



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

**POLÍTICA ANUAL DE  
INVESTIMENTOS**

**ANO 2013**

## SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>CAPÍTULO 1: OBJETIVOS E VIGÊNCIA DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS....</b>                             | <b>4</b>  |
| <b>CAPÍTULO 2: COMPETÊNCIAS DOS ÓRGÃOS ENVOLVIDOS NA GESTÃO<br/>DOS INVESTIMENTOS .....</b>          | <b>5</b>  |
| 2.1 – Conselho de Administração .....  | 5         |
| 2.2 – Comitê de Investimento .....   | 6         |
| 2.3 – Diretoria de Investimentos .....   | 6         |
| <b>CAPÍTULO 3: META ATUARIAL .....</b>   | <b>7</b>  |
| <b>CAPÍTULO 4: ALOCAÇÃO DE RECURSOS .....</b>  | <b>7</b>  |
| 4.1 – Histórico da Carteira .....  | 7         |
| 4.2 – Composição e Limites de Alocações .....  | 10        |
| 4.3 – Diversificação .....   | 13        |
| <b>CAPÍTULO 5: CONTROLE DE RISCOS .....</b>  | <b>14</b> |
| 5.1 – Risco de Mercado .....   | 14        |
| 5.2 – Risco de Liquidez.....   | 15        |
| 5.3 – Risco de Crédito .....   | 16        |
| <b>CAPÍTULO 6: ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO.....</b>  | <b>16</b> |
| 6.1 – Ativos Mobiliários .....   | 16        |
| 6.2 – Ativos Imobiliários .....  | 21        |
| <b>CAPÍTULO 7: CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE GESTORES .....</b>  | <b>23</b> |
| <b>CAPÍTULO 8: DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA EM 2012 E<br/>CENÁRIO ECONÔMICO PARA 2013 .....</b> | <b>24</b> |
| 8.1 – Um Breve Resumo da Economia Internacional e Brasileira .....                                   | 24        |
| 8.2 – Projeção do PIB para 2013 (doze meses à frente) estimada pelo Banco<br>Central .....           | 28        |
| 8.3 - Expectativas de mercado e inflação para 2012/2013 .....  | 29        |
| 8.4 - Análise Conclusiva .....   | 32        |

## **INTRODUÇÃO**

1. 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 2013. 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, fixa parâmetros para a alocação de recursos 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 519, de 24/08/2011, 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.

2. 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.

3. 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,
- os limites utilizados para investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica.

4. 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 2013 foi devidamente aprovada na 85ª Sessão Ordinária do Conselho de Administração do Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro, em 11 de janeiro de 2013. 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**

5. 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.

6. 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.

7. 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.

8. A presente Política de Investimentos terá validade até 31 de dezembro de 2013 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**

9. 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**

10. 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**

11. 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 Conselho 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**

12. 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).

13. 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**

14. 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, 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.

15. 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.

16. 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 N° 3922, de 25/10/2010, e regulamentação expressa pela Portaria N° 402, de 10/12/2008, do Ministério da Previdência Social). Ressalta-se que a aquisição das NTN-B's em 2011, com vencimentos em 2012 e 2013, aproveitou o momento favorável de mercado em que as taxas para compra em mercado secundário estavam acima da meta atuarial, garantindo no vencimento um rendimento médio de IPCA + 6,85% a.a..

17. Em 2012, com a continuidade do cenário brasileiro de baixa de juros reais, implementado pelo governo a partir de setembro/2011<sup>1</sup>, e, portanto, sem alternativas de investimentos diretos em títulos públicos que garantissem o alcance da meta atuarial, foi dada em março a partida para, em conformidade com a Política de Investimentos então vigente, a constituição de uma carteira de fundos de investimentos, observando-se as condições de risco destes instrumentos financeiros. Inicialmente foram privilegiados os fundos com menores prazos médios, uma vez entender-se que os mesmos ainda poderiam auferir ganhos superiores aos da Taxa SELIC, com riscos consideravelmente inferiores aos fundos de mais longo prazo. E, de fato, aqueles fundos responderam satisfatoriamente em comparação com a mencionada taxa. Cabe ressaltar, no entanto, que o mês de maio, haja vista a deterioração do cenário externo e as incertezas políticas na Europa, foi marcado pela elevação dos índices de aversão ao risco global, afetando o comportamento das bolsas, das *commodities* e do mercado de juros. A crise da dívida europeia continuou sendo o principal vetor de impacto nos mercados, com o ingrediente político adicionando volatilidade.

18. Em agosto/2012 houve um expressivo volume de vencimentos da carteira de NTN-B's, de aproximadamente 68% do estoque total de títulos, correspondente a cerca de R\$ 446 milhões. Após o vencimento, estes recursos foram aplicados provisoriamente em operações compromissadas, a fim de serem reposicionados em fundos de investimentos, de forma cautelosa, sobretudo em fundos lastreados em NTN-B's de maior prazo médio, com maiores expectativas de rendimento naquele momento, em detrimento dos fundos mais curtos, cujo período expressivo de ganhos parecia haver-se esgotado. Este reposicionamento foi realizado paulatinamente, estendendo-se até novembro.

