

POLÍTICAS DE INVESTIMENTOS

2016-2020

DIRETRIZES GERAIS



Shutterstock

Aprovada pelo Conselho Deliberativo, conforme Ata nº 530,
item 1, de 16 de dezembro de 2015.

Alterada pelo Conselho Deliberativo, conforme Ata nº 541,
item 8, de 23 de junho de 2016.



SUMÁRIO EXECUTIVO

Sumário Executivo

1 Questão centrais da estratégia de gestão dos recursos garantidores no período

1.1 Carteira de renda fixa: Títulos Públicos Federais (TPF)

A estratégia para esta carteira consistirá em uma ampliação do estoque de TPFs para todos os planos sob gestão da Petros. Entende-se que o nível de retorno alcançado por tal classe de ativo no presente momento, taxas significativamente acima da meta atuarial de todos os planos, impõe sua aquisição como requisito de cumprimento do dever fiduciário do gestor, na medida em que os TPFs constituem-se em papéis de baixo risco, alta liquidez e elevada rentabilidade.

A estratégia de aquisição, entretanto, variará de acordo com a maturidade de cada plano de benefícios. Para os planos maduros (PPSP, Nitriflex, Lanxess e Ultrafértil), a estratégia consistirá em adquirir TPFs marcados a mercado e de vencimentos curto. Tal estratégia possibilitará a captura de uma rentabilidade elevada (em comparação com a meta atuarial) com um risco de mercado reduzido, uma vez que, como se sabe, os papéis de vencimento mais curto têm menor volatilidade em seu preço de mercado, historicamente. Cabe aqui citar, que as estratégias levarão em conta a necessidade de caixa de cada plano, podendo em alguns casos ocorrer alocações em TPFs de mais longo prazo, como, por exemplo, o caso de Nitriflex e Lanxess. Nestes casos, podendo os ativos serem marcados até o vencimento.

Para planos ainda jovens (PP2), a estratégia consistirá em adquirir papéis ao longo de todo o espectro da curva de NTN-Bs, sempre optando pela marcação na curva. Tal estratégia justifica-se em função da eliminação do risco de mercado que a marcação proporciona, aliada ao fato de que os maiores prêmios estão nos papéis de mais longo prazo e à característica do PP2 de poder suportar períodos mais longos sem a pronta exigência de liquidez.

1.1. Carteira de renda fixa: carteira de crédito privado

A carteira de crédito privado da Petros, após terceirizar a gestão de créditos inadimplentes em 2015, dedicar-se-á a partir de 2016 a adquirir títulos de dívida corporativa de elevada qualidade. A estratégia concentrar-se-á principalmente em debêntures corporativas, adquiridas diretamente ou indiretamente, via fundos e investimento constituídos exclusivamente com essa finalidade. Para tanto, a Petros promoverá a seleção de até cinco gestores terceirizados para parte da carteira de crédito privado.

1.2. Carteira de renda variável: Participações

Nesta carteira, a estratégia será a de promover uma redução expressiva no volume de ativos sob gestão. Contando hoje com 33 empresas na carteira, além de 40 Fundos de Investimento em Participações, a carteira encontra-se desbalanceada, necessitando de um reequilíbrio. É preciso vender as participações que não apresentam perspectiva de retorno nos próximos anos, mantendo em carteira apenas as participações que de fato mostrem boas perspectivas de retorno e que apresentem espaço para um trabalho de governança que possa ser criador de valor nos próximos anos.

A experiência recente da Petros na condição de acionista minoritário colocou em dúvida a pertinência da manutenção de tal posição relativa para os próximos anos. Vender suas participações minoritárias e concentrar-se naquelas posições nas quais a Petros faça parte do bloco de controle e portanto possa opinar sobre os destinos estratégicos da empresa é prioridade para o período 2016-2020.

Sobre a carteira de Fundos de Participações, para os planos maduros (PPSP, Nitriflex, Lanxess e Ultrafértil) não serão feitos novos aportes além daqueles já comprometidos. Para os Planos ainda jovens (PP2) a aquisição de novos Fundos de Participações deverão ser deliberados pelo Conselho Deliberativo.

