

### Destaques

- FED finalmente elevou a taxa de juros
- O petróleo, que havia perdido 48% em 2014, caiu mais 35% em 2015.
- Ministro da Fazenda Levy foi trocado por Nelson Barbosa
- O IPC-A acumulou 10,67% no ano. Nos últimos 20 anos, somente 2002 teve inflação mais alta (12,53%)
- O dólar fechou o ano com alta de 49%

### Mercado Internacional

Após idas e vindas o **FED finalmente elevou a taxa de juros dos EUA**. A **decisão** da reunião de dezembro foi **unânime**, mas ainda há **dúvidas** sobre a **resiliência econômica dos EUA** e **qual o será o passo do aumento juros**. As previsões dos membros do FED indicam mais 4 altas de 0,25%<sup>aa</sup> em 2016, mas o mercado acredita que eles farão menos do que isso. Apesar de causar volatilidade nos mercados, a **alta era amplamente esperada pelo mercado**.

O **colapso das commodities** foi acompanhado de **dados mais fracos da economia chinesa** e trouxe muito **sofrimento ao mundo emergente**. O **petróleo, que havia perdido 48% em 2014, caiu mais 35% em 2015**. O **Brasil** certamente desponta como um dos **mais afetados**. O **ritmo de consumo** destes produtos básicos **não crescerá** como nos **anos anteriores** enquanto a **oferta só aumentará**. Assim, os **preços das commodities devem se estabilizar em patamares muito inferiores** ao dos tempos de **“bonança”**.

### Brasil

2015 foi um ano de **muitas reviravoltas** no Brasil. O mercado iniciou o ano dividido: alguns viam uma chance de melhora, com Levy na Fazenda e a sinalização de que Dilma mudaria pra valer a política econômica, outros esperavam mais piora.

**Criticado pelo PT e sem apoio, Joaquim Levy trabalhou** com extrema **dificuldade** sendo **constantemente sabotado**. Com a derrocada política **Dilma** foi forçada a **abdicar** de boa parte dos **ministros** que faziam parte de sua **cota pessoal**, para **entregar os cargos ao PT e aliados** políticos.

Um dos últimos feudos que **precarosamente resistiam** era a **política econômica** e, com o **passar dos meses**, foi ficando cada vez mais **clara a insustentabilidade de Levy no cargo**. Ele, muito tenaz e obstinado, tentava transparecer que não se deixaria abater. Porém, a **hora chegou** e **Levy** foi **substituído por Nelson Barbosa**, homem **bem visto e querido pelo PT** e, também, **por Lula**.

Apesar de Levy ter alguns defeitos, como a inabilidade política, acreditamos que a **troca do ministro da Fazenda é uma péssima notícia**. **Nelson Barbosa é um dos formuladores e executores** da dita **nova matriz econômica**, que se **mostrou fracassada** e **levou o país ao estado de calamidade** em que se encontra.

ATIVOS	COTACÃO	% MÊS	% ANO	% 12M
DÓLAR COMERCIAL	3,9608	2,42%	49,04%	49,04%
IBOVESPA	43.349,96	-3,92%	-13,31%	-13,31%
IBrX-50	7.357,53	-4,04%	-13,09%	-13,09%
BOVESPA SMALL CAP	844,10	-5,31%	-22,37%	-22,37%
BRASIL USD 2045	66,50	-9,22%	-32,32%	-32,32%
OURO - BM&F(grama)	135,50	2,65%	33,63%	33,63%
CDI *	14,14%	1,16%	13,23%	13,23%
IRF-M 1+	7.836,90	0,16%	3,27%	3,27%
Swap PRÉ X CDI (2 anos)**	16,54%	0,37%	3,63%	3,63%
IMA-B	3.903,54	1,52%	8,88%	8,88%
IPCA - IBGE		0,96%	10,67%	10,67%
IPC - FIPE		0,82%	11,08%	11,08%
IGP-M		0,49%	10,54%	10,54%

\* taxa anual (252)