---

<sup>1</sup> Cabe esclarecer que a opção por compra de NTN-B's, naquele momento, não se mostrava mais atrativa, pois ao contrário do ano de 2011, as taxas negociadas em mercado secundário, para todos os vencimentos deste papel, encontravam-se substancialmente abaixo da meta atuarial, comportamento verificado desde o 2º semestre de 2011, na medida em que a política monetária do Banco Central vem praticando reduções da taxa SELIC, implicando em juros reais inferiores a 4% a.a., em toda a estrutura a termo da taxa de juros.

19. 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 N° 3.922/10, da estimativa de fluxo de caixa do FUNPREVI e da sua meta atuarial (conforme quadro a seguir):

| <b>FLUXO DE CAIXA - FUNPREVI 2013</b>       |                         |
|---|-------------------------|
| <b>1 - Receitas</b>                         |                         |
|   | <b>2.354.940.401,14</b> |
| - Contribuições Previdenciárias             | 360.547.784,91          |
| - Contribuições Patronais                   | 721.430.222,11          |
| - Compensação Previdenciária                | 46.347.027,56           |
| - Contribuição Suplementar                  | 1.143.840.664,20        |
| - Juros Financiamento Imobiliário PREVI-RIO | 50.836.772,25           |
| - Dividendos                                | 0,00                    |
| - Transferências de LH                      | 401.324,11              |
| - Rendimentos de LH                         | 0,00                    |
| - Devolução de Pagamentos                   | 0,00                    |
| - Aluguéis                                  | 31.536.606,00           |
| - Créditos e Transferências PREVI-RIO       | 0,00                    |
| - outros ingressos                          | 0,00                    |
| - royalties de petróleo                     |                         |
| - amortizações de financiamento imobiliário |                         |
| <b>2 - Despesas</b>                         |                         |
|   | <b>2.648.015.645,44</b> |
| - Aposentadorias                            | 2.164.648.685,70        |
| - Pensões                                   | 418.762.773,50          |
| - Taxa de Administração                     | 60.176.708,18           |
| - Depósito Judicial                         | 2.050.000,00            |
| - Outras despesas                           | 733.357,12              |
| - Devolução ao Tesouro                      | 0,00                    |
| - Compensação Previdenciária Passiva        | 1.644.120,93            |
| <b>Resultado Primário</b>                   | <b>-293.075.244,30</b>  |

#### 4.2 – Composição e Limites de Alocações

20. As aplicações de recursos do FUNPREVI deverão ser realizadas com base nos parâmetros norteadores estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional. Em consequência, 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 2013 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.

21. Por sua vez, 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:

| <b>Segmento de Renda Fixa</b>   | <b>% Máximo</b> | <b>% Mínimo</b> |
|---|-----------------|-----------------|
| 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 classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de 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               |
| 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 ou 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, IBrX e IBrX-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**

22. 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

23. 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.

24. 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.

25. 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.

26. A carteira de títulos públicos do FUNPREVI tinha valor de mercado aproximado, na data de 12/11/2012, de R\$ 1,120 bilhão. A alocação da carteira era composta de Operações Compromissadas<sup>2</sup> (cerca de 12% da carteira), Títulos Públicos (cerca de 19%) e Fundos de Investimentos (cerca de 68%), sendo o restante (1%) aplicados em Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal e ações mobiliárias negociadas na BOVESPA. Os Títulos Públicos referem-se a NTN-B (Nota do Tesouro Federal - Série B), com vencimento em 15/05/2013, que paga cupons com taxa de 6% a.a. mais IPCA. Observa-se

---

<sup>2</sup> Observa-se que, no mês de agosto/2012, ocorreu vencimento de NTN-B's, no valor aproximado de R\$ 446 milhões. Esse montante foi alocado inicialmente em operações compromissadas, para posterior aplicações em fundos de investimentos aprovadas pelo COMIN e explicitadas na Nota Técnica 13 da Diretoria de Investimentos.

claramente uma carteira com baixa *duration*, ou seja, com um fluxo financeiro em um horizonte de tempo de curto prazo.

27. 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**

28. 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.

29. 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.

30. 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.

31. 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**

32. 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.

33. 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.

34. 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.

35. 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**

### **6.1 – Ativos Mobiliários**

36. A atual carteira do FUNPREVI irá contemplar uma disponibilização de recursos oriundos de vencimentos e pagamentos de cupons de NTN-B's que ocorrerão em maio de 2013, da ordem aproximada de R\$ 210 milhões (conforme posição em 12/11/2012 abaixo).