1.3. Carteira de renda variável: gestores terceirizados

Os gestores terceirizados da carteira de renda variável da Petros serão avaliados no 1º trimestre do ano de 2016. Aqueles que tenham apresentado baixa performance nos últimos anos serão substituídos por gestores selecionados em processos seletivos conduzidos pela Gerência de Operações de Mercado, responsável pela gestão terceirizada de recursos alocados em renda variável.

1.4. Carteira de Imóveis

Tal carteira requer uma transformação estrutural da área de gestão. Atualmente, a Petros possui uma área de gestão da carteira imobiliária que conta com a obrigação de acompanhar, detalhadamente, todos os acontecimentos pertinentes a cada um dos ativos que compõe essa carteira, o que caracteriza a Petros como um verdadeiro administrador de sua própria carteira de ativos imobiliários. Esse processo de transformação será objeto de estudo ao longo do ano de 2016.

A transformação requerida prevê a transferência da gestão dos imóveis para gestores terceirizados, que farão o acompanhamento detalhado que hoje cabe à Fundação. Com tal transferência, caberá à Gerência de Participações Imobiliárias um trabalho mais dedicado à *inteligência* que ao trabalho operacional que caracteriza hoje a área.

Para a carteira, pretende-se não ampliar o estoque de imóveis sob gestão, nem diretamente nem mesmo indiretamente, para além do capital já comprometido nos fundos de investimento já existentes.

1.5. Quadro Resumo das Estratégias dos Planos

Segue quadro com o resumo das estratégias de investimentos propostas nas Políticas de Investimentos para o período 2016-2020, considerando o patrimônio alocado em julho de 2015.

| Planos/ Segmentos | Renda Fixa | | Renda Variável | | Inv. Estruturados | | Imóveis | Empréstimos |
|----------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|-------------|-------------------------|---------------------|------------------------|-------------|
| | Inflação | CDI | Curto Prazo | Longo Prazo | FIPs | Fundos Imobiliários | | |
| PPSP | aumento | manutenção | manutenção/ redução | redução | manutenção / redução | manutenção | manutenção/ redução | n/a |
| Lanxess | aumento | manutenção/ redução | manutenção/ redução | redução | manutenção / redução | manutenção | redução | n/a |
| Ultrafértil | aumento | redução | manutenção/ redução | redução | manutenção / redução | manutenção | redução | n/a |
| Nitriflex | aumento | manutenção/ redução | manutenção/ redução | redução | manutenção / redução | manutenção | redução | n/a |
| PP2 | aumento | manutenção/ redução | manutenção/ aumento | manutenção | manutenção / redução | manutenção | manutenção/ redução | n/a |
| TAP | aumento | redução | manutenção/ redução | n/a | manutenção / redução | n/a | n/a | n/a |
| Sanasa | possibilidade de criação | redução | possibilidade de criação | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| CDs | possibilidade de criação | manutenção | possibilidade de criação | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| PGA | aumento | aumento | manutenção/ aumento | redução | manutenção / redução | manutenção | manutenção/ redução | n/a |

Observação: A alocação no segmento de empréstimos, dependerá as condições estabelecidas entre as Patrocinadoras e Instituidores e a Petros. O volume de alocação é uma variável não controlável pela Petros e dependerá de fatores exógenos.

2. Estratégia dos Planos

2.1 Plano Petros Sistema Petrobras

O Plano Petros do Sistema Petrobras terá como principal estratégia a continuidade da busca de liquidez oriunda do processo de desinvestimentos da carteira de participações. Os recursos obtidos com esses desinvestimentos serão utilizados para recompor o caixa e aquisição de títulos de títulos públicos para melhor imunização das obrigações.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 35,88% | 30,00% | 60,00% | 30,00% | 90,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 44,99% | 30,00% | 45,00% | 6,00% | 45,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 7,54% | 4,00% | 13,00% | 0,00% | 10,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 7,86% | 3,00% | 8,00% | 2,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 3,73% | 0,00% | 15,00% | 0,00% | 15,00% |

2.2 Plano Petros Lanxess e Nitriflex/DSM

As Políticas de Investimentos para os planos estão alinhadas à estratégia de imunização de suas carteiras, via compra de títulos públicos indexados à inflação, reduzindo sua exposição em ativos mais voláteis.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 45,32% | 45,00% | 80,00% | 45,00% | 80,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 36,22% | 10,00% | 45,00% | 10,00% | 40,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 4,62% | 0,00% | 7,00% | 0,00% | 6,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 9,35% | 0,00% | 8,00% | 0,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 1,51% | 0,00% | 15,00% | 0,00% | 15,00% |

