



PREFEITURA MUNICIPAL DE PORTO ALEGRE  
DEPARTAMENTO MUNICIPAL DE PREVIDÊNCIA DOS SERVIDORES  
PÚBLICOS DO MUNICÍPIO DE PORTO ALEGRE

1

2

3

4

Ata 2016-14

5

Comitê de Investimentos

6

7 Aos vinte cinco dias do mês de agosto, às quatorze horas e trinta minutos, na sala de  
8 reuniões, 14º andar do prédio, nas dependências do Previmpa, situado na Rua Uruguai,  
9 número 277, nesta Capital, reuniu-se o Comitê de Investimentos deste Departamento,  
10 em sua décima quarta reunião ordinária do ano de dois mil e dezesseis. Constatada a  
11 existência de quórum, compareceram os membros: Daniela Silveira Machado,  
12 presidente do Comitê de Investimentos, Adroaldo Bauer Spíndola Corrêa e Renan da  
13 Silva Aguiar, representantes do Conselho de Administração do Previmpa, Carlos  
14 Fabretti Patrício, Rogério de Oliveira e Tiago Iesbick, economistas da Unidade de  
15 Investimentos; Dalvin Gabriel José de Souza, Atuário da Assessoria de Planejamento do  
16 Previmpa. Como participantes-ouvinte o sr. Antônio Carlos da Costa Pinto, chefe da  
17 Unidade Gestão de Ativos Imobiliários e o sr. Rodrigo Machado Costa, Diretor Adjunto  
18 do Previmpa. Daniela abre os trabalhos comunicando que os membros do comitê que  
19 ainda não realizaram a prova CPA – 10 e CPA - 20 providenciem o documento para  
20 pagamento de taxa de realização de prova. As provas deverão ser realizadas até o dia  
21 15/09/2016. Feito isso, a presidente da esa passa a palavra ao sr. Tiago. O economista  
22 inicia sua apresentação com o cenário macro, europa e Rússia. Informa ele que a Z.Euro  
23 cresceu 0,3% no 2T16, ante 0,6% no 1T16, tende a crescer 1,5% em 2016; 1,4% em  
24 2017 e 1,6% em 2018. Reino Unido cresceu 0,6% no 2T16, ante 0,4% no 1T16; tende a  
25 crescer entre 1,5% e 2% em 2016, e entre -0,5% e 0,8% em 2017. Rússia decresceu  
26 0,6% em base anual no 2T16, ante queda de 1,2% no 1T16, tende a decrescer -1,5% em  
27 2016 e crescer 1,1% em 2017 (se os preços do petróleo se mantiverem em uma média  
28 de U\$50). A inflação na Z.Euro está em 0,2% (expectativa de estabilidade), no Reino  
29 Unido em 0,6% (expectativa de aumento) e na Rússia em 7,2% (expectativa de queda  
30 mais lenta do que anteriormente projetado). A taxa de juros está em -0,40% na Z.Euro;  
31 em 0,25% no Reino Unido e em 10,5% na Rússia. A expectativa na Z.Euro é de mais  
32 afrouxamento quantitativo, ou, no mínimo, a estabilidade do afrouxamento atual. No  
33 Reino Unido há expectativa de nova queda nos juros, porém não é esperada taxa de  
34 juros negativa. Na Rússia a expectativa é de manutenção da taxa no curto prazo, porém  
35 com intuito de seguir o movimento de queda mais adiante. Riscos ao cenário traçado:  
36 desdobramentos do Brexit, novos atentados terroristas na Zona do Euro com reflexos  
37 sobre PIB, fiscal e endividamento; aumento da tensão entre Rússia e OTAN (Síria,  
38 Ucrânia, Turquia), desmantelamento do tratado de Schengen, reflexos negativos e não  
39 esperados das taxas de juros negativas, aumento das disparidades políticas dentro da  
40 União Europeia (Portugal, Espanha, Grécia, Reino Unido); Inadimplência nos bancos

41 Europeus, frustração de expectativas por mais afrouxamento do BOE e do BCE. Na  
42 sequência, passa a palavra ao economista Carlos. O economista da UINV reporta a  
43 divulgação dos índices de inflação anualizados da China, que diminuiu 0,1%, saindo de  
44 1,9% para 1,8% e da Índia que aumentou 0,3%, saindo de 5,77% para 6,07%. Os  
45 demais indicadores, inclusive para o Japão e Estados Unidos ficam inalterados. Com  
46 relação às expectativas, continuidade da internalização da economia chinesa para passar  
47 a ser uma economia de consumo, é adicionado o fato de que a mesma também esta  
48 expandindo para além de suas fronteiras, investindo em outros países, em destaque o  
49 continente Africano. Este elemento adicional implica em tendência de crescimento  
50 menor de seu PIB e de suas importações, pois exporta/importa para ele mesmo e como a  
51 produção é externa as fronteiras do país o PIB não captura esta produção. Há quem diga  
52 que a China precisaria manter uma taxa de crescimento em torno de 7% a.a para  
53 absorver o ingresso de mão de obra nova. Além da taxa de produtividade por  
54 trabalhador, temos os salários relativamente baixos e um taxa de poupança considerável,  
55 o que implica em altas taxas de lucro para o processo de acumulação de capital. O  
56 capital é como uma divindade que procura a maior oferenda para crescer e não escolhe  
57 ideologia ou nação, possui qualquer um que lhe proporcione força de trabalho disposta a  
58 lhe entregar algumas horas de seu trabalho para saciar a sua necessidade de acumulação:  
59 porém, vem a contradição: além da acumulação propriamente dita existirá demanda  
60 suficiente para tanta produção. Um dos problemas do governo Chinês é que a taxa de  
61 poupança interna é considerável e por isto o motor de seu crescimento tem que ficar  
62 concentrado no investimento. Nos Estados Unidos, parece que as políticas de  
63 afrouxamento monetário se esgotaram e as taxas de juros de longo prazo baixas do jeito  
64 que estão, indicam, além do excesso de liquidez generalizado pela política monetária  
65 dos outros países, o fato de que não será fácil retornar a normalidade da política  
66 monetária. A candidata Hilary Clinton está colocando como programa de governo o  
67 investimento em infraestrutura combinado com o aumento dos impostos aos mais ricos:  
68 mas isto não é fácil. Certamente a política econômica adotada pelos Estados Unidos se  
69 irradiará para os demais países desenvolvidos. Ou seja, caso implementada, mais  
70 impostos e mais investimentos em infraestrutura (ponto de virada com a era Reagan).  
71 Avalia que a Índia continuará com fortes taxas de crescimento econômico, seguindo a  
72 tendência do Sudeste da Ásia. Espera que o FED normalize a sua política monetária,  
73 mas de forma muito lenta o que atrasaria mais ou aumento dos juros, e há quem já  
74 sinalize o aumento da meta de inflação. Por isto, aposta que mesmo com a alta dos juros  
75 do over americano os efeitos já estarão precificados pelos mercados. Cabe no entanto,  
76 ficar atento ao discurso de Janet Yellen no Simpósio de Jackson Hole (26/8/2016), bem  
77 como no próximo relatório que será divulgado quando da reunião de política monetária  
78 (FOMC) a ser realizado em setembro (20-21/09/2016). BREXIT não impacta CHINA e  
79 USA e impacta um pouco a INDIA e JAPÃO. Continua ele, riscos: 1 – O PIB Chinês,  
80 pelo que foi colocado acima e ainda, pelo fato da melhor austeridade quanto a política  
81 creditícia chinesa que é criticada pelo FMI, pode desinflar o PIB, levar ao mercado o  
82 receio de que haverá um pouso forçado da economia Chinesa. 2 – Por outro lado, se isto  
83 não ocorrer, poderemos ter a valorização do YUAN, em função da nossa ideia de  
84 integração daquela país ao mercado financeiro internacional em função de sua economia  
85 em termos de produção física 3 – Como esta muito difícil de ter inflação no Japão e em  
86 função das pequenas rupturas que vem ocorrendo levando os investidores buscar abrigo  
87 no IENE, o Japão poderá administrar o câmbio para evitar que sua moeda se valorize  
88 muito. Decidem juros junto com o FOMC e publicarão sua ATA no dia 27/9/2016. 4 -  
89 Como a China tem a maior produção física, ela é a principal formadora de preços das  
90 commodities: a valorização ou desvalorização de sua moeda pode inflacionar ou