\*\* variação taxa

ATIVOS INT.	COTACÃO	% MÊS	% ANO	% 12M
MSCI ALL COUNTRY	399,36	-1,93%	-4,26%	-4,26%
DOW JONES	17.425,03	-1,66%	-2,23%	-2,23%
S&P500	2.043,94	-1,75%	-0,73%	-0,73%
NASDAQ	5.007,41	-1,98%	5,73%	5,73%
EUROSTOXX600	365,81	-5,09%	6,79%	6,79%
FTSE (LONDRES)	6.242,32	-1,79%	-4,93%	-4,93%
NIKKEI (TÓQUIO)	19.033,71	-3,61%	9,07%	9,07%
MSCI EMERGING MARKETS	794,14	-2,48%	-16,96%	-16,96%
XANGAI (CHINA)	3.539,18	2,72%	9,41%	9,41%
IBOVESPA (USD)	11.103,42	-5,26%	-41,04%	-41,04%
CRB (Commodity Index)	176,27	-3,43%	-23,35%	-23,35%
GOLD (oz)	1.061,42	-0,31%	-10,42%	-10,42%
PETRÓLEO (BRENT)	37,28	-16,43%	-34,97%	-34,97%
LIBOR 3 meses		0,05%	0,32%	0,32%

obs: rentabilidade em moeda local, com exceção do Ibovespa que foi convertido para o dólar.

MOEDAS	US\$	% MÊS**	% ANO**	% 12M**
DOLÁR INDEX	98,63	-1,54%	9,26%	9,26%
YEN*	120,22	2,40%	-0,37%	-0,37%
1 EURO =	1,09	2,81%	-10,22%	-10,22%
1 LIBRA =	1,47	-2,13%	-5,40%	-5,40%

\* Cotações em Yen/USD

\*\* em relação ao dólar

JUROS INT.	REND.	MÊS	ANO	12M
CDS BRASIL 5 ANOS	495	51	293	293
LIBOR ANO	0,61% <sup>aa</sup>	0,20% <sup>aa</sup>	0,36% <sup>aa</sup>	0,36% <sup>aa</sup>
US TREASURY 2 ANOS	1,05% <sup>aa</sup>	0,12% <sup>aa</sup>	0,38% <sup>aa</sup>	0,38% <sup>aa</sup>
US TREASURY 10 ANOS	2,27% <sup>aa</sup>	0,06% <sup>aa</sup>	0,10% <sup>aa</sup>	0,10% <sup>aa</sup>
US TREASURY 30 ANOS	3,02% <sup>aa</sup>	0,04% <sup>aa</sup>	0,26% <sup>aa</sup>	0,26% <sup>aa</sup>

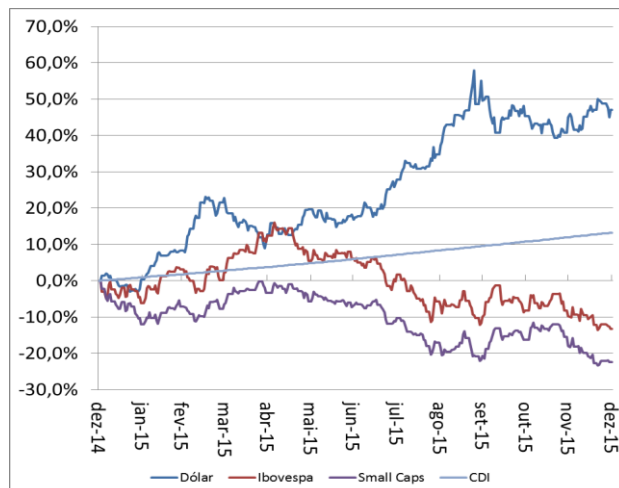


Gráfico 1

Fonte: Argumento

Nos seus pronunciamentos iniciais, Nelson Barbosa manteve o tom de continuidade ao trabalho de Levy. Mas já são negociadas e estudadas medidas de “estímulo” nos moldes do primeiro governo Dilma, que oneram o Tesouro e não geram resultados consistentes e duradouros.

Pelo lado positivo, em 2015 tivemos a Polícia Federal e o Ministério Público avançando contra a grande corrupção existente no país. Esta é, talvez, a mudança mais positiva para o Brasil no longo prazo.

**Juros e Inflação**

O CDI rendeu 13,23% em 2015, enquanto o IRFM 1+, afetado pela alta das taxas pré-fixadas, somente 3,27%. O IPC-A, que estourou o teto da meta de 6,5%, acumulou 10,67% no ano. Somente em 2002 houve inflação mais alta do que esta (12,53%) - gráfico 4.