2.3 Plano Petros Ultrafertil

A política de investimentos do plano será focada na estratégia de priorização de liquidez para fazer frente ao pagamento de benefícios, por meio de compra de títulos públicos indexados à inflação, reduzindo, paulatinamente, sua exposição em ativos mais voláteis como renda variável e investimentos estruturados.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 43,65% | 40,00% | 80,00% | 35,00% | 80,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 37,95% | 10,00% | 45,00% | 10,00% | 45,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 4,92% | 0,00% | 8,00% | 0,00% | 7,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 8,48% | 0,00% | 8,00% | 0,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 1,84% | 0,00% | 15,00% | 0,00% | 15,00% |

2.4 Planos Petros Privatizadas (em processo de retirada)

2.4.1 Plano Braskem

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|----------------|------------------------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo | % Mínimo | % Máximo |
| RENDA FIXA | CDI | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

2.4.2 Planos PQU e Copesul

Devido ao processo de administração especial desses planos pelo órgão regulador, os mesmos estão desobrigados de elaboração de Políticas de Investimentos, conforme consta no OF. ADESP – 025/2015:

“Queremos comunicar a V.S.^a que, devido às suas características peculiares, um plano de benefícios em liquidação está desobrigado de elaborar a Política de Investimentos na forma estabelecida pela Resolução CMN n° 3.792/2009 (...).”

Desse modo, não serão elaboradas políticas de investimentos para esses planos.

2.5 Plano Petros 2

A estratégia de investimentos para os próximos 5 (cinco) anos, será focada no volume alocado em títulos públicos indexados à inflação. Poderão, ainda, ocorrer investimentos em outros segmentos, como forma de diversificação do risco do Plano.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 77,14% | 60,00% | 90,00% | 60,00% | 90,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 11,74% | 5,00% | 25,00% | 0,00% | 20,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 3,97% | 0,00% | 10,00% | 0,00% | 8,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 3,45% | 0,00% | 8,00% | 0,00% | 5,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 3,71% | 0,00% | 15,00% | 0,00% | 15,00% |

2.6 Plano Petros TAP

A estratégia de investimentos será focada no aumento da parcela de Títulos Públicos Federais indexados à inflação com possibilidade de classificação contábil de “levados até o vencimento”.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 81,9% | 50,0% | 100,0% | 50,0% | 100,0% |
| RENDA VARIÁVEL | 17,9% | 5,0% | 30,0% | 5,0% | 20,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 0,3% | 0,0% | 8,0% | 0,0% | 1,0% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IMÓVEIS | 0,00% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,00% | 0,0% | 15,0% | 0,0% | 15,0% |

2.7 Plano Misto Sanasa

A estratégia de investimentos será focada no aumento da parcela de Títulos Públicos Federais indexadas à inflação com possibilidade de classificação contábil de “títulos levados até o vencimento”.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 99,2% | 60,0% | 100,0% | 60,0% | 100,0% |
| RENDA VARIÁVEL | 0,0% | 0,0% | 30,0% | 0,0% | 15,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 0,0% | 0,0% | 5,0% | 0,0% | 0,0% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IMÓVEIS | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,8% | 0,0% | 15,0% | 0,0% | 15,0% |

2.8 Planos de Contribuição Definida

Será adotada a estratégia de diversificação da carteira de investimentos, com maior alocação em ativos que não sejam de renda fixa. Essa estratégia será efetuada paulatinamente e de acordo com condições favoráveis de mercado.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 99,6% | 60,0% | 100,0% | 60,0% | 100,0% |
| RENDA VARIÁVEL | 0,0% | 0,0% | 25,0% | 0,0% | 10,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 0,0% | 0,0% | 5,0% | 0,0% | 0,0% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IMÓVEIS | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,4% | 0,0% | 15,0% | 0,0% | 15,0% |

2.9 Plano de Gestão Administrativo

Com o aumento no volume das despesas, a estratégia será focada no aumento da liquidez dos ativos e no curto prazo.