91 deflacionar os preços das commodities e não sabemos bem qual é o efeito disto, por isto  
92 acaba por ser um forte elemento de risco, até por que o governo Chinês administra o  
93 câmbio. 5 – Estados Unidos: aquecimento do mercado de trabalho, possibilidade de alta  
94 dos preços do petróleo, a possível valorização do Yuan ensejaria a forte possibilidade de  
95 inflação do dólar, inclusive a nível maior que a autoridade monetária americana poderia  
96 administrar, gerando muita volatilidade nos mercados. Inicialmente coloca que o Tiago  
97 encaminhou um E-mail a ele versando sobre o entendimento de que para que o FED  
98 obtivesse o alvo de 2% de inflação, deveria elevar a sua taxa de juros: o efeito Fischer.  
99 É explicado que o modelo tradicional é o de Hicks e Hansen denominado modelo IS-  
100 LM. O modelo combina política fiscal e monetária (taxa de juros principalmente) para  
101 regular o nível de renda. Por este modelo, elevação dos juros reduzem o produto e o  
102 nível de preço (inflação) e vice versa. O efeito Fischer seria o oposto, um aumento de  
103 juros elevaria a inflação. A diferença é que o modelo IS-LM é instantâneo e o que o  
104 Fischer demonstrará é que, com o modelo parecido, uma elevação de juros no curto  
105 prazo reduz inflação, mas no longo prazo a inflação cresce: daí, aumento de juros  
106 implica em aumento de inflação para uma perspectiva de longo prazo e, por isto, o FED  
107 deveria subir os juros. Porém, existe sim um problema com a política monetária extrema  
108 que foi adotada. Mostramos na última reunião de cenários que os juros das hipotecas  
109 nos Estados Unidos vinham com uma tendência de queda desde 1990, em especial o  
110 gráfico deve revela a trajetória da principal componente atuarial para os modelos de  
111 capitalização. De 10,15% passou a 3,62%. Assim exemplificando, independente de  
112 quais são as regras contratuais de hipoteca lá nos estados unidos, utilizando o cálculo  
113 simples de pagamentos de parcelas iguais a cada mês, se viesse a comprar um imóvel de  
114 1 milhão nos Estados Unidos em 1990, inflando com as taxas de juros nominais, desta  
115 hipoteca hipotética de 30 anos sairia por 2,78 milhões. Porém, se viesse a comprar hoje,  
116 o custo com a hipoteca hipotética seria de 1,46 milhões. Este diferencial acaba gerando  
117 renda nominal, de origem financeira. Porém, por outro lado, aumentaríamos o nível de  
118 incerteza para o investimento e por conta disto, inibiríamos o investimento. Veja,  
119 podemos comprar o imóvel para duas finalidades: para morar ou para alugar. Se  
120 comprar a vista, à medida que os juros caírem, mais valor em empréstimo conseguirei se  
121 precisar. Um americano famoso elogiou este sistema, pois os pobres poderias  
122 simplesmente apanhar um empréstimo para complementar a sua renda. De fato, este  
123 ganho existe, porém, muito dele foi artificial: em um primeiro momento a China  
124 emprestava para os Estados Unidos derrubando as taxas e agora, é os QE que vem  
125 derrubando. Por outro lado, o investidor agora sabe que os juros estão caindo por  
126 políticas monetárias excepcionais, por tanto, vão acabar a qualquer momento. Para o  
127 investidor, um imóvel é para alugar e o preço do aluguel não é tão volátil,  
128 provavelmente poderá ser definido pelo salário de um trabalhador que tem certa rigidez.  
129 Assim, o retorno esperado da aquisição do mesmo imóvel é o fluxo de caixa esperado  
130 com o aluguel descontado de uma taxa de juros de longo prazo normal. Ora, não temos  
131 a taxa de longo prazo normal. Então espera-se a taxa de juros normal para começar a  
132 desentocar os investimentos. Em tese, podemos chamar este efeito como sendo a  
133 armadilha da liquidez, quando quedas sucessivas das taxas de juros não surtem efeito (o  
134 argumento teórico é baseado também na IS-LM). Porém, vai mais longe, está  
135 atrapalhando a própria recuperação. Então, quanto antes normalizar melhor, nem que  
136 seja com juros muito baixos. Mas ainda há um problema, no quadro a seguir ilustra uma  
137 situação preocupante, também já o havia mostrado, mas o resumi para recordar. É  
138 mostrado o PIB pela paridade do poder de compra (seria uma espécie de contado pelo  
139 produção física). Lista uma série de produtos primários que são estratégicos para a  
140 indústria. Na maioria, a China já é a principal produtora, mas não é só isto Se olharmos

141 a produção de aço e alumínio, sem desconsiderar os outros produtos cuja fonte tem que  
142 ser melhorada, a China praticamente concentra toda a produção: então, será que não  
143 temos excesso de produção. Se for, o capital não geraria mais retorno suficiente para  
144 uma elevação das taxas de juros. Finalizando, mostra Slide para os Atuários. Sua  
145 preocupação quando estamos fazendo a gestão do RPPS com relação a participação dos  
146 atuários na forma da estratégia no investimento mais ativa ou mais passiva, quando da  
147 venda dos títulos antes do vencimento. A taxa de juros é uma espécie de preço do  
148 tempo e serve para mensurar o preço de qualquer ativo, real ou financeiro. Se for  
149 investimento e gerar um fluxo de caixa, a taxa entrará para a construção do preço do  
150 ativo transformando os vencimentos diversos em uma taxa única. Por isto, o mercado  
151 financeiro e os setores estratégicos das empresas usam o fluxo de caixa descontado para  
152 avaliar a viabilidade dos investimentos. A manutenção de um título de longo prazo em  
153 carteira em um momento de persistente redução das taxas de juros implicará em um  
154 rendimento adicional em função do ajuste do preço do ativo a um fluxo de caixa com  
155 taxa de desconto menor. O problema é que este rendimento extra encobre as taxas  
156 sucessivamente menores e por isto, os atuários, ao fazerem o calculo atuarial devem ter  
157 especial atenção para tal acontecimento (a taxa atuarial é diferente da rentabilidade dos  
158 ativos), inclusive o “alfa” obtidos pela movimentação do ativo face ao ambiente de  
159 volatilidade. Adiante, exponho dois balanços com o ativo tendo o rendimento de títulos  
160 de longo prazo (40%) verificado este ano e observem que o déficit atuarial reduz  
161 drasticamente. Para ele, o balanço deveria ter uma conta de ajuste ou o passivo deveria  
162 ser calculado com as expectativas das taxas de juros futuras. É uma gestão mais ativa:  
163 tem o risco de inflação, troca-se NTN para realizar e entra na LFT. A realização obtida  
164 não tem inflação futura. E o problema é que nossa taxa esta fora do mercado  
165 internacional e os QEs tiraram da tela, uma referência objetiva de taxa de juros a serem  
166 aplicadas aos investimentos ou aos passivos. Os 6% era o piso para o mercado  
167 financeiro e o teto para o cálculo atuarial, antigamente. Isto posto, passa a palavra ao sr.  
168 Rogério. O economista Rogério segue a apresentação. Ele começa com o Cenário  
169 América Latina, na presente edição destaca Chile, Colômbia e Peru. Para o economista  
170 o resultado fiscal projetado para essas economias está no patamar de -3% a -4%, em  
171 linha com as principais economias do mundo. Por sua vez, referente ao Cenário Brasil,  
172 primeiramente destaca o comportamento dos juros futuro que apresentaram modesta  
173 elevação no período de 17/07 a 22/08. Segundo ele, os juros parecem perfilados,  
174 conforme suas magnitudes, esperando os efeitos do impeachment. Na sequência, projeta  
175 os riscos para a economia brasileira direcionando sua argumentação em torno das  
176 privatizações na Petrobras. Segundo o economista da UINV, até a próxima reunião do  
177 colégio, sua aposta está no aumento dos juros futuro. Realizada sua apresentação, passa  
178 a palavra ao sr. Tiago, para apresentação dos cenários. Cenário Bom - Zona do Euro em  
179 contínuo crescimento, mesmo que moderado. Reino Unido mantendo o crescimento  
180 positivo. Rússia com crescimento menos negativo e recuperação do preço do petróleo  
181 para a faixa entre US\$50 e US\$60. Zona do Euro com inflação estável, o que poderia  
182 elevar o afrouxamento quantitativo, ou inflação em gradual elevação, o que manteria o  
183 afrouxamento nos níveis atuais. Rússia com inflação decrescente. Reino Unido com  
184 inflação em gradual elevação, podendo elevar o afrouxamento. Pouco impacto do Brexit  
185 (negociações claras, diminuindo focos de incerteza), ou mesmo sua reversão.  
186 Diminuição dos conflitos geopolíticos, redução da probabilidade de tensões entre Rússia  
187 e OTAN, redução da probabilidade de conflito com a Coreia do Norte, redução da  
188 probabilidade de ataques terroristas, redução do fluxo de refugiados e,  
189 consequentemente, redução dos riscos ao tratado de Schengen. Gradual melhora da  
190 política fiscal dos países periféricos da Zona do Euro, gradual aumento dos

191 investimentos públicos nos países da Zona do Euro com folga fiscal. Diminuição dos  
192 créditos ruins carregados por bancos Europeus (Italianos e Portugueses), diminuição do  
193 risco de crise sistêmica proveniente desses créditos. Contínuo crescimento da China  
194 acima de 6%, manutenção da estabilidade do yuan, redução dos riscos de bolhas  
195 financeiras na China, lento progresso da economia chinesa para focar no consumo  
196 interno. Aumento dos estímulos econômicos no Japão, a despeito das taxas negativas de  
197 juros, do tamanho do balanço do banco central e do cenário fiscal. Elevação das taxas  
198 de juros reais americanas de 10 anos para ao máximo de 0,1874 ao final de 2016.  
199 Pesquisas eleitorais americanas mostrando vantagem com folga de Hillary sobre Trump.  
200 Resolução da crise política no Brasil, adoção de medidas fiscais suficientes para  
201 estabilizar e eventualmente reduzir a dívida bruta sobre o PIB do Brasil (desindexação  
202 da economia, reforma da previdência, reforma trabalhista, reforma tributária, reforma  
203 política, redução das desonerações e subsídios fiscais, PEC do teto dos gastos, etc).  
204 Recuo mais forte do que o esperado da inflação brasileira, convergindo para o centro da  
205 meta mais rápido do que o atualmente projetado, criando ambiente para a redução do  
206 spread entre as taxas de juros reais brasileiras e americanas. Estabilidade do dólar em  
207 nível ideal para reduzir, ou mesmo zerar o déficit de transações correntes do Brasil.  
208 Perspectiva de encerramento do declínio do PIB brasileiro, com possibilidade de  
209 reversão para um crescimento positivo em 2017. Baixo impacto da Lava Jato sobre as  
210 perspectivas econômicas do governo Temer. Cenário Ruim - Aumento da possibilidade  
211 de deflação e/ou recessão na Zona do Euro e Reino Unido, o que colocaria o balanço do  
212 BCE e do BOE em risco elevado. Crescimento muito acima do previsto na Zona do  
213 Euro e no Reino Unido, o que levaria os respectivos bancos centrais a subirem suas  
214 taxas de juros muito rapidamente devido a pressões inflacionárias. Aprofundamento da  
215 recessão econômica na Rússia devido a preços do petróleo em queda rumo aos U\$20  
216 (com frustração do acordo de congelamento da produção), e/ou ao aumento dos  
217 conflitos geopolíticos (OTAN, Síria, Turquia, Ucrânia), e/ou ao aumento das sanções  
218 econômicas. Negociações duras e demoradas do Brexit, aumentando a incerteza sobre  
219 esse evento. Frustração do acordo entre Grécia e credores. Outros países seguindo o  
220 Reino Unido, buscando sua desconexão da União Europeia. Elevação dos ataques  
221 terroristas pelo ISIS, aumentando o risco ao tratado schengen, aumentando os gastos  
222 militares pelos EUA e UE, reduzindo o fluxo de turistas e aumentando desequilíbrios  
223 fiscais. Contágio dos créditos inadimplentes dos bancos europeus (Italianos e  
224 Portugueses), afetando todo o sistema, podendo iniciar uma crise sistêmica. Aumento  
225 das tensões em relação ao programa nuclear da Coreia do Norte. Pousado forçado da  
226 China com perspectiva de crescimento abaixo de 5% por alguns anos. Forte  
227 desvalorização do yuan, aumento do risco de estouro de bolhas financeiras na China.  
228 Frustração das expectativas por um novo e efetivo plano de afrouxamento fiscal e  
229 monetário do Japão. Frustração das expectativas por mais afrouxamento do BOE e do  
230 BCE. Riscos atrelados a taxas de juros negativas e ao tamanho do balanço dos  
231 principais bancos centrais (FED, BOE, BCE e BOJ) se sobrepondo ao alívio esperado  
232 pela maior liquidez. Elevação das taxas de juros reais americanas de 10 anos para acima  
233 de 0,63 ao final de 2016. Pesquisas eleitorais mostrando vitória de Trump nos EUA.  
234 Manutenção ou acirramento da crise política no Brasil. Adoção de medidas fiscais  
235 insuficientes para estabilizar a dívida bruta sobre o PIB do Brasil, com a possibilidade  
236 de acelerar a trajetória explosiva desse indicador (não aprovação da PEC do teto de  
237 gastos em 2016; demora maior que a esperada na discussão sobre a reforma da  
238 previdência). Possibilidade de entrarmos em “dominância fiscal”, aumentando a  
239 probabilidade de entrarmos em hiperinflação, aumentando os spreads entre as taxas de  
240 juros reais brasileiras e americanas. Aumento da probabilidade de uma “renegociação”