| DISPONIBILIDADE FINANCEIRA  |                           | 12/11/2012                |                             |
|---|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| FUNPREVI  |                           |                           |                             |
| APLICAÇÕES  |                           |                           |                             |
|   | CEF                       | B. BRASIL                 | TOTAL                       |
| COMPROMISSADAS TX 100% - SELIC  | R\$ 131.076.371,32        | R\$ -                     | R\$ 131.076.371,32          |
| COMPROMISSADAS TX 99,50% - SELIC  | R\$ 102.286,75            | R\$ -                     | R\$ 102.286,75              |
|   | R\$ -                     | R\$ -                     | R\$ -                       |
| Fundo de Inv. CAIXA Brasil IRF-M 1 Títulos Púb Renda Fixa               | R\$ 196.200.875,93        | R\$ -                     | R\$ 196.200.875,93          |
| Fundo de Inv. CAIXA Brasil IMA-B 5 Títulos Púb Renda Fixa               | R\$ 151.829.250,18        | R\$ -                     | R\$ 151.829.250,18          |
| Fundo de Inv. CAIXA Brasil IMA Geral Títulos Púb Renda Fixa Longo Prazo | R\$ 100.862.012,93        | R\$ -                     | R\$ 100.862.012,93          |
| BB Previdenciário Renda Fixa IRF-M1 Títulos Púb Fundo de Investimento   | R\$ -                     | R\$ 184.945.436,92        | R\$ 184.945.436,92          |
| BB Previdenciário Renda Fixa IDKA 2 Títulos Púb Fundo de Investimento   | R\$ -                     | R\$ 111.473.778,11        | R\$ 111.473.778,11          |
| BB Previdenciário Renda Fixa IRF-M Títulos Púb Fundo de Investimento    | R\$ -                     | R\$ 20.005.925,20         | R\$ 20.005.925,20           |
| <b>Total</b>  | <b>R\$ 580.070.797,11</b> | <b>R\$ 316.425.140,23</b> | <b>R\$ 896.495.937,34</b>   |
| APLICAÇÃO EM LH CAIXA CEF   | R\$ 1.363.086,41          | R\$ -                     | R\$ 1.363.086,41            |
| APLICAÇÃO EM AÇÕES  | R\$ -                     | R\$ 12.456.497,85         | R\$ 12.456.497,85           |
| APLICAÇÃO EM TÍTULOS PÚBLICOS - NTN-B                                   | R\$ -                     | R\$ 210.398.265,83        | R\$ 210.398.265,83          |
| <b>TOTAL GERAL</b>  |                           |                           | <b>R\$ 1.120.713.787,43</b> |

37. A presente estratégia de investimentos tem por premissa básica estabelecer um compasso de alocação eficiente destes recursos, além de realocação de outros integrantes da atual carteira, à medida que os mesmos forem sendo disponibilizados nos vencimentos previstos. Estas alocações atenderão aos limites previstos na legislação vigente, e terão por base a projeção, pela Diretoria de Investimentos, dos possíveis cenários macroeconômicos esperados.

38. 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 2013 para o FUNPREVI.

39. 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.

40. 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 29/10), que aponta, para o ano de 2013, os seguintes indicadores econômicos:

**IPCA = 5,20%;**

**Taxa SELIC (média) = 7,20%**

**Juros Reais = 1,90%**

41. Admitindo o cenário base da BBDTVM como provável para o exercício de 2013, 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>3</sup>, de operações compromissadas, de cotas dos fundos de investimentos lastreados em títulos públicos federais e das demais modalidades de investimentos em valores mobiliários, tanto no segmento de renda fixa quanto no de renda variável, permitidas pela Resolução CMN 3922/2010, a serem aplicados somente no Banco do Brasil e na Caixa Econômica Federal, conforme explicitado no capítulo 7 seguinte. Ressalta-se que essas demais modalidades de investimentos, dos segmentos de renda fixa e renda variável, contidas na mencionada Resolução, não deverão, em conjunto, ultrapassar o percentual máximo de 10% (dez por cento) do patrimônio da carteira.

42. Assim, ocorrendo os vencimentos das NTN-B's, respeitadas as necessidades do fluxo de caixa e os cenários, tanto em termos das dinâmicas das inflações implícitas contidas nas NTN-B's quanto na ETTJ IPCA<sup>4</sup>, observadas na Estrutura a Termo da Taxa de Juros<sup>5</sup>, e nas expectativas dos desempenhos dos índices que compõem o mercado acionário brasileiro, os recursos serão alocados naqueles produtos que apresentarem melhores desempenhos.

---

<sup>3</sup> Entende-se por vencimentos curtos papéis com resgate até o final do ano de 2014, com vistas a mitigar a volatilidade dos retornos esperados.

<sup>4</sup> ETTJ IPCA é a Curva Real de Juros, descontada a inflação implícita da Curva Pré-Fixada. Para maiores explicações, veja a nota de rodapé nº 5.

<sup>5</sup> Em termos simplificados, "Estrutura a Termo das Taxas de juros - ETTJ" é uma demonstração gráfica de como o mercado está apreçando o risco a cada vértice ou vencimento. Em caso de dúvida, sugere-se a leitura da metodologia de cálculo da ETTJ desenvolvida pela ANBIMA, em seu sítio eletrônico: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/precos/ettj/Pages/default.aspx>

43. No que tange ao processo decisório dos fundos de investimentos em ações, cumpre observar que as variáveis de análise serão a conjuntura econômica local e internacional e os seus efeitos nos diversos setores econômicos e financeiros correlacionados. As ferramentas de análise do comportamento do mercado acionário serão aquelas efetivamente empregadas entre os operadores, tais como as análises técnica e fundamentalista.