| SEGMENTOS | % invest | 2015/2019 | | 2016/2020 | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | %Mínimo | %Máximo | %Mínimo | %Máximo |
| RENDA FIXA | 60,49% | 45,00% | 90,00% | 45,00% | 100,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 34,03% | 20,00% | 40,00% | 20,00% | 35,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 3,74% | 0,00% | 7,00% | 0,00% | 5,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 1,74% | 0,00% | 8,00% | 0,00% | 3,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

Políticas de Investimentos

2016-2020

| | |
|--|-----------|
| 1. OBJETIVOS DAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTOS | 16 |
| 1.1 ADMINISTRADOR ESTATUTÁRIO TECNICAMENTE QUALIFICADO | 16 |
| 2. CONTEXTO MACROECONÔMICO | 17 |
| 2.1 CENÁRIO EXTERNO | 17 |
| 2.2 ECONOMIA DOMÉSTICA | 36 |
| 3. PRINCÍPIOS NORTEADORES DA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 61 |
| 3.1 INVESTIMENTOS SOCIALMENTE RESPONSÁVEIS – SUSTENTABILIDADE DOS INVESTIMENTOS | 62 |
| 4. DIRETRIZES DE RISCO | 65 |
| 4.1 RISCO DE MERCADO | 65 |
| 4.2 RISCO OPERACIONAL | 65 |
| 4.3 RISCO LEGAL E REGULATÓRIO | 65 |
| 4.4 RISCO DE LIQUIDEZ / SISTÊMICO | 66 |
| 4.5 RISCO DE CRÉDITO | 66 |
| 5. APREÇAMENTO DE ATIVOS | 67 |
| 6. OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS | 67 |
| 7. DEFINIÇÃO DOS SEGMENTOS | 67 |
| 7.1 RENDA FIXA | 68 |
| 7.2 RENDA VARIÁVEL | 69 |
| 7.3 INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 69 |
| 7.4 INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 70 |
| 7.5 IMÓVEIS | 70 |
| 7.6 OPERAÇÕES COM PARTICIPANTES | 70 |
| 8. DIVERSIFICAÇÃO DE GESTORES | 71 |

| | |
|---|-----------|
| 9.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO PETROS – SISTEMA PETROBRAS | 71 |
| 9.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM – PLANO PETROS SISTEMA PETROBRAS | 71 |
| 9.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 71 |
| 9.3 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO PETROS SISTEMA PETROBRAS | 73 |
| 10.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO PETROS – LANXESS E NITRIFLEX /DSM | 76 |
| 10.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM – PLANOS PETROS – LANXESS E NITRIFLEX/DSM | 76 |
| 10.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 76 |
| 10.3. TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO LANXESS | 77 |
| 10.4. TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO NITRIFLEX/DSM | 80 |
| 11.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO PETROS – ULTRAFÉRTIL | 82 |
| 11.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM – PLANO PETROS – ULTRAFÉRTIL | 82 |
| 11.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 82 |
| 11.3 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO ULTRAFÉRTIL | 84 |
| 12.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO PETROS – PRIVATIZADAS (EM PROCESSO DE RETIRADA) | 86 |
| 12.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM – PLANOS PETROS – PRIVATIZADAS (EM PROCESSO DE RETIRADA) | 86 |
| 12.2 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO BRASKEM | 86 |
| 12.3 PLANOS PQU E COPESUL | 86 |
| 13.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO PETROS 2 | 87 |
| 13.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM – PLANO PETROS 2 | 87 |
| 13.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 87 |
| 13.3 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO PETROS 2 | 88 |
| 14.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO GERAL ADMINISTRATIVO - PGA | 91 |
| 14.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM DO PGA | 91 |
| 14.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 91 |
| 14.3 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO PGA | 92 |

| | |
|---|------------|
| 15.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO TAP | 94 |
| 15.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM DO PLANO TAP | 94 |
| 15.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 94 |
| 15.3 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO TAP | 95 |
| 16.POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO SANASA | 97 |
| 16.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM | 97 |
| 16.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 97 |
| 16.3 TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANO SANASA | 98 |
| 17.POLÍTICAS DE INVESTIMENTOS DOS PLANOS DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA (CD) | 101 |
| 17.1 RESULTADO DO SISTEMA GAP-ALM – PLANOS DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA (CD) | 102 |
| 17.2 DIRETRIZES PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS | 102 |
| 17.3.TABELAS DE ALOCAÇÃO – PLANOS DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA (CD) | 103 |

1. Objetivos das Políticas de Investimentos

As Políticas de Investimentos dos Planos sob gestão da Petros têm como objetivo fornecer as diretrizes em relação às estratégias para alocação dos investimentos em um horizonte de médio e longo prazo, sendo um documento de vital importância para o planejamento e gerenciamento dos planos administrados pela Fundação.