241 da dívida soberana. Forte elevação do dólar com reflexos perversos sobre a inflação  
242 brasileira. Perspectiva de depressão econômica no Brasil. Forte impacto da Lava Jato  
243 sobre o governo Temer e conseqüentemente sobre as perspectivas econômicas mais  
244 favoráveis. Cenário Mais Provável - Z.Euro em contínuo crescimento, mesmo que  
245 moderado. Reino Unido com crescimento sustentável, mesmo que dependente de maior  
246 afrouxamento monetário e fiscal no curto prazo. Rússia com crescimento menos  
247 negativo e manutenção do preço do petróleo na faixa entre U\$35 e U\$45. Z.Euro com  
248 inflação em gradual elevação, o que manteria o afrouxamento nos níveis atuais. Rússia  
249 com inflação elevada, mas abaixo do pico de 16% alcançado em 2015, possivelmente  
250 entre 7% e 10%. Reino Unido com inflação em gradual elevação, mantendo o  
251 afrouxamento em torno dos níveis atuais. Desdobramentos do Brexit com impacto  
252 econômico contido pelos envolvidos. Manutenção dos conflitos geopolíticos nos níveis  
253 atuais, mantendo as tensões entre Rússia e OTAN em níveis reduzidos, porém  
254 crescentes. Aumento das tensões em relação à Coreia do Norte, contudo em níveis  
255 contidos. Manutenção da probabilidade de ataques terroristas em nível elevado, contudo  
256 tendem a ser menos devastadores. Manutenção do fluxo de refugiados e,  
257 conseqüentemente, aumento dos riscos ao tratado de Schengen. Manutenção dos  
258 desequilíbrios fiscais na Zona do Euro próximo dos níveis atuais, com viés de leve  
259 deterioração. Impacto reduzido do Brexit no plano de redução do déficit orçamentário  
260 do Reino Unido, buscando zerar esse déficit nos próximos anos. Elaboração de um  
261 plano com alguma ajuda estatal para conter os riscos dos créditos inadimplentes dentro  
262 de bancos europeus, principalmente italianos. Desaceleração do crescimento chinês,  
263 lenta desvalorização do yuan, lenta redução dos riscos de bolhas financeiras, lento  
264 progresso da economia chinesa para focar no consumo interno. Manutenção ou aumento  
265 do afrouxamento monetário pelos principais bancos centrais a despeito dos riscos das  
266 taxas de juros baixas, do tamanho do balanço desses bancos e do cenário fiscal. Taxas  
267 de juros reais americanas de 10 anos negociando entre 0,187 e 0,63 no restante do ano.  
268 Hillary Clinton assumindo a presidência dos EUA. Redução da crise política no Brasil e  
269 adoção de medidas fiscais suficientes para desacelerar o crescimento da dívida bruta  
270 sobre o PIB (aprovação até final de 2016 da PEC do teto de gastos). Recuo da inflação  
271 brasileira para algo entre 6,5% e 7,5% em 2016, convergindo para patamar abaixo do  
272 teto da meta (6%) em 2017 e buscando o centro da meta nos anos seguintes,  
273 possibilitando, no curto prazo, apenas quedas marginais da taxa SELIC, mantendo a  
274 taxa de juros reais ex-ante estável. Estabilidade do dólar em nível apenas suficiente para  
275 reduzir o déficit de transações correntes. Perspectiva de encerramento do declínio do  
276 PIB brasileiro em 2016 (algo entre -2,5% e -3,5%), com possibilidade de crescimento  
277 entre 0% e 1% em 2017 e crescimento muito baixo para além de 2017, algo entre 1% e  
278 2,5% ao ano. Baixo impacto da Lava Jato sobre as perspectivas econômicas do governo  
279 Temer. Finalizada a apresentação dos cenários para tomada de decisão da mesa, a sra.  
280 Daniela passa a palavra ao sr. Dalvin. O atuário pergunta ao sr. Tiago o que fazer para  
281 proteger a carteira? Tiago responde que a carteira já está protegida, devido a redução da  
282 duration. Sem mais questionamentos, a sra. Daniela passa a votação. O economista  
283 Rogério vota Cenário Ruim. Economista Carlos Fabretti vota Cenário Ruim. O membro  
284 do Conselho de Administração, o sr. Adroaldo vota Cenário Ruim. Renan vota Cenário  
285 Bom. Tiago vota no Cenário Mais Provável. Dalvin declara seu voto favorável ao  
286 Cenário Ruim. Encerrada manifestações, Daniela declara Cenário Ruim como  
287 referência para as aplicações. Dessa forma, não havendo nenhum outro assunto a ser  
288 tratado, a presidente da mesa, Fernanda Antunes declara encerrada a presente reunião às  
289 17 horas e 15 minutos, sendo lavrada a presente ata, que, após lida e aprovada, será  
290 assinada pelos representantes presentes:

291			
292			
293			
294			
295			
296	Daniela Silveira Machado		
297	Presidente do Comitê de Investimentos		
298			
299			
300			
301			
302	Renan da Silva Aguiar	Adroaldo Bauer Spíndola Corrêa	
303	Representantes do Conselho de Administração		
304			
305			
306			
307			
308	Carlos Fabretti Patrício	Rogério de Oliveira	Tiago Iesbick
309	Economistas da Unidade de Investimentos do Previmpa		
310			
311			
312			
313			
314	Dalvin Gabriel José de Souza		
315	Atuário da Assessoria de Planejamento do Previmpa		
316			
317			
318			
319			

# Cenário Macro e Quadro de Tomada de Decisão

Elaboração: UINV

Comitê de Investimentos

## Cenário Macro: Europa e Rússia

- Z.Euro cresceu 0,3% no 2T16, ante 0,6% no 1T16, tende a crescer 1,5% em 2016; 1,4% em 2017 e 1,6% em 2018. Reino Unido cresceu 0,6% no 2T16, ante 0,4% no 1T16; tende a crescer entre 1,5% e 2% em 2016, e entre -0,5% e 0,8% em 2017. Rússia decresceu 0,6% em base anual no 2T16, ante queda de 1,2% no 1T16, tende a decrescer -1,5% em 2016 e crescer 1,1% em 2017 (se os preços do petróleo se mantiverem em uma média de U\$50);
- Inflação na Z.Euro está em 0,2% (expectativa de estabilidade), no Reino Unido em 0,6% (expectativa de aumento) e na Rússia em 7,2% (expectativa de queda mais lenta do que anteriormente projetado);
- A taxa de juros está em -0,40% na Z.Euro; em **0,25%** no Reino Unido e em 10,5% na Rússia;
- A expectativa na Z.Euro é de mais afrouxamento quantitativo, ou, no mínimo, a estabilidade do afrouxamento atual. No Reino Unido há expectativa de nova queda nos juros, porém não é esperada taxa de juros negativa. Na Rússia a expectativa é de manutenção da taxa no curto prazo, porém com intuito de seguir o movimento de queda mais adiante;
- Riscos ao cenário traçado: Desdobramentos do Brexit; novos atentados terroristas na Zona do Euro com reflexos sobre PIB, fiscal e endividamento; Aumento da tensão entre Rússia e OTAN (Síria, Ucrânia, Turquia); Desmantelamento do tratado de Schengen; Reflexos negativos e não esperados das taxas de juros negativas; Aumento das disparidades políticas dentro da União Europeia (Portugal, Espanha, Grécia, Reino Unido); Inadimplência nos bancos Europeus; Frustração de expectativas por mais afrouxamento do BOE e do BCE.

Comitê de Investimentos



## Cenário Macro: EUA e ASIA

### Quadro Geral da Introdução

Parte da Projeção do PIB Mundial produzida pelo FMI, considerando o BREXIT\*

Valores em %

Região	PIB		PIB Projeções		Diferença PIB de Hoje e Abril/16		PIB Q4 sobre Q4 <sup>2</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2016	2017	Projeções		
							2015	2016	2017
Economia Mundial	3,4	3,1	3,1	3,4	-0,1	-0,1	3	3,2	3,5
Estados Unidos	2,4	2,4	2,2	2,5	-0,2	0,0	2	2,5	2,3
Japão	0	0,5	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,8	0,6	0,2
China	7,3	6,9	6,6	6,2	0,1	0,0	6,8	6,5	6,1
Índia <sup>3</sup>	7,2	7,6	7,4	7,4	-0,1	-0,1	8,1	7,4	7,4

### Inflação e Política Monetária

Valores em %

Região	IPC			Juros Open Market		
	Anterior	Atual	Diferen	Anterior	Atual	Diferen
	Economia Mundial					
Estados Unidos	1	1	0	0,5	0,5	0
Japão	-0,4	-0,4	0	-0,1	-0,1	0
China	1,9	1,8	-0,1	4,35	4,35	0
Índia	5,77	6,07	0,3	6,5	6,5	0

Comitê de Investimentos

## Cenário Macro: EUA e ASIA

### Expectativas

- 1 – Continuidade da Condução da Trajetória de Internalização da Economia Chinesa
- 2 – Transição das Políticas de Afrouxamento Monetário para Políticas Fiscais Ativas Equilibradas (proposta da Clinton que está ecoando).
- 3 – Estabilização do Forte Crescimento na Índia;
- 4 – Expectativa de elevação dos juros do FED de forma mais demorada, mas com perspectiva de aumento em outubro da taxa do OVER;
- 5 – Propostas a serem discutidas nas Eleições Americanas Influenciarão as Estratégias Macroeconômicas do Mundo Desenvolvido.
- 6 – BREXIT não impacta CHINA e USA e impacta pouco a economia INDIANA e JAPONESA

### Riscos

- 1 – Possibilidade de Efeitos de Carregamento Negativos nos Indicadores de Produção (PIB outubro) da Política Creditícia Chinesa (ajustes para conter a dependência de crédito);
- 2 – Prospeção da Possibilidade de Deflação no Japão ensejar Ruptura da Tolerância das Autoridades Japonesas com o Iene Servindo de Abrigo para a Aversão ao Risco;
- 3 – Rápida valorização do yuan em termos relativos em um mundo desenvolvido inundado em liquidez;;
- 4 – Estabilização dos Preços da Energia e Matérias Primas condicionados aos efeitos da flutuação do Yuan;
- 5 – Aquecimento Mercado de Trabalho, possibilidade de alta dos preços do petróleo, excesso de liquidez pelos QE, ensejam inflação latente.