44. As aplicações financeiras selecionadas, seja em fundos de investimento de títulos públicos federais, em cotas de fundos de ações e/ou em fundos de investimentos estruturados, serão monitoradas tanto no que tange aos seus desempenhos esperados 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.

45. Ressalta-se que no caso da seleção/aplicação em fundos de investimentos estruturados, em especial fundos de investimento em direitos creditórios, sob a forma de condomínio aberto, os critérios de seleção serão:

- o risco de crédito associado a cada produto;
- o prazo de carência proposto;
- a taxa real de retorno compatível com a meta atuarial;
- o volume de recursos a serem disponibilizados;
- as condições de liquidez por conta de uma eventual necessidade de antecipação de resgate das cotas em relação ao prazo proposto.

46. No modelo de escolha para a seleção de títulos públicos federais de vencimento curto, serão consideradas duas variáveis principais:

- 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”.

47. 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.

48. 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.

49. Portanto, sendo a LFT o ativo de maior liquidez no mercado brasileiro, toda e qualquer decisão de compra de 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 positiva entre as taxas de juros dos títulos<sup>6</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.

50. Quando este mecanismo ocorre, abre-se o que se chama de “janela de oportunidade” para compra de títulos, que, levados até os seus vencimentos, garantem as taxas de juros praticadas na compra<sup>7</sup>.

51. 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.

52. 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

---

<sup>6</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>7</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.

planejamento, com vistas a mitigar os riscos de oscilações de preços dos papéis públicos no mercado secundário.

## **6.2 – Ativos Imobiliários**

53. A partir da Lei Municipal nº 5.300/2011, cujo objetivo foi capitalizar o FUNPREVI, diversos imóveis foram vinculados ao Fundo. A carteira imobiliária do FUNPREVI é relativamente pequena, mas é composta por imóveis valorizados, localizados próximo ao Centro Administrativo da Prefeitura, na região denominada TELEPORTO, e também na região conhecida como PORTO MARAVILHA, relacionados no quadro abaixo:

| <b>IMÓVEIS</b> |   |
|----------------|---|
| <b>1</b>       | <b>PRÉDIO CASS BLOCO I - Rua Afonso Cavalcanti, PAL 43932</b> |
| <b>2</b>       | <b>PRÉDIO CASS BLOCO II – Rua Júlio do Carmo, PAL 43932</b>   |
| <b>3</b>       | <b>TORRE NORTE – Rua Madre Teresa de Calcutá, PAL 43932</b>   |
| <b>4</b>       | <b>TORRE SUL – Rua Joaquim Palhares, PAL 43932</b>            |
| <b>5</b>       | <b>CENTRO DE CONVENÇÕES – Av. Paulo de Frontin, PAL43932</b>  |
| <b>6</b>       | <b>TERRENO – Avenida Presidente Vargas, PAL 41941</b>         |
| <b>7</b>       | <b>QUADRA 03 – Rua Afonso Cavalcanti, PAL 43932</b>           |
| <b>8</b>       | <b>QUADRA 14 A – Rua Dom Marcos Barbosa, PAL 43932</b>        |
| <b>9</b>       | <b>QUADRA 14 B – Rua Dom Marcos Barbosa, PAL 43932</b>        |
| <b>10</b>      | <b>QUADRA 15 LOTE 01 – Rua Afonso Cavalcanti, PAL 43932</b>   |
| <b>11</b>      | <b>QUADRA 15 LOTE 02 – Rua Afonso Cavalcanti, PAL 43932</b>   |
| <b>12</b>      | <b>QUADRA 23 – Rua Joaquim Palhares, PAL 43932</b>            |
| <b>13</b>      | <b>QUADRA 24 LOTE 02 – Rua Ulysses Guimarães, PAL 43932</b>   |
| <b>14</b>      | <b>QUADRA 25 LOTE 01 – Rua Ulysses Guimarães, PAL 43932</b>   |

54. Apenas o terreno situado na Av. Presidente Vargas (item 6 - PAL 41941) encontra-se com a sua situação registraria regularizada junto ao Registro de Imóveis. Todos os demais, localizados na região denominada TELEPORTO,

apesar de estarem na posse do FUNPREVI, não apresentam situação registraria regularizada.

55. Neste contexto cumpre destacar que deverá ser priorizada a regularização<sup>8</sup> da situação registraria dos imóveis localizados na região do TELEPORTO.

56. Analisando o mercado imobiliário na atualidade, observa-se que o grande número de investimentos no segmento comercial na Cidade do Rio de Janeiro ocorridos nos anos de 2009, 2010 e 2011 poderá acarretar, após 2013, uma dificuldade de locação ou preços inferiores ao mercado atual, devido ao volume de imóveis que serão colocados à disposição. Concretizando-se tal hipótese, os imóveis não edificados deverão decrescer de valor devido à diminuição da demanda por novas construções.

57. A eventual diminuição da demanda deverá atingir, principalmente e primeiramente, pequenos e médios investidores e/ou locadores de espaço comercial de pequeno e médio porte. Sendo assim, os terrenos do FUNPREVI deverão se destinar, preferencialmente, a projetos destinados a grandes corporações que estejam se ampliando ou se instalando na Cidade do Rio de Janeiro.