A Petros administra, atualmente, 45 (quarenta e cinco) Planos, sendo 44 (quarenta e quatro) planos de benefícios e 1 (um) Plano de Gestão Administrativa já aprovados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), de 61 (sessenta e uma) patrocinadoras e 73 (setenta e três) instituidores. Dos atuais 45 (quarenta e cinco) Planos administrados pela Petros, 10 (oito) estão em processo de retirada, e 4 (quatro) em processo de transferência de gestão.

Com base nas modalidades, características das obrigações de cada plano de benefício e em busca do equilíbrio econômico-financeiro entre o ativo e seu passivo atuarial e a liquidez, no caso específico do PGA, verificou-se a necessidade de dividir as Políticas de Investimentos em alguns grupos, de forma a adequar as estratégias de investimentos com as necessidades e características de cada plano.

No transcorrer deste documento, estabelecemos as diretrizes para aplicação de recursos que contemplam, como instrumentos de melhor exposição, tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Os horizontes dos limites máximos e mínimos das diretrizes são de 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de médio e longo prazo que maximizam a rentabilidade com segurança.

Todos estes referenciais são guias para os gestores da Petros, tanto da parte dos executores (diretoria, gerentes e empregados em geral) quanto dos conselhos deliberativo e fiscal, no sentido do acompanhamento e avaliação da evolução das carteiras de investimentos com uma perspectiva de médio e longo prazo. Não cabe, portanto, neste acompanhamento, o uso das palavras “enquadramento” ou “desenquadramento”, pois os limites fixados nas Políticas de Investimentos estão devidamente enquadrados nos parâmetros legais exigidos para as carteiras de investimento de uma Entidade Fechada de Previdência Complementar.

É válido ressaltar que os percentuais utilizados nas tabelas de limites de alocação de recursos têm como base o demonstrativo de investimentos de Julho de 2015.

1.1 Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado

Em atendimento à Lei Complementar n.º 109, de 2001, a Petros tem o Diretor de Investimentos como responsável pela gestão dos recursos dos planos por ela administrados, independentemente da responsabilidade solidária dos demais Administradores.

2. Contexto Macroeconômico

O contexto macroeconômico, desenvolvido pela Gerência de Planejamento de Investimentos (GDI), tem por objetivo projetar cenários, a partir da conjuntura atual e por intermédio de premissas e hipóteses condizentes com realidade econômica, a fim de prover às demais gerências da Diretoria de Investimentos (DINV) análises que contribuam para a condução dos processos de alocação e tomada de decisão de investimento. As projeções dos principais indicadores econômicos são utilizadas para desenhar estes cenários, que também servirão como pano de fundo às análises e aos estudos macro/setorial (*top down*) desenvolvidos pela GDI, com intuito de informar aos gestores os principais impactos possíveis sobre os diversos mercados e, assim, tornar a tomada de decisão mais segura e eficiente.

O presente cenário está estruturado em três seções. A primeira versa sobre o panorama internacional, sobremaneira o comportamento dos principais mercados globais e seus impactos sobre a economia brasileira. A segunda seção apresenta um exame sobre a economia doméstica, em especial as características das políticas econômicas vigentes e seus possíveis impactos nos agregados macroeconômicos. E, por fim, são apresentadas as perspectivas para o cenário econômico e as projeções dos principais indicadores econômicos para os próximos cinco anos, bem como uma síntese dos efeitos dos cenários aqui apresentados para os segmentos de renda fixa, de renda variável e de imóveis.