Comitê de Investimentos

## A Armadilha da Liquidez - a crise ainda esta aí.

Exemplificando . . .

1 – Se algum de nós quiser comprar uma casa em Miami . . . .

2 – Hoje, custa \$ 1 milhão à vista, e poderia ser financiada com hipoteca 30 anos., sem possibilidade de renegociação

Se tivesse comprado em 1990, assumiria uma dívida de \$2,78 milhões



Compramos para 2 finalidades:

- a) Para morar (consumidor);
- b) Para alugar (Investidor).

Se for para alugar:

- Se o juro subir
  - 1 - Cairá a atividade e o preço do aluguel tende a cair;
  - 2 – O custo do financiamento tende a subir, por isto o imóvel tende a desvalorizar em relação aos Títulos
- Em que caso continuamos a pagar os juros perdidos normalizan

E o setor financeiro . . . .

- Age da mesma forma.

Se comprar agora, assume dívida de 1,46 milhões

- A solução: subir o JURO e Normalizar Logo????

Comitê de Investimentos

## Ranking das Economias com a Respectiva Produção Básica - como Ilustração

País	PIBppp	Leite	Arroz	Feijão e Vagens	Milho	Aço	Alumínio	Plástico	trigo	Algodão	Batata
CHINA	19392	33.900	167.617	14.560	163.118	799.742	23.475	69.000	115.200	5.411	86
INDIA	7695	137.500	132.013	5.450	17.300	94.214	2.135		80.700	6.371	45
INDONÉSIA	2842		52.059	880	17.630		225				
BRASIL	3192	32.000	10.219	3.200	51.232	30.123	943			1.467	8
JAPÃO	4830		9.863	-		104.461	-	15.000			
TURQUIA				590		32.832	-				
ITÁLIA	2170			180		24.305	-				
ESPAÑHA	1615			170		14.006	-				
MÉXICO	2227			1.260	20.203	18.295	-	20.000			
USA	17947	84.300	7.007	1.440	331.011	80.455	1.785	20.000	60.100	2.964	19
RÚSSIA	3717			-		70.968	3.634		41.500		30
Outros						324.256	17.803				
Total Oferta						1.593.656	50.000				
Total Demanda						1.494.000					
Uso da Capacidade						68%					

Comitê de Investimentos

Balanço com elementos de 2013 - Exemplo		
Campos	Benefícios - Regime de Capitalização	
	Saídas	Entradas
Ativo do Plano		599.799.695,37
Valor Atual dos Salários Futuros	4.221.297.673,66	
Valor Atual dos Benefícios Futuros (Benefícios a conceder)	2.170.152.848,60	
Valor Atual dos Benefícios Futuros (Benefícios concedidos)	32.329.113,62	
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ente (Benefícios Concedidos)		1.241.338,84
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ativo, Aposentado e Pensionista		738.170,34
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ente (Benefícios a Conceder)		611.958.251,19
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ativo, Aposentado e Pensionista		456.191.270,85
Valor Atual da Compensação Financeira a Receber		170.377.804,00
Valor Atual da Compensação Financeira a Pagar		38.431,13
TOTAIS	2.202.481.962,22	1.840.344.961,72
Resultado Atuarial: (+) Superávit / (-) Déficit		- 362.137.000,50
Efeito do Retorno do +/- IDKA 20 atualmente, simulação		
Campos	Benefícios - Regime de Capitalização	
	Saídas	Entradas
Ativo do Plano		839.719.573,52
Valor Atual dos Salários Futuros	4.221.297.673,66	
Valor Atual dos Benefícios Futuros (Benefícios a conceder)	2.170.152.848,60	
Valor Atual dos Benefícios Futuros (Benefícios concedidos)	32.329.113,62	
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ente (Benefícios Concedidos)		1.241.338,84
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ativo, Aposentado e Pensionista		738.170,34
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ente (Benefícios a Conceder)		611.958.251,19
Valor Atual das Contribuições Futuras do Ativo, Aposentado e Pensionista (Benefícios a Conceder)		456.191.270,85
Valor Atual da Compensação Financeira a Receber		170.377.804,00
Valor Atual da Compensação Financeira a Pagar		38.431,13
TOTAIS	2.202.481.962,22	2.080.264.839,87
Resultado Atuarial: (+) Superávit / (-) Déficit		122.217.122,35

Comitê de Investimentos

## Cenário América Latina

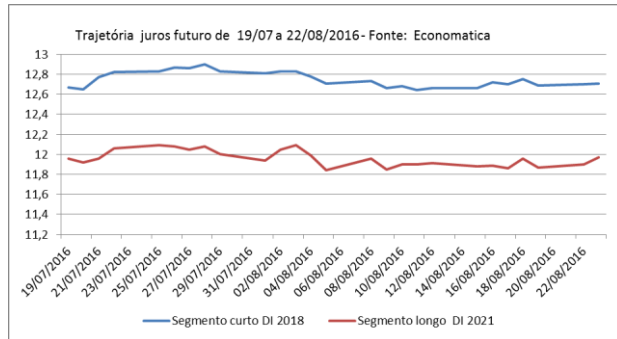
Agosto de 2016		
País	Relação com o Brasil	Indicadores
C H I L E	Parceiro comercial e político	<b>Atividade econômica:</b> PIB 2ºT 2016 1,1% ante 2,0% 1ºT 2016
		<b>Balança comercial:</b> em 12 meses, superavitária em US\$ 2,7 bi
		<b>Inflação:</b> em 12 meses, 4,0% ante 4,2%.
C O L Ô M B I A	Parceiro comercial	<b>Resultado fiscal:</b> aproximadamente -3% do PIB
		<b>Política monetária:</b> manutenção da taxa básica de juros em 3,5%
		<b>Política:</b> aprovação Bachelet em 17% ante 19% pesquisa anterior.
P E R U	Parceiro comercial	<b>Atividade econômica:</b> projeção PIB aproximadamente em 2% em 2016.
		<b>Balança comercial:</b> em 12 meses, déficit de US\$ 15,5 bi.
		<b>Inflação:</b> em 12 meses, avanço de 8,97% ante 8,6%.
		<b>Resultado fiscal:</b> projeção de déficit de aproximadamente 4% do PIB
		<b>Política monetária:</b> elevação taxa básica de juros em 0,25 p.p no patamar de 7,75% a.a.
		<b>Política:</b> popularidade o presidente Santos na ordem de 30%.
		<b>Atividade econômica:</b> projeção PIB aproximadamente em 3,7% 2ºT 2016.
		<b>Balança comercial:</b>
		<b>Inflação:</b> em 12 meses, 3% em queda.
		<b>Resultado fiscal:</b> em 12 meses, déficit de aproximadamente 3% PIB.
		<b>Política monetária:</b> posição inalterada da taxa de juros básica em 4,25%.
		<b>Política:</b> Kuczynski recém eleito, maioria oposicionista no Congresso, busca apoio com os "fujimoristas".