Para justificar o estouro do teto da meta de inflação o presidente do BC deve encaminhar uma carta ao ministro da Fazenda com suas explicações. Tombini encaminhou a sua logo no início do ano. Nela ele coloca como principais fatores que pressionaram o IPC-A a disparada do dólar e a correção dos preços administrados. Mas, não deixa de ser curioso o fato do BC não conseguir entregar a inflação no centro da meta mesmo quando o dólar caía e os preços administrados eram represados. Por isto, paira sobre todos os agentes do mercado e mesmo fora dele a seguinte questão: “Como este BC, ou este governo, podem gerar alguma confiança de que trarão a inflação para o centro da meta se nunca conseguiram fazê-lo? A única coisa clara é que eles não controlam a inflação!”

No gráfico 4 e na tabela abaixo colocamos uma análise que sempre repetimos nos relatórios de dezembro. Nele retiramos 15% de imposto de renda do CDI acumulado e descontamos a inflação no ano para termos ideia de como foi o rendimento real líquido de imposto de uma aplicação no CDI.

Observando a tabela e o gráfico vemos que o rendimento real efetivo (ajustado pelo IPC-A ou IPC-Fipe) é o menor da série. Isto demonstra claramente a leniência do BC com a inflação. Em 2015 a inflação subiu com muito mais intensidade e velocidade do que o BC foi capaz de aumentar a taxa de juros. Assim, quem investiu em um produto que entregou 100% do CDI em 2015 teve, segundo este cálculo, algo próximo a 0,5% no ano de rendimento real líquido de IR, uma conclusão bem diferente do imaginário que vê a taxa de juros a 14,25%<sup>aa</sup> como muito elevada. Olhando para o passado, fica claro que o BC deveria ter elevado a taxa de juros com muito mais intensidade já no início de 2015 ao invés da estratégia gradativa que adotou.

INDICADORES	INFLAÇÃO										
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
IPCA - IBGE	10,67%	6,41%	5,91%	5,84%	6,50%	5,91%	4,31%	5,90%	4,46%	3,14%	5,69%
IPC - FIPE	11,07%	5,20%	3,88%	5,10%	5,80%	6,41%	3,65%	6,17%	4,37%	2,54%	4,54%
IGP-M	10,54%	3,69%	5,53%	7,82%	5,10%	11,32%	-1,71%	9,81%	7,75%	3,85%	1,20%

INDICADORES	JUROS REAIS (15% DE IR)										
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
IPCA - IBGE	0,52%	2,60%	0,87%	1,23%	3,14%	2,24%	3,93%	4,36%	5,35%	9,36%	9,90%
IPC - FIPE	0,16%	3,78%	2,84%	1,94%	3,82%	1,76%	4,60%	4,09%	5,44%	10,00%	11,11%
IGP-M	0,64%	5,29%	1,24%	-0,63%	4,51%	-2,73%	10,30%	0,65%	2,14%	8,61%	14,77%

Agora, no dia 20 de janeiro o COPOM fará uma nova reunião. Antes da virada do ano, o BC deu a entender que subiria os juros, mas a troca de ministro da Fazenda colocou em dúvida esta tese. Da decisão a ser tomada e também das suas justificativas o mercado concluirá se realmente o Banco Central sucumbiu à nova matriz econômica ou se ainda encontra alguma autonomia. De toda maneira, tudo indica que a inflação mostrará muita persistência e que a combinação com um quadro