58. Cumpre ressaltar que os imóveis abaixo relacionados foram objeto de contratos de concessão ou cessão onerosa de uso, que se encontram em vigor e preveem a seguinte remuneração mensal:

| <b>Imóvel</b>  | <b>Valor Contratual</b> |
|--|-------------------------|
| Prédio do CASS - Bloco I   | 888.859,25              |
| Prédio do CASS - Bloco II  | 667.563,23              |
| Terreno da Torre Norte, Torre Sul e Centro de Convenções Sulamérica <sup>9</sup> | 175.622,30              |
| Terreno Rua Benedito Hipólito  | 31.590,00               |
| Quadras 14A e 14B  | 960.171,21              |
| <b>Total</b>   | <b>2.723.805,99</b>     |

<sup>8</sup> O processo da regularização fundiária deverá observar o termo N° 701/97 – F/SPA, de 17/12/1997, notadamente a cláusula 2<sup>a</sup> e seus parágrafos.

<sup>9</sup> As benfeitorias erguidas no terreno se incorporarão ao patrimônio do FUNPREVI no término da concessão.

59. O PREVI-RIO deverá avaliar o mercado imobiliário, tendo em vista a necessidade de aproveitar economicamente os imóveis da carteira do FUNPREVI, devendo ser observado, preferencialmente, o uso para sede empresarial/institucional, prédio comercial, hotel ou *shopping-center*.

60. As alternativas propostas para o aproveitamento dos imóveis do FUNPREVI são:

- i. Integralização de cotas de fundo imobiliário com terrenos do FUNPREVI, conforme prevê a Resolução CMN nº 3.922/2010;
- ii. Alienação de terrenos do FUNPREVI com recebimento de parte das unidades construídas no local como pagamento;
- iii. Concessão de uso onerosa com reversão das benfeitorias realizadas no imóvel ao término do prazo.

61. Caberá ao PREVI-RIO estabelecer no processo decisório da escolha da melhor alternativa de aproveitamento que sejam observados os parâmetros da meta atuarial do FUNPREVI, assim como a compatibilidade do ciclo de investimento-retorno da respectiva alternativa com as necessidades do seu fluxo de pagamentos.

62. Pontue-se, por fim, que os imóveis que compõem a carteira do FUNPREVI, relacionados no parágrafo 53 acima, estão sendo objeto de nova avaliação, vez que aquela utilizada pela Lei Municipal nº 5.300/2011 (Quadro Anexo II), teve por base valores de abril/2011, que se encontram desatualizados.

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

63. Segundo aprovação do Conselho de Administração do PREVI-RIO – CAD na sua 63ª Sessão Ordinária, o FUNPREVI deverá investir somente nos fundos do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, ressaltando que tais fundos devem estar devidamente enquadrados segundo os parâmetros do Conselho Monetário Nacional.

64. 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.

65. Por sua vez, diante da concentração de aplicações nessas instituições, deve-se buscar, em reciprocidade, a mais completa assessoria técnica e treinamento do pessoal próprio do Instituto dedicado à gestão e aplicação dos recursos.<sup>10</sup>

## **CAPÍTULO 8: DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA EM 2012 E CENÁRIO ECONÔMICO PARA 2013**

### **8.1 – Um Breve Resumo da Economia Internacional e Brasileira**

66. A economia global segue com perspectiva de baixo crescimento por um período de tempo prolongado. Nos Estados Unidos, a despeito do mercado imobiliário ter apresentado sinais de melhora em meses recentes, o ritmo de atividade segue influenciado por risco de contenção fiscal e de fragilidade no mercado de trabalho, que se somam aos associados à crise europeia. Na Zona do Euro, embora iniciativas recentes tenham contribuído para reduzir a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, permanecem incertezas políticas e ceticismo sobre a liquidez do sistema bancário em alguns países da região, fato que sustenta perspectivas desfavoráveis para a atividade.

67. As expectativas das economias emergentes continuam apontando um ritmo de atividade moderado em países da América Latina e da Ásia, em parte por reflexo do baixo crescimento das economias maduras. Em casos específicos, observam-se mudanças no padrão de crescimento – com menor ênfase nas exportações – que tendem a ser permanentes. Nota-se ainda que o

---

<sup>10</sup> Saliente-se que o PREVI-RIO já iniciou os procedimentos necessários junto à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil para que sejam desenvolvidos cursos no decorrer do 1º semestre de 2013.

cenário para as economias chinesa e indiana se apresenta mais desafiador do que se antecipava. Neste contexto, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes, o ritmo da atividade tem sido moderado.

68. Ressalta-se que a moderação da atividade da China, aliada à fragilidade da economia mundial, tende a conter pressões altistas sobre os preços das *commodities*.

69. Assim, o cenário base com que os analistas trabalham<sup>11</sup> possui uma dinâmica relativamente benigna para os preços, especialmente para os dos alimentos no médio prazo, embora a instabilidade dos preços dos produtos *in natura* e de grãos constitua um fator de risco no curto prazo.