Fonte: Itaú BBA, El País, Valor Econômico e BBC Brasil

➤ Risco: continuidade da fraqueza do Brasil

Comitê de Investimentos

## Cenário Brasil

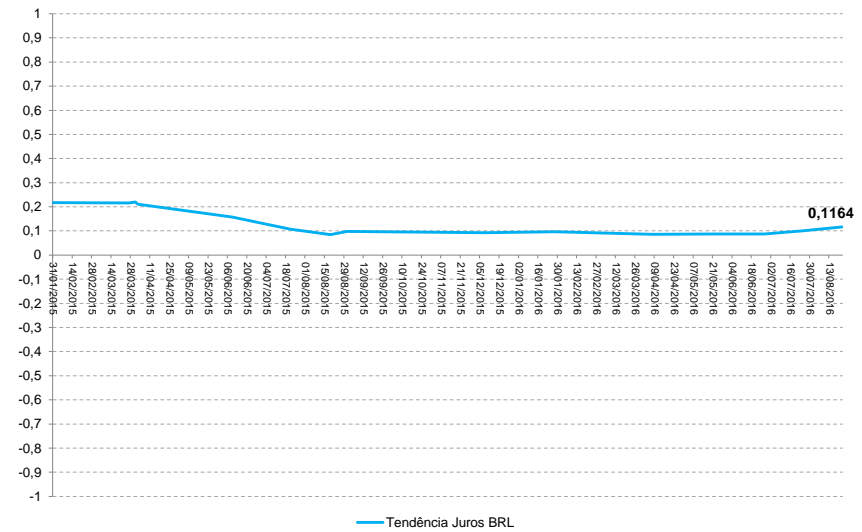


➤ **Riscos:**

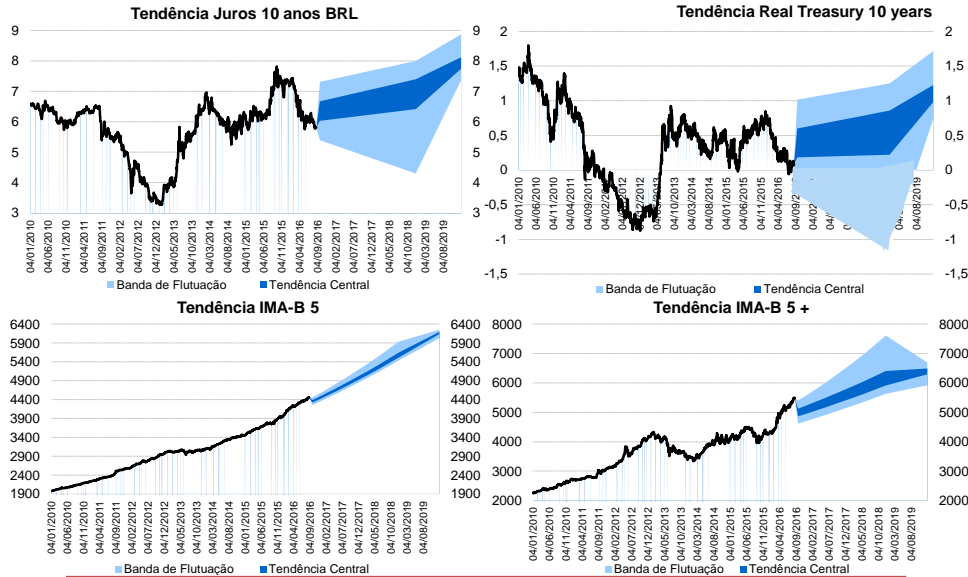
- 1) Permanência de Temer e sua equipe econômica (Meirelles, Ilan e Mansueto Almeida);
- 2) Eleições indiretas;
- 3) Limitação dos serviços de saúde e educação;
- 4) Demissão de funcionário público e perda de direitos trabalhistas;
- 5) Greves; e
- 6) Privatizações da Petrobras.

Comitê de Investimentos

## Expectativa de Tendência de Juros no Brasil



Comitê de Investimentos



Comitê de Investimentos

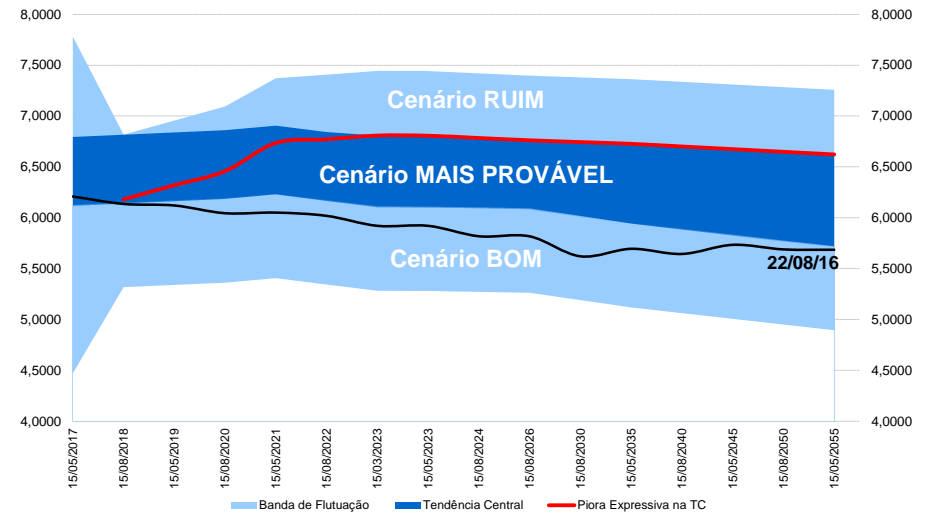
Data	Real Treasury 10 years (0,08)					Juros Reais 10 anos BRL (5,8165)				
	Banda de Flutuação					Banda de Flutuação				
	Cenário BOM	Tendência Central Cenário MAIS PROVÁVEL			Cenário RUIM	Cenário BOM	Tendência Central Cenário MAIS PROVÁVEL			Cenário RUIM
	mín	mín	média	máx	máx	mín	mín	média	máx	máx
31/12/2016	-0,344335	0,1874417	0,40892	0,630398	1,043735	5,261572	6,0794671	6,42011	6,7607529	7,396482
31/12/2017	-0,748465	0,2040896	0,473991	0,743892	1,146049	4,785843	6,2509118	6,666031	7,0811505	7,699685
31/12/2018	-1,154224	0,2208047	0,539324	0,857843	1,248776	4,308195	6,4230477	6,912944	7,40284	8,004111
Longo Prazo 31/12/2019	0,7352941	0,9803922	1,102941	1,22549	1,715686	7,363134	7,7401053	7,928591	8,1170766	8,871019

Comitê de Investimentos

Data	Rentabilidade SELIC Focus (8,82%)	Rentabilidade Nominal IMA-B 5 (11,45%)					Rentabilidade Nominal IMA-B 5 + (27,53%)				
		Banda de Flutuação					Banda de Flutuação				
		Cenário RUIIM	Tendência Central Cenário MAIS PROVÁVEL			Cenário BOM	Cenário RUIIM	Tendência Central Cenário MAIS PROVÁVEL			Cenário BOM
		min	min	média	máx	máx	min	min	média	máx	máx
31/12/2016	4,90%	-1,50%	0,00%	0,82%	1,63%	3,63%	-13,69%	-9,09%	-6,53%	-3,89%	2,74%
31/12/2017	17,32%	9,90%	11,53%	12,63%	13,75%	17,78%	-5,67%	-0,79%	2,63%	6,17%	19,65%
31/12/2018	29,64%	22,67%	24,43%	25,89%	27,36%	33,93%	3,13%	8,31%	12,73%	17,33%	39,43%
Longo Prazo 31/12/2019	42,61%	35,35%	37,80%	38,42%	39,04%	40,29%	7,89%	14,73%	16,51%	18,32%	22,01%