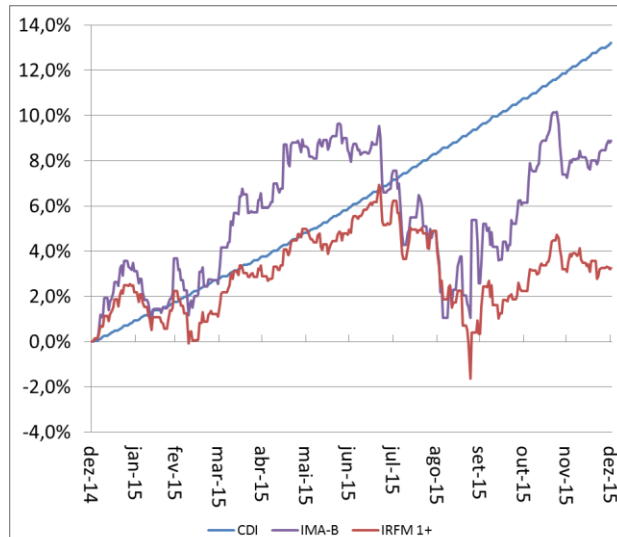


Gráfico 2 Fonte: Argumento

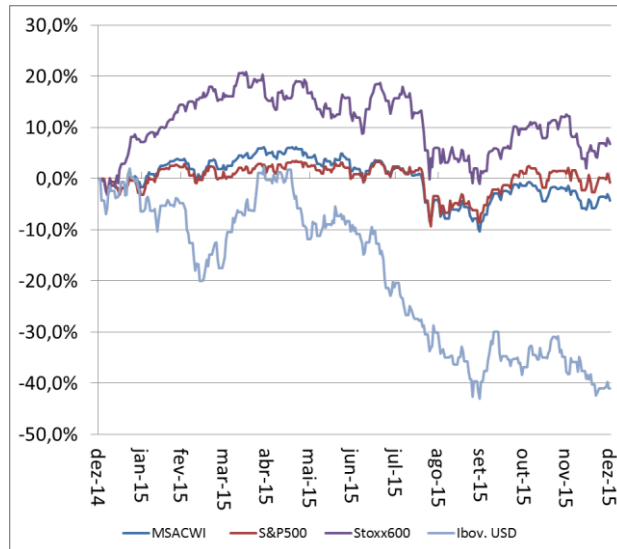


Gráfico 3 Fonte: Argumento

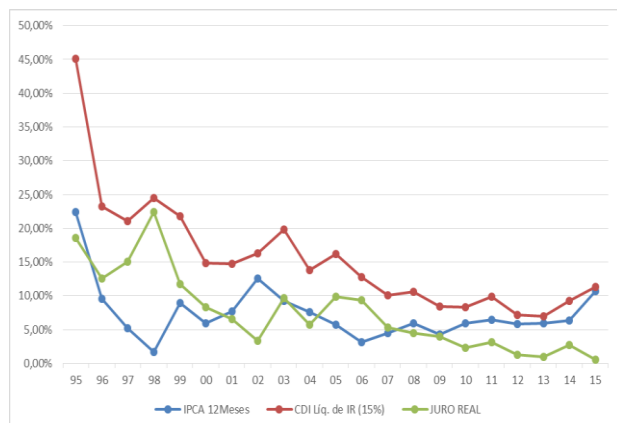


Gráfico 4 Fonte: BCB, Argumento

**fiscal delicado** irá fazer com que **as taxas de juros de longo prazo subam mais um pouco.**

### Bolsa

**O Ibovespa encerrou 2015 com perda de 13,3%.** O índice setorial com pior desempenho foi o imobiliário, que registrou queda de 21%, seguido pelo índice financeiro, que perdeu 12%. O único índice que conseguiu manter-se positivo foi o industrial, que subiu 5%. Empresas que vendem produtos dolarizados e que não viram seus preços em dólar despencar, caso das empresas de papel e celulose, foram as grandes ganhadoras do ano. As ações que tiveram os maiores impactos negativos no índice Ibovespa foram as ações do Bradesco PN (-34%), as da VALE PN (-46%) e as do Itaú PN (-16%). **As perspectivas econômicas continuam ruins e é difícil presenciarmos uma recuperação consistente das ações** com este quadro. As previsões para o PIB de 2016 no relatório Focus são revistas para baixo quase que toda semana e uma quantidade cada vez maior de analistas diz que o PIB de 2016 será pior do que o de 2015.

### Câmbio

**O dólar fechou o ano com alta de 49%, cotado a 3,96.** A taxa de câmbio acompanhou um movimento global de valorização do dólar, mas teve momentos de maior aceleração, como quando o governo desistiu da meta fiscal. No cenário local, a continuidade da crise fiscal, política e a inflação em patamares elevados dão sustentação à taxa de câmbio. No cenário internacional, os preços das commodities em queda, dados econômicos mais brandos na China e mais altas na taxa de juros dos EUA também devem pressionar para um dólar mais caro.



O único objetivo deste relatório é a prestação de informações aos nossos clientes e ao público em geral. A Argumento Administração de Carteira de TVM não distribui ou comercializa quotas de fundos de investimentos ou quaisquer outros títulos e valores mobiliários. Sob nenhuma circunstância isto deve ser considerado uma oferta de venda ou uma solicitação de compra de nenhum ativo financeiro ou fundo de investimento. Apesar das informações aqui contidas serem retiradas de fontes fidedignas, e posteriormente checadas, a Argumento não pode ser responsabilizada por eventuais erros na divulgação desses dados. Fundos de investimento não contam com a garantia da administradora, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Este documento não pode ser reproduzido ou publicado para qualquer propósito sem prévio consentimento. Todos os direitos reservados. Copyright 2016.