70. No Brasil, a recuperação tem se materializado de forma gradual, mas o ritmo de atividade tende a se intensificar neste segundo semestre e no próximo ano<sup>12</sup>, com alguma assimetria entre os diversos setores. De um lado, os eventos externos se transmitem para a economia brasileira, entre outros canais, via confiança, fluxos de comércio exterior e de investimentos. Por outro lado, o cenário base leva em conta os efeitos, em especial sobre o consumo das famílias e sobre os investimentos, das ações de política monetária implantadas desde agosto de 2011, que tendem a operar com defasagens<sup>13</sup> e são cumulativos.

71. Em meses recentes, a expansão do mercado de crédito segue em ritmo moderado, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas.

72. No que se refere à política fiscal, as iniciativas recentes apontam o balanço do setor público se deslocando de uma posição de neutralidade para ligeiramente expansionista. O Banco Central (Bacen) avalia que a geração de

---

<sup>11</sup> Inclusive os técnicos do Banco Central.

<sup>12</sup> A expectativa de crescimento do PIB para 2013 é de 4,0%, segundo a mediana do mercado datada de 09/novembro/2012, contida no Boletim Focus do Banco Central.

<sup>13</sup> Estudos econométricos dão conta que os efeitos de uma variação na taxa SELIC levam aproximadamente de 6 a 9 meses para atingir a sua plenitude.

superávits primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação solidifica a tendência de redução da dívida pública. Desta forma, seu custo de financiamento tende a recuar, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimulará o investimento privado no médio e longo prazos. A autoridade monetária reafirma que seu cenário base para a inflação está condicionado à materialização das trajetórias com as quais trabalha para variáveis fiscais.

73. No *front* externo, o déficit de transações correntes atingiu em outubro o montante de US\$ R\$ 2,956 bilhões. No acumulado em doze meses, o déficit corresponde a 2,15% do PIB. Um componente importante desse déficit tem sido a remessas de lucros e dividendos. Nota-se que os investimentos estrangeiros tem sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$ 47,576 bilhões até outubro do corrente. A estimativa é de que atinja cerca de US\$ 62 bilhões até o final do ano, equivalendo a aproximadamente 2,6% do PIB.

74. No *front* interno, a inflação medida em termos de IPCA, em doze meses, alcançou 5,45% e, em outubro, 0,59%. No acumulado do ano o índice registra aumento de 4,38%. O Bacen reafirma que, em sua visão, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória da meta, contudo de forma não linear.

75. O seu argumento se apoia no cenário internacional deflacionista no médio prazo<sup>14</sup>, apesar de manifestar viés inflacionário no curto prazo.

76. Em relação aos efeitos da política monetária e seus mecanismos de transmissão, via mercado de crédito, custo das reservas e etc., o Bacen avalia que há evidências de deslocamento para baixo da taxa de juros neutra<sup>15</sup> nos últimos anos. Essa ponderação encontra respaldo nos modelos de projeção do

---

<sup>14</sup> No último encontro do FMI, em 13 de outubro, a instituição reviu para baixo suas projeções de crescimento para as economias que compõem a Zona do Euro, EUA, Japão, China e América Latina, entre outras.

<sup>15</sup> Por definição, a taxa de juros neutra é aquela que não gera nem inflação e nem deflação no nível geral dos preços de uma dada economia.

Bacen, bem como na dinâmica dos rendimentos dos títulos – públicos e privados – negociados nos mercados domésticos e internacionais<sup>16</sup>.

77. Em termos de projeção do PIB para 2012, a estimativa da autoridade monetária é de 1,6%, um pouco acima da mediana do mercado, na posição de 09/novembro/2012, contida no relatório Focus, por volta de 1,54%.

78. Decompondo por setores de atividade, a produção agropecuária recuará 1,4%, ante a projeção anterior contida no relatório junho/2012, de -1,5%, melhora associada, em especial, ao desempenho favorável da segunda safra de milho. A variação da produção na indústria passou de 1,9%, no relatório anterior, para menos 0,1%, em linha com a estimativa de recuo de 2,2% no ano, ante um aumento de 0,5% considerado anteriormente, na produção da indústria de transformação. O crescimento projetado para o setor de serviços em 2012 é de 2,2%.

79. No âmbito dos componentes da demanda agregada, ressalta-se a redução de 3,2% na projeção da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)<sup>17</sup>. A projeção para o crescimento do consumo das famílias passou de 3,5% para 3,3% e para o consumo do governo, de 3,2% para 3,7%.

80. Em relação ao componente externo da demanda agregada, a variação anual das exportações foi revista em -3,2% para 0,9%, alteração compatível com o resultado do segundo trimestre, em especial em junho, e com as perspectivas de recuperação moderada no curto prazo, em ambiente de fragilidade da atividade econômica de importantes parceiros comerciais. A expansão das importações foi revisada para 2,7%, ante 5,6% na projeção anterior, reflexo da moderação da demanda doméstica e da incorporação dos resultados iniciais relativos ao terceiro trimestre.