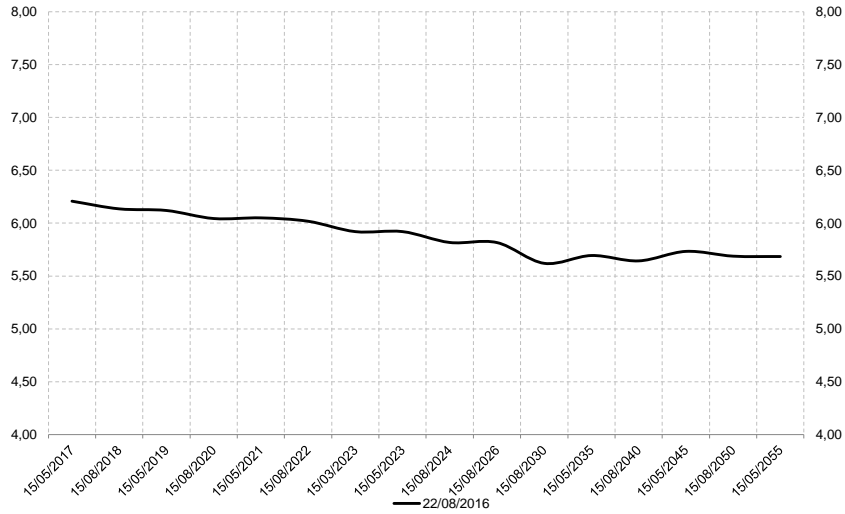
Comitê de Investimentos

Cenários de Negociação da curva de juros das NTN-B's em 2016



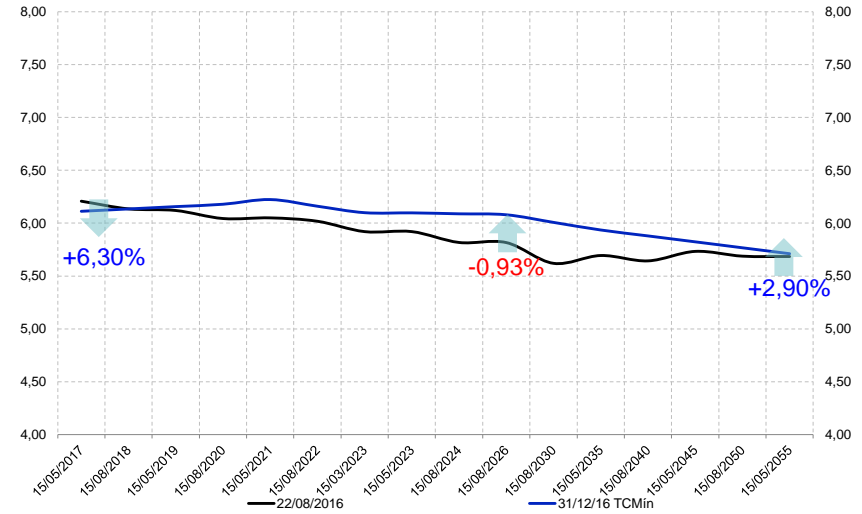
Comitê de Investimentos

Curva de Juros NTN-B's



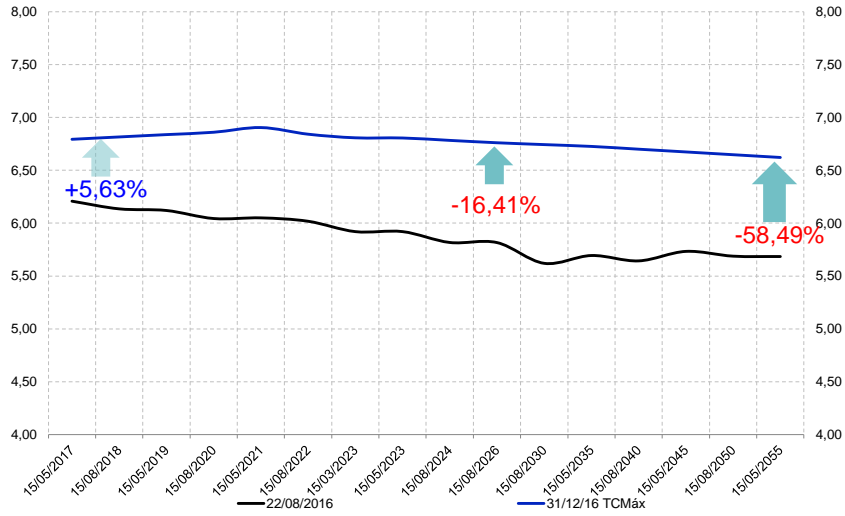
Comitê de Investimentos

Curva de Juros NTN-B's



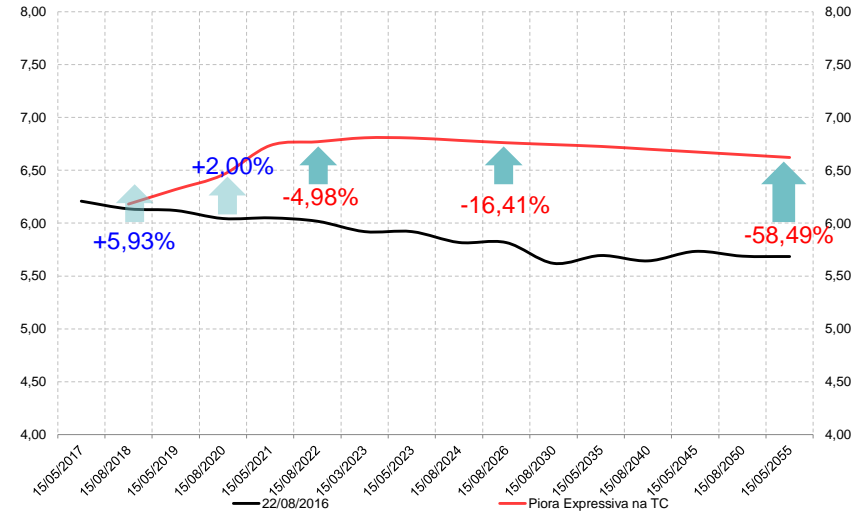
Comitê de Investimentos

Curva de Juros NTN-B's



Comitê de Investimentos

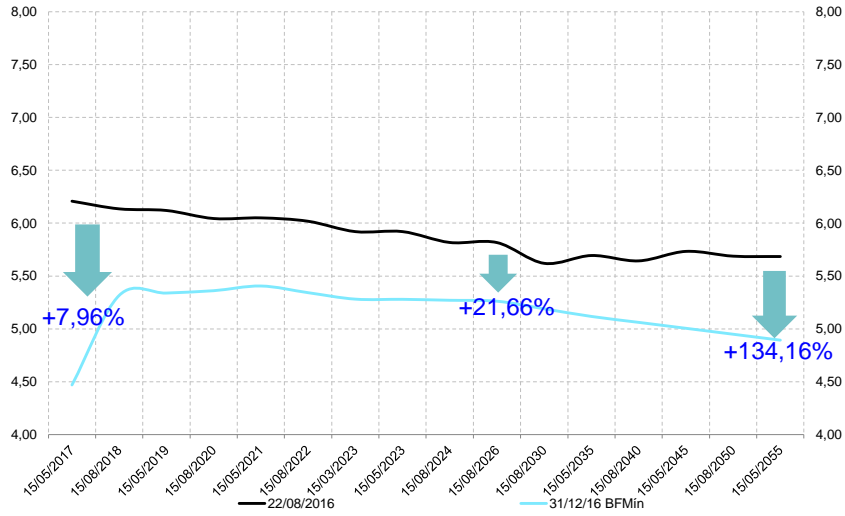
Curva de Juros NTN-B's



Comitê de Investimentos

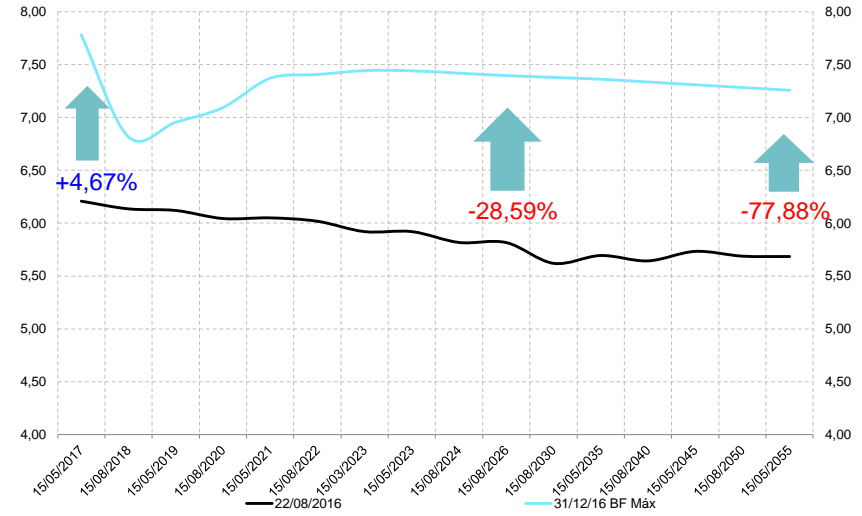


Curva de Juros NTN-B's



Comitê de Investimentos

Curva de Juros NTN-B's



Comitê de Investimentos

Vencimento	Curva em 22/08/2016	31/12/2016					Rentabilidade 252 du %					
		Cenário BOM	Banda de Flutuação Tendência Central			Cenário RUIIM	Cenário RUIIM	Cenário RUIIM	Banda de Flutuação Tendência Central			Cenário BOM
			Cenário MAIS PROVÁVEL	mín	médica				máx	Cenário MAIS PROVÁVEL	mín	
15/05/2017	6,2080	4,4697	6,1123	6,4530	6,7936	7,7812	4,6747%	5,6320%	5,9663%	6,3027%	7,9557%	
15/08/2018	6,1353	5,3166	6,1345	6,4752	6,8158	6,8167	3,1552%	3,1588%	4,6357%	6,1387%	9,8566%	
15/05/2019	6,1200	5,3389	6,1567	6,4974	6,8380	6,9552	0,8611%	1,5803%	3,7054%	5,8821%	11,3270%	
15/08/2020	6,0440	5,3611	6,1790	6,5196	6,8602	7,0937	-3,8722%	-1,7584%	1,4182%	4,7082%	13,0975%	
15/05/2021	6,0500	5,4055	6,2234	6,5640	6,9047	7,3707	-8,5996%	-3,6968%	0,0665%	3,9896%	14,1063%	
15/08/2022	6,0181	5,3425	6,1604	6,5011	6,8417	7,4061	-13,3215%	-5,9536%	-1,1866%	3,8385%	17,0485%	
15/03/2023	5,9200	5,2813	6,0992	6,4534	6,8076	7,4433	-17,0132%	-8,1562%	-2,7927%	2,9036%	17,4520%	
15/05/2023	5,9200	5,2796	6,0975	6,4517	6,8058	7,4416	-17,5089%	-8,4662%	-2,9791%	2,8568%	17,7989%	
15/08/2024	5,8174	5,2706	6,0885	6,4359	6,7833	7,4190	-22,8118%	-12,5647%	-6,3719%	0,2821%	17,9800%	
15/08/2026	5,8165	5,2616	6,0795	6,4201	6,7608	7,3965	-28,5941%	-16,4086%	-9,0097%	-0,9290%	21,6620%	
15/08/2030	5,6200	5,1896	6,0075	6,3755	6,7434	7,3791	-43,1965%	-29,0080%	-19,1802%	-7,9505%	23,1201%	
15/05/2035	5,6941	5,1177	5,9356	6,3308	6,7261	7,3618	-52,1793%	-35,3930%	-22,0337%	-5,8461%	39,4314%	
15/08/2040	5,6433	5,0616	5,8795	6,2897	6,7000	7,3357	-62,5103%	-44,7812%	-29,0192%	-8,6693%	51,4106%	
15/05/2045	5,7330	5,0055	5,8234	6,2486	6,6738	7,3096	-66,8052%	-47,1483%	-27,7501%	-1,1082%	81,5173%	
15/08/2050	5,6880	4,9494	5,7673	6,2075	6,6477	7,2835	-73,6748%	-54,3098%	-32,9389%	-1,4152%	102,5703%	
15/05/2055	5,6845	4,8933	5,7112	6,1664	6,6216	7,2573	-77,8796%	-58,4930%	-34,7112%	2,8966%	134,1634%	

Comitê de Investimentos

## Cenário Bom

- Zona do Euro em contínuo crescimento, mesmo que moderado. Reino Unido mantendo o crescimento positivo. Rússia com crescimento menos negativo e recuperação do preço do petróleo para a faixa entre U\$50 e U\$60;
- Zona do Euro com inflação estável, o que poderia elevar o afrouxamento quantitativo, ou inflação em gradual elevação, o que manteria o afrouxamento nos níveis atuais. Rússia com inflação decrescente. Reino Unido com inflação em gradual elevação, podendo elevar o afrouxamento;
- Pouco impacto do Brexit (negociações claras, diminuindo focos de incerteza), ou mesmo sua reversão;
- Diminuição dos conflitos geopolíticos, redução da probabilidade de tensões entre Rússia e OTAN, redução da probabilidade de conflito com a Coreia do Norte, redução da probabilidade de ataques terroristas, redução do fluxo de refugiados e, conseqüentemente, redução dos riscos ao tratado de Schengen;
- Gradual melhora da política fiscal dos países periféricos da Zona do Euro, gradual aumento dos investimentos públicos nos países da Zona do Euro com folga fiscal;
- Diminuição dos créditos ruins carregados por bancos Europeus (Italianos e Portugueses), diminuição do risco de crise sistêmica proveniente desses créditos;
- Contínuo crescimento da China acima de 6%, manutenção da estabilidade do yuan, redução dos riscos de bolhas financeiras na China, lento progresso da economia chinesa para focar no consumo interno;

Comitê de Investimentos

## Cenário Bom

- Aumento dos estímulos econômicos no Japão, a despeito das taxas negativas de juros, do tamanho do balanço do banco central e do cenário fiscal;
- Elevação das taxas de juros reais americanas de 10 anos para ao máximo de 0,1874 ao final de 2016;
- Pesquisas eleitorais americanas mostrando vantagem com folga de Hillary sobre Trump;
- Resolução da crise política no Brasil, adoção de medidas fiscais suficientes para estabilizar e eventualmente reduzir a dívida bruta sobre o PIB do Brasil (desindexação da economia, **reforma da previdência**, reforma trabalhista, reforma tributária, reforma política, redução das desonerações e subsídios fiscais, **PEC do teto dos gastos**, etc);
- Recuo mais forte do que o esperado da inflação brasileira, convergindo para o centro da meta mais rápido do que o atualmente projetado, criando ambiente para a redução do spread entre as taxas de juros reais brasileiras e americanas;
- Estabilidade do dólar em nível ideal para reduzir, ou mesmo zerar o déficit de transações correntes do Brasil;
- Perspectiva de encerramento do declínio do PIB brasileiro, com possibilidade de reversão para um crescimento positivo em 2017;
- Baixo impacto da Lava Jato sobre as perspectivas econômicas do governo Temer.

