflação corrente para o centro da meta de 4,5%, e a segunda, a de manter o crescimento do PIB o mais próximo possível de 4,0%. As resultantes destes procedimentos já foram identificadas pelo mercado: juros reais menores e uma convergência da inflação corrente para a meta em um prazo maior<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> O superávit primário para 2012 é de 3,10% do PIB, referente a R\$ 139,8 bilhões.

<sup>25</sup> O próprio Banco Central, através da Ata do COPOM de 27 de outubro de 2011, já admite a possibilidade de a inflação convergir para o centro da meta apenas no primeiro trimestre de 2013.



Fonte: Boletim Focus (diversas edições).

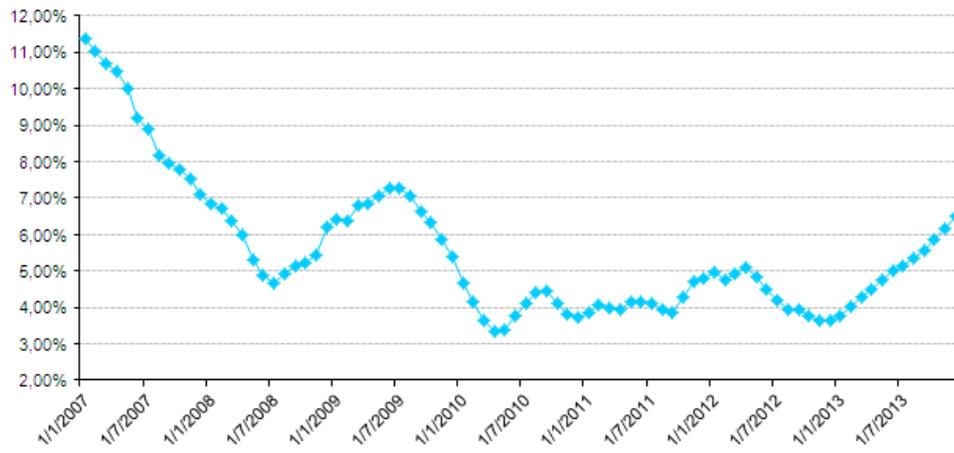
Pelo gráfico acima, percebe-se facilmente que o processo de afrouxamento da política monetária, associado com um nível elevado de inflação esperada doze meses a frente, irá resultar numa forte queda na taxa de juros real esperada para um patamar muito aquém da até então denominada “Taxa de Equilíbrio Real Esperada”<sup>26</sup>.

Numa perspectiva de mais longo prazo, os juros reais, calculados com base na diferença entre a SELIC e o IPCA acumulados a cada doze meses, num período considerado entre jan/07 a dez/13, também apontam para uma taxa em torno de 4,5% a.a. entre os anos 2012/2013, inferior, portanto, à taxa de juros real de 6% a.a., condizente com a meta atuarial de vários Fundos de Pensão e de Regimes Próprios de Previdência Social.

<sup>26</sup> Dados retirados das diversas edições semanais do Boletim Focus do corrente exercício.



Taxa de Juros Real (jan/07 a dez/13)



Fonte: Cenário Base BBDTVM.