---

<sup>16</sup> Uma grande maioria de analistas financeiros concorda com a tese do Bacen. Contudo, argumentam que a queda dos juros reais esteve muito mais associada à projeção de um cenário internacional de baixo crescimento por um longo período do que, efetivamente, por conta das melhoras de caráter estrutural vividos na nossa economia.

<sup>17</sup> A redução desse indicador indica queda na taxa de investimento, o que tende a afetar a taxa de crescimento do produto potencial.

81. A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2012 é estimada em 1,8% e, do setor externo, em -0,2%.

## **8.2 – Projeção do PIB para 2013 (doze meses à frente) estimada pelo Banco Central**

82. Em termos de perspectiva do PIB para os próximos trimestres, o Bacen projeta um crescimento de 3,3%, compreendendo o período de quatro trimestres a ser encerrado em junho de 2013, portanto, 2,1% superior ao observado, no mesmo tipo de comparação<sup>18</sup>.

83. Decompondo por setor de atividade, a autoridade monetária prevê um crescimento para o setor agropecuário de 4,8%, ante 1,5% no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2012, que, segundo técnicos do Banco, estariam em linha com as perspectivas de crescimento das safras de café e com as perspectivas de crescimento da safra de grãos, em especial soja e milho, no primeiro semestre de 2013.

84. Já para a projeção de crescimento da indústria, a autoridade monetária prevê incremento de 2,0%, no período em consideração; destacando-se a reversão, de -2,9% para 0,8% no resultado da indústria de transformação. Dentre outros aspectos, a indústria tende a responder às condições financeiras mais favoráveis.

85. Já para o setor terciário a expectativa é bem mais elevada, com um incremento de 3,3%, resultando 1,7% superior ao registrado, no mesmo tipo de comparação, no segundo trimestre de 2012.

86. Neste cenário, os setores de maior dinamismo serão as atividades de intermediação financeira e comércio, com aumentos de 3,2% e 2,8% respectivamente.

87. Quando a projeção se dá via componentes da demanda doméstica, o consumo das famílias apresenta uma variação positiva de 4,2%, ante 2,5% no intervalo de quatro trimestres finalizado em junho de 2012, uma evolução

---

<sup>18</sup> A referência é o acumulado de quatro trimestres iniciando-se em junho de 2012.

consistente com as perspectivas relacionadas às trajetórias dos mercados de trabalho e de crédito. O consumo do governo deverá aumentar 3,6%, e os investimentos, traduzido na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), um incremento de 1,4%. A balança comercial deverá apresentar um crescimento nas exportações e importações de 1,5% e 2,7%, respectivamente. Por fim, a contribuição da demanda interna está estimada em 3,5% e a do setor externo em -0,2% para o período em análise.

### **8.3 - Expectativas de mercado e inflação para 2012/2013**

88. Conforme mencionado no início deste capítulo, o cenário prospectivo com o qual o BACEN trabalha, notadamente o do ambiente externo, aponta para um baixo crescimento, sobretudo para as economias maduras<sup>19</sup>. De fato, as evidências acumuladas desde então apontam baixas taxas de crescimento - abaixo do crescimento potencial - bem como moderação no ritmo de atividade em importantes economias emergentes<sup>20</sup>. Neste contexto, apesar de pressões localizadas nos preços praticados nos mercados internacionais, decorrentes de choques negativos de oferta no segmento de *commodities* agrícolas – cujos impactos podem ser potencializados por recentes ações não convencionais de política monetária -, o cenário internacional se mostra desinflacionário no médio prazo.

89. Do lado interno, o cenário prospectivo da autoridade monetária contempla ritmo de atividade mais intenso no primeiro semestre do próximo ano, decorrente, como já frizado anteriormente, dos efeitos de afrouxamento da política monetária, introduzido desde agosto de 2011, que possuem um caráter defasado e cumulativo. A moderação no mercado de crédito e a materialização das trajetórias para as variáveis fiscais também se apresentam como aspectos

---

<sup>19</sup> Seriam, basicamente, as economias dos EUA, Alemanha, Japão, Inglaterra, França e Itália.

<sup>20</sup> Índia e China.

importantes no contexto doméstico. Os desenvolvimentos domésticos indicam, no horizonte relevante, um balanço de risco neutro<sup>21</sup>.

90. A autoridade monetária enfatiza que a economia internacional apresentará um baixo ritmo de crescimento, notadamente no setor manufatureiro. Nos EUA, a despeito do mercado imobiliário ter apresentado sinais de melhoria em período recente, o ritmo de atividade segue influenciado pelo cenário de contenção fiscal e de fragilidade do mercado de trabalho, bem como os riscos associados da economia à crise europeia. Na zona do euro, embora iniciativas recentes tenham contribuído para reduzir a probabilidade de ocorrência de eventos extremos no mercados financeiros internacionais, prossegue elevado o ceticismo sobre a solidez do sistema bancário em alguns países da região, bem como incertezas políticas, o que reforça as perspectivas desfavoráveis para a atividade.

91. Assim, nesse contexto, o Bacen atribui elevada probabilidade de que as restrições, às quais hoje estão expostas as diversas economias, se prolonguem no tempo.