Comitê de Investimentos

## Cenário Ruim

- Aumento da possibilidade de deflação e/ou recessão na Zona do Euro e Reino Unido, o que colocaria o balanço do BCE e do BOE em risco elevado. Crescimento muito acima do previsto na Zona do Euro e no Reino Unido, o que levaria os respectivos bancos centrais a subirem suas taxas de juros muito rapidamente devido a pressões inflacionárias;
- Aprofundamento da recessão econômica na Rússia devido a preços do petróleo em queda rumo aos U\$20 (com frustração do acordo de congelamento da produção), e/ou ao aumento dos conflitos geopolíticos (OTAN, Síria, Turquia, Ucrânia), e/ou ao aumento das sanções econômicas;
- Negociações duras e demoradas do Brexit, aumentando a incerteza sobre esse evento;
- Frustração do acordo entre Grécia e credores;
- Outros países seguindo o Reino Unido, buscando sua desconexão da União Europeia;
- Elevação dos ataques terroristas pelo ISIS, aumentando o risco ao tratado schengen, aumentando os gastos militares pelos EUA e UE, reduzindo o fluxo de turistas e aumentando desequilíbrios fiscais;
- Contágio dos créditos inadimplentes dos bancos europeus (Italianos e Portugueses), afetando todo o sistema, podendo iniciar uma crise sistêmica;
- Aumento das tensões em relação ao programa nuclear da Coreia do Norte;
- Pousado forçado da China com perspectiva de crescimento abaixo de 5% por alguns anos. Forte desvalorização do yuan, aumento do risco de estouro de bolhas financeiras na China;

Comitê de Investimentos

## Cenário Ruim

- Frustração das expectativas por um novo e efetivo plano de afrouxamento fiscal e monetário do Japão;
- Frustração das expectativas por mais afrouxamento do BOE e do BCE;
- Riscos atrelados a taxas de juros negativas e ao tamanho do balanço dos principais bancos centrais (FED, BOE, BCE e BOJ) se sobrepondo ao alívio esperado pela maior liquidez;
- Elevação das taxas de juros reais americanas de 10 anos para acima de 0,63 ao final de 2016;
- Pesquisas eleitorais mostrando vitória de Trump nos EUA;
- Manutenção ou acirramento da crise política no Brasil;
- Adoção de medidas fiscais insuficientes para estabilizar a dívida bruta sobre o PIB do Brasil, com a possibilidade de acelerar a trajetória explosiva desse indicador (não aprovação da PEC do teto de gastos em 2016; demora maior que a esperada na discussão sobre a reforma da previdência);
- Possibilidade de entrarmos em “dominância fiscal”, aumentando a probabilidade de entrarmos em hiperinflação, aumentando os spreads entre as taxas de juros reais brasileiras e americanas;
- Aumento da probabilidade de uma “renegociação” da dívida soberana;
- Forte elevação do dólar com reflexos perversos sobre a inflação brasileira;
- Perspectiva de depressão econômica no Brasil;
- Forte impacto da Lava Jato sobre o governo Temer e consequentemente sobre as perspectivas econômicas mais favoráveis.

Comitê de Investimentos

## Cenário Mais Provável

- Z.Euro em contínuo crescimento, mesmo que moderado. Reino Unido com crescimento sustentável, mesmo que dependente de maior afrouxamento monetário e fiscal no curto prazo. Rússia com crescimento menos negativo e manutenção do preço do petróleo na faixa entre U\$35 e U\$45;
- Z.Euro com inflação em gradual elevação, o que manteria o afrouxamento nos níveis atuais. Rússia com inflação elevada, mas abaixo do pico de 16% alcançado em 2015, possivelmente entre 7% e 10%. Reino Unido com inflação em gradual elevação, mantendo o afrouxamento em torno dos níveis atuais;
- Desdobramentos do Brexit com impacto econômico contido pelos envolvidos;
- Manutenção dos conflitos geopolíticos nos níveis atuais, mantendo as tensões entre Rússia e OTAN em níveis reduzidos, porém crescentes;
- Aumento das tensões em relação à Coreia do Norte, contudo em níveis contidos;
- Manutenção da probabilidade de ataques terroristas em nível elevado, contudo tendem a ser menos devastadores;
- Manutenção do fluxo de refugiados e, consequentemente, aumento dos riscos ao tratado de Schengen;
- Manutenção dos desequilíbrios fiscais na Zona do Euro próximo dos níveis atuais, com viés de leve deterioração. Impacto reduzido do Brexit no plano de redução do déficit orçamentário do Reino Unido, buscando zerar esse déficit nos próximos anos;

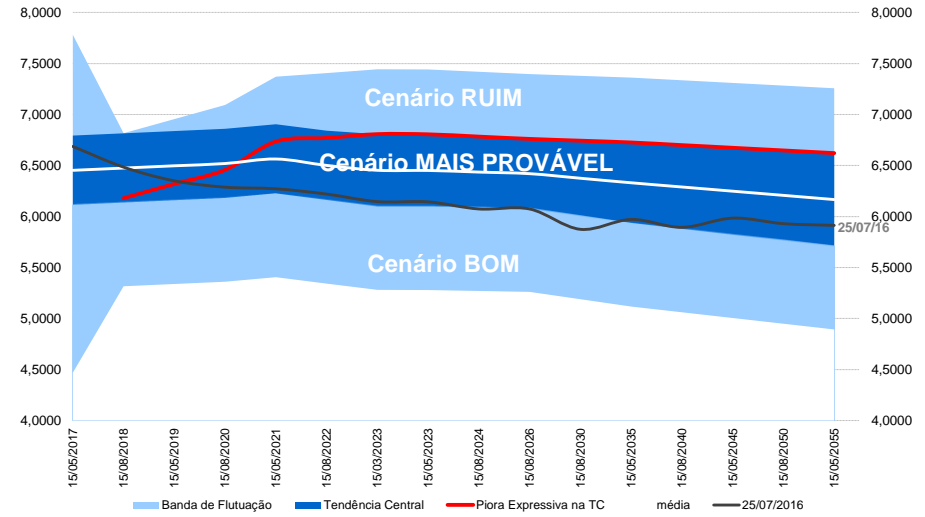
Comitê de Investimentos

## Cenário Mais Provável

- Elaboração de um plano com alguma ajuda estatal para conter os riscos dos créditos inadimplentes dentro de bancos europeus, principalmente italianos;
- Desaceleração do crescimento chinês, lenta desvalorização do yuan, lenta redução dos riscos de bolhas financeiras, lento progresso da economia chinesa para focar no consumo interno;
- Manutenção ou aumento do afrouxamento monetário pelos principais bancos centrais a despeito dos riscos das taxas de juros baixas, do tamanho do balanço desses bancos e do cenário fiscal;
- Taxas de juros reais americanas de 10 anos negociando entre 0,187 e 0,63 no restante do ano;
- Hillary Clinton assumindo a presidência dos EUA;
- Redução da crise política no Brasil e adoção de medidas fiscais suficientes para desacelerar o crescimento da dívida bruta sobre o PIB (aprovação até final de 2016 da PEC do teto de gastos);
- Recuo da inflação brasileira para algo entre 6,5% e 7,5% em 2016, convergindo para patamar abaixo do teto da meta (6%) em 2017 e buscando o centro da meta nos seguintes, possibilitando, no curto prazo, apenas quedas marginais da taxa SELIC, mantendo a taxa de juros reais ex-ante estável;
- Estabilidade do dólar em nível apenas suficiente p/ reduzir o déficit de transações correntes;
- Perspectiva de encerramento do declínio do PIB brasileiro em 2016 (algo entre -2,5% e -3,5%), com possibilidade de crescimento entre 0% e 1% em 2017 e crescimento muito baixo para além de 2017, algo entre 1% e 2,5% ao ano.
- Baixo impacto da Lava Jato sobre as perspectivas econômicas do governo Temer.