92. Nessas economias, restrições no espaço de utilização de políticas contracíclicas, mercado de trabalho debilitado, destruição de riqueza e mercado de crédito restritivo contribuem para a manutenção das perspectivas de baixo crescimento.

93. As expectativas de crescimento de economias emergentes continuam apontando ritmo de atividade moderado em países da América Latina e da Ásia, em parte reflexo do baixo crescimento das economias maduras. Em casos específicos, observam-se mudanças no padrão de crescimento – com menor ênfase em exportações – que tendem a ser permanentes<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> O Bacen não vê, em seu cenário base, uma deterioração mais aguda no ritmo de crescimento das principais economias e, tampouco, riscos inflacionários provenientes tanto do ambiente interno quanto externo.

<sup>22</sup> Caso específico das exportações chinesas e indianas.

94. O Bacen destaca a relevância da transmissão via canal das expectativas, que afeta investimentos, no caso de empresários, e consumo, no caso das famílias. Neste contexto, apesar da resiliência da demanda doméstica nas economias emergentes, o ritmo de atividade será moderado.

95. O Bacen salienta ainda que os riscos para a estabilidade financeira global permanecem elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos e da exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Em certa medida, esses desenvolvimentos se refletem em níveis elevados dos preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e soberanos, especialmente na zona do euro. Cabe notar ainda, as evidências de deslocamentos de liquidez privada entre os países da zona do euro, bem como os elevados preços de ativos nas economias dessa região, que apresentam sólidos fundamentos.

96. Assim, em que pese a complexidade que cerca o ambiente externo - com a presença de elevada volatilidade persistindo, tanto neste segundo semestre quanto no ano que vem, a autoridade monetária avalia, assim como a maioria dos analistas, que diminuiu a probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

97. Conforme já mencionado, o cenário prospectivo para a inflação, no horizonte de curto prazo, tem sido negativamente impactado por choques de oferta, decorrentes de eventos climáticos externos, cujos efeitos podem ser potencializados por recentes ações de política monetária não convencionais.

98. Assim, de acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado, datado de 09 de novembro, a mediana das projeções relativas às variações anuais do IPCA para 2012 e 2013 atingiram 5,46% e 5,40%, respectivamente, ante 5,40% e 5,40% ao final de outubro. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 5,49% em 09 de novembro.

99. Já mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contrato em 2012 manteve-se em 3,5% em 09 de novembro, enquanto a referente a 2013 se encontra em 3,4%.

100. As medianas das taxas de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2012 e 2013 atingiram R\$ 2,02/US\$, em 09 de novembro, ante R\$ 2,01/US\$ em fins de outubro.

#### 8.4 - Análise Conclusiva

101. Diante do cenário base proposto pelo Banco Central e das pesquisas semanais colhidas através do Boletim Focus, há de se esperar uma taxa de inflação acima da meta, que deverá manter a demanda por NTN-B's de vencimentos mais curtos<sup>23</sup>. A autoridade monetária, em seu relatório de inflação do mês de setembro, discutido neste capítulo de forma reduzida, concorda que há riscos de curtos prazo para a dinâmica dos preços, muito em função da sua política de afrouxamento monetário, iniciada em agosto de 2011. Segundo analistas, o Banco parece que não persegue “mais” a meta como na gestão anterior<sup>24</sup>. Esta percepção gera muitas incertezas nas expectativas do comportamento dos preços que, só não são de todo potencializadas, devido ao ambiente externo que se mostra mais recessivo, impactando nos preços das *commodities* internacionais e nas expectativas dos agentes privados<sup>25</sup>.

102. A taxa de juros real de equilíbrio, ou neutra, que por definição, não gera nem aumento e nem diminuição de preços, parece não ser a que vigora hoje no mercado<sup>26</sup>. No caso da economia passar a apresentar um ritmo maior de crescimento, poderemos observar uma elevação na taxa de juros real, deslocando para cima toda a estrutura a termo da taxa de juros, o que teria como efeito líquido uma queda nos ativos de renda fixa.

<sup>23</sup> Entende-se por “NTN-B's mais curtas”, aquelas cujos vencimentos ocorram até o exercício de 2015.

<sup>24</sup> O antecessor de Alexandre Tombini, Henrique de Campos Meireles, que presidiu o Bacen de 2003 a 2011, marcou a sua gestão por uma política monetária que tinha como pressuposto básico o sistema de metas de inflação, ou seja, o manejo da taxa SELIC de forma a converter a inflação corrente o mais próximo possível da meta de inflação prevista a cada exercício.

<sup>25</sup> Conforme salientado pelo relatório de inflação de setembro de 2012, resumido no item 9.1 desta Política de Investimentos.

<sup>26</sup> Embora o Banco Central tenha encontrado evidências empíricas de que a taxa de juros real de equilíbrio tenha se reduzido bastante, não é isso o que pensa a maioria dos analistas de mercado. Segundo algumas instituições de pesquisa, hoje a taxa de juros neutra deveria ser em torno de 3,5 a 4,0% e não a taxa de 2,3406%, praticada na NTN-B com vencimento em 15/05/2015, em 16/11/2012.