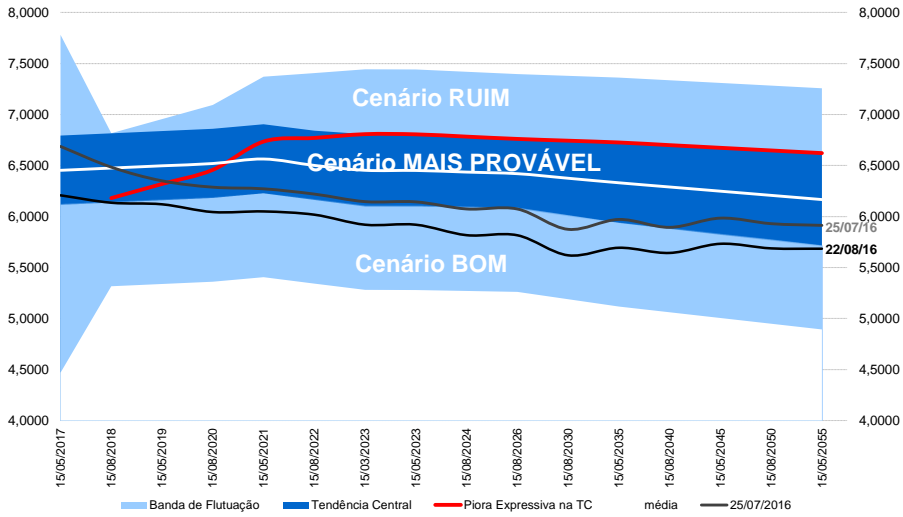
Comitê de Investimentos

Cenários de Negociação da curva de juros das NTN-B's em 2016



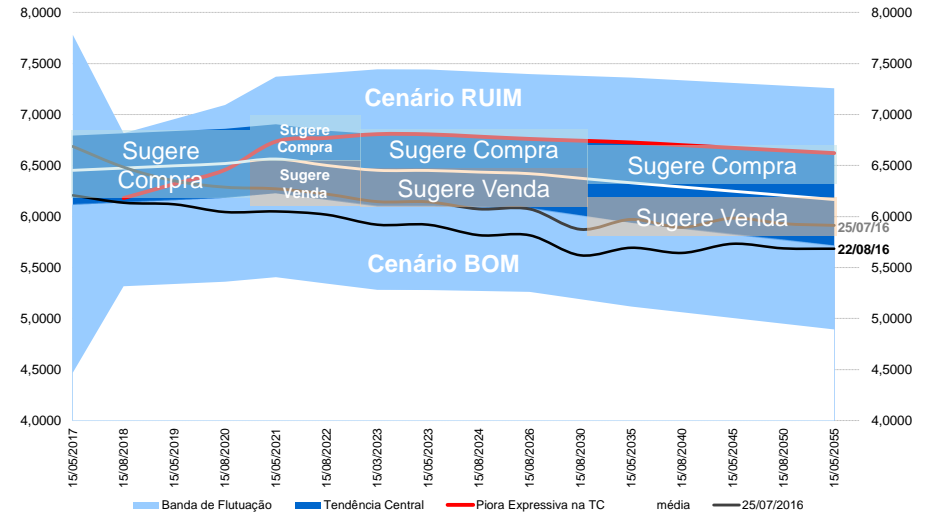
Comitê de Investimentos

Cenários de Negociação da curva de juros das NTN-B's em 2016



Comitê de Investimentos

Cenários de Negociação da curva de juros das NTN-B's em 2016



Comitê de Investimentos

**Renda Fixa | Definitiva | Títulos para Negociação 22/08/2016**

Cód. Papel	Emitente	Vencimento	Quantidade	Preço Unitário	Valor Total	%PL	Duratio	PL x DU
LFT20160907 - 210100	TESOURO NACIONAL	07/09/2016	3.154	8.057,28526800	25.412.677,74	2,10%	1	0,02
LFT20180301 - 210100	TESOURO NACIONAL	01/03/2018	5.000	8.057,03549200	40.285.177,46	3,33%	1	0,03
LFT20220901 - 210100	TESOURO NACIONAL	01/09/2022	10.000	8.041,38018600	80.413.801,86	6,65%	1	0,07
LTN20161001 - 100000	TESOURO NACIONAL	01/10/2016	128.000	984,87807200	126.064.393,22	10,43%	29	3,02
NTNB20180815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2018	100.000	2.921,63294000	292.163.294,00	24,16%	475	114,76
NTNB20190515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2019	95.030	2.965,70304300	281.830.760,18	23,31%	629	146,70
NTNB20200815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2020	10.000	2.924,88082600	29.248.808,26	2,42%	904	21,86
NTNB20220815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2022	10.000	2.928,22226100	29.282.222,61	2,42%	1.284	31,09
NTNB20230515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2023	10.000	2.987,84772100	29.878.477,21	2,47%	1.395	34,46
NTNB20450515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2045	10.000	3.086,20225100	30.862.022,51	2,55%	3.565	90,99
NTNB20500815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2050	10.000	3.069,90142900	30.699.014,29	2,54%	3.865	98,14
compromissadas	TESOURO NACIONAL	23/08/2016	190.077	894,77645933	170.076.425,06	14,07%	1	0,14
FI BR IMA-B 5	CEF				17.818.035,41	1,47%	634	9,35
BR DISPON RF	CEF				37.312,36	0,00%	1	0,00
BB Previd RF Fluxo	BB				263.375,91	0,02%	1	0,00
BB Previd RF Perfil	BB				24.702.878,92	2,04%	1	0,02
<b>Total:</b>					<b>1.209.038.676,99</b>	<b>100,00%</b>		<b>550,6607</b>

IMA-B 5	634
IMA-B	2.058
IMA-B 5 +	2.752

Comitê de Investimentos

## Rentabilidade Nominal Esperada Regime Capitalizado Carteira de Renda Fixa (TP + FRF) Não Ocorrendo Mudança na Carteira

Rentabilidade Esperada Carteira RF PREVIMPA final 2016 (17,81%)				
Banda de Flutuação				
Cenário RUIM	Tendência Central Cenário MAIS PROVÁVEL			Cenário BOM
	mín	média	máx	
18,95%	20,01%	21,12%	22,33%	25,17%

Comitê de Investimentos

**Renda Fixa | Definitiva | Títulos para Negociação 25/07/2016**

Cód. Papel	Emitente	Vencimento	Quantidade	Preço Unitário	Valor Total	%PL	Duratio	PL x DU
LFT20160907 - 210100	TESOURO NACIONAL	07/09/2016	3.154	7.973,10691400	25.147.179,21	2,14%	1	0,02
LFT20180301 - 210100	TESOURO NACIONAL	01/03/2018	5.000	7.972,84380100	39.864.219,01	3,39%	1	0,03
LTN20161001 - 100000	TESOURO NACIONAL	01/10/2016	30.000	974,63440000	29.239.032,00	2,49%	49	1,22
NTNB20160815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2016	80.000	2.980,09777800	238.407.822,24	20,26%	15	3,04
NTNB20180815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2018	90.000	2.960,89668000	266.480.701,20	22,65%	481	108,94
NTNB20190515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2019	75.030	2.921,14458700	219.173.478,36	18,63%	649	120,94
NTNB20200815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2020	10.000	2.958,63327700	29.586.332,77	2,51%	897	22,55
NTNB20220815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2022	10.000	2.957,88268900	29.578.826,89	2,51%	1.265	31,81
NTNB20230515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2023	10.000	2.925,04008300	29.250.400,83	2,49%	1.412	35,12
NTNB20350515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2035	10.000	2.958,88638300	29.588.863,83	2,52%	2.883	72,52
NTNB20450515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2045	10.000	2.956,90808800	29.569.080,88	2,51%	3.525	88,60
NTNB20500815 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/08/2050	20.000	3.022,98605000	60.459.721,00	5,14%	3.704	190,36
NTNB20550515 - 760199	TESOURO NACIONAL	15/05/2055	10.000	2.989,20957200	29.892.095,72	2,54%	3.912	99,39
compromissadas	TESOURO NACIONAL	27/06/2016	26.816	2.906,17647756	77.932.028,42	6,62%	1	0,07
FI BR IMA-B 5	CEF				17.570.560,70	1,49%	483	7,21
BR DISPON RF	CEF				12.475,30	0,00%	1	0,00
BB Previd RF Fluxo	BB				281.216,33	0,02%	1	0,00
BB Previd RF Perfil	BB				24.429.061,13	2,08%	1	0,02
<b>Total:</b>					<b>1.176.463.095,82</b>	<b>100,00%</b>		<b>781,8364</b>

IMA-B 5	483
IMA-B	1.817
IMA-B 5 +	2.673

Comitê de Investimentos

## Rentabilidade Nominal Esperada Regime Capitalizado Carteira de Renda Fixa (TP + FRF) Não Ocorrendo Mudança na Carteira

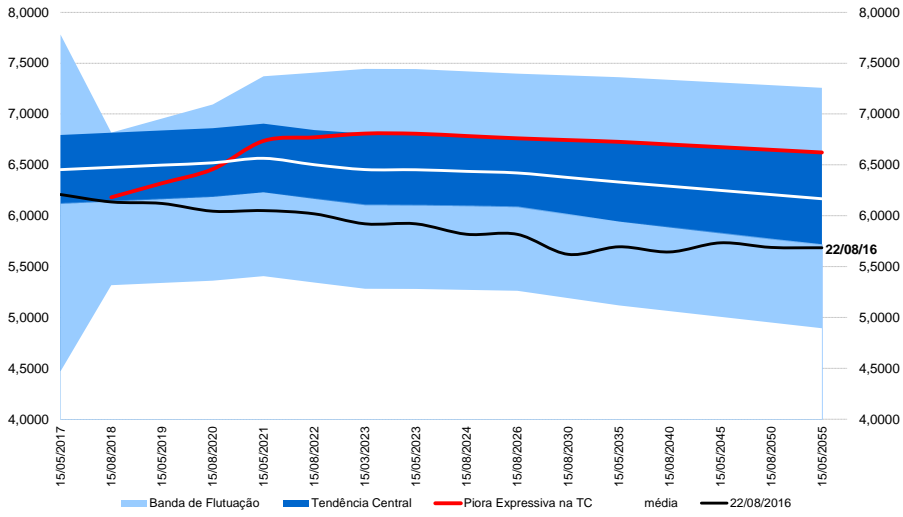
Rentabilidade Esperada Carteira RF PREVIMPA final 2016 (15,75%)				
Banda de Flutuação				
Cenário RUIM	Tendência Central Cenário MAIS PROVÁVEL			Cenário BOM
	mín	média	máx	
15,87%	18,05%	20,09%	22,36%	28,12%

3,07% 1,96% 1,04% -0,04% -2,95%

Comitê de Investimentos

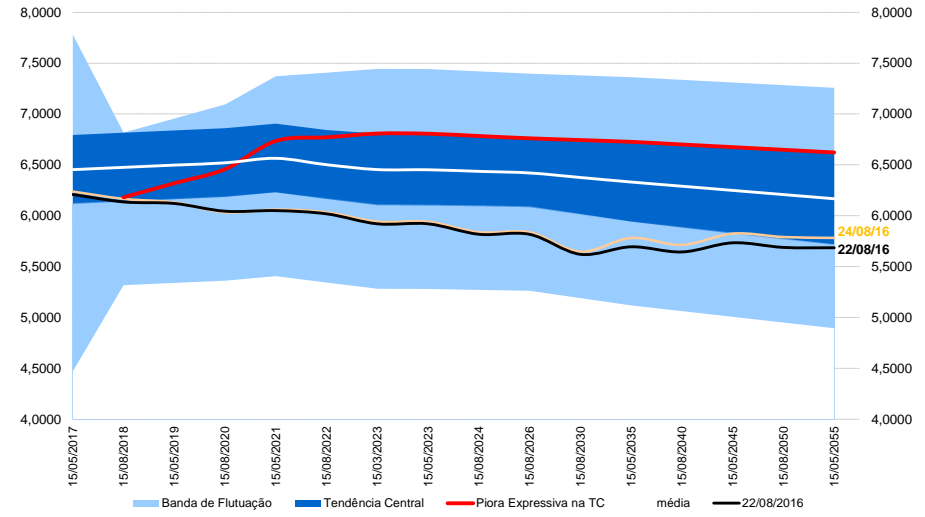


Cenários de Negociação da curva de juros das NTN-B's em 2016



Comitê de Investimentos

Cenários de Negociação da curva de juros das NTN-B's em 2016



Comitê de Investimentos