2.1 Cenário Externo

A economia mundial tem se comportado substancialmente volátil em 2015. Diversos são os fatores que explicam esse cenário, quais sejam: (i) a instabilidade envolvendo o futuro da Grécia e da própria união monetária (Euro), em particular na Europa; (ii) a expectativa de normalização da política monetária nos EUA (aumento das taxas de juros pelo FED); e (iii) as incertezas derivadas da China, associadas à desaceleração da atividade econômica, à queda acentuada da Bolsa de Xangai e à desvalorização do *renminbi* (RMB). Cabe citar que essa instabilidade internacional vem sendo construída desde a crise financeira global de 2008-09, e tornou-se mais intensa a partir da crise fiscal na Zona do Euro¹. Em que medida esse cenário econômico global instável reflete apenas fatores transitórios (conjunturais) ou desequilíbrios de natureza estrutural, é uma questão em aberto.

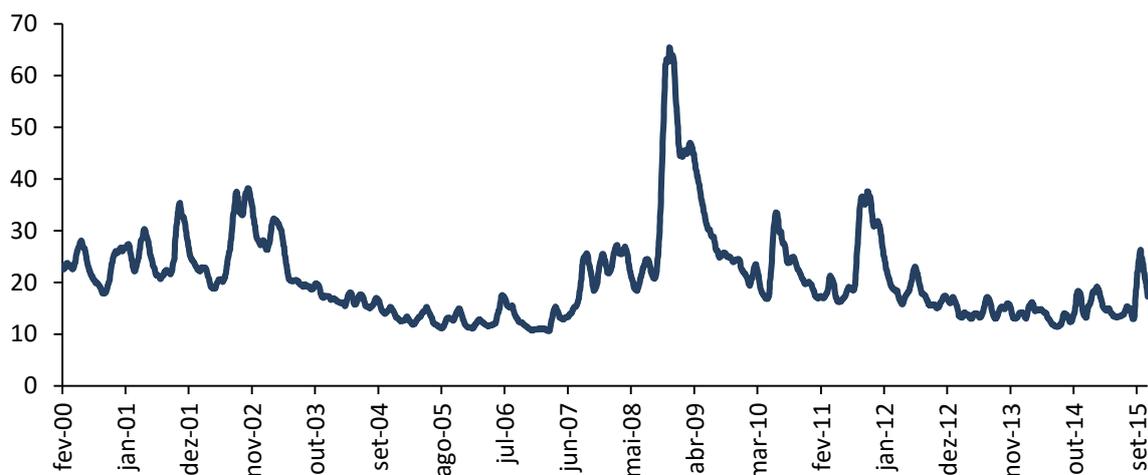
Nota-se uma tendência de “estagnação” do crescimento econômico mundial, sobremaneira nas economias desenvolvidas. Mesmo diante da forte redução do preço do petróleo, diferentemente do que se esperava, as economias industrializadas obtiveram benefícios marginais: o processo de redução do endividamento das famílias parece ter limitado o efeito usual sobre o consumo derivado do ganho inesperado, representado pela redução de preços dos combustíveis.

¹ A despeito de ter dinâmica própria, a Crise Fiscal da Zona do Euro foi consequência da Crise Financeira Global de 2008-09 originada nos EUA.

A instabilidade financeira que vivemos atualmente é resultado da forte incerteza que envolve a economia global, seja pela expectativa de aumento da taxa de juros pelo FED, ou ainda, a reverberação da desaceleração chinesa sobre os países exportadores de commodities. Com efeito, observa-se forte redução dos fluxos de capitais para mercados emergentes, com impactos sobre as taxas de câmbio e as perspectivas de inflação (mundo em desinflação). Tipicamente é o que vem ocorrendo na América Latina, onde em diversos países desenha-se a elevação das taxas de juros, mesmo com redução da atividade econômica (e.g. Peru, Colômbia e Chile).

Este aumento pode ser percebido nitidamente no comportamento do índice VIX (volatilidade da bolsa de Chicago), uma medida de percepção de risco dos investidores, conforme demonstrado no gráfico abaixo. Percebe-se, claramente, o aumento do índice para níveis superiores aos observados em 2013, quando o mercado passou a especular mais intensamente sobre alterações na política monetária nos EUA.

Gráfico 1 – VIX – Índice de volatilidade da bolsa de Chicago (MM 22 dias – fev/00 a out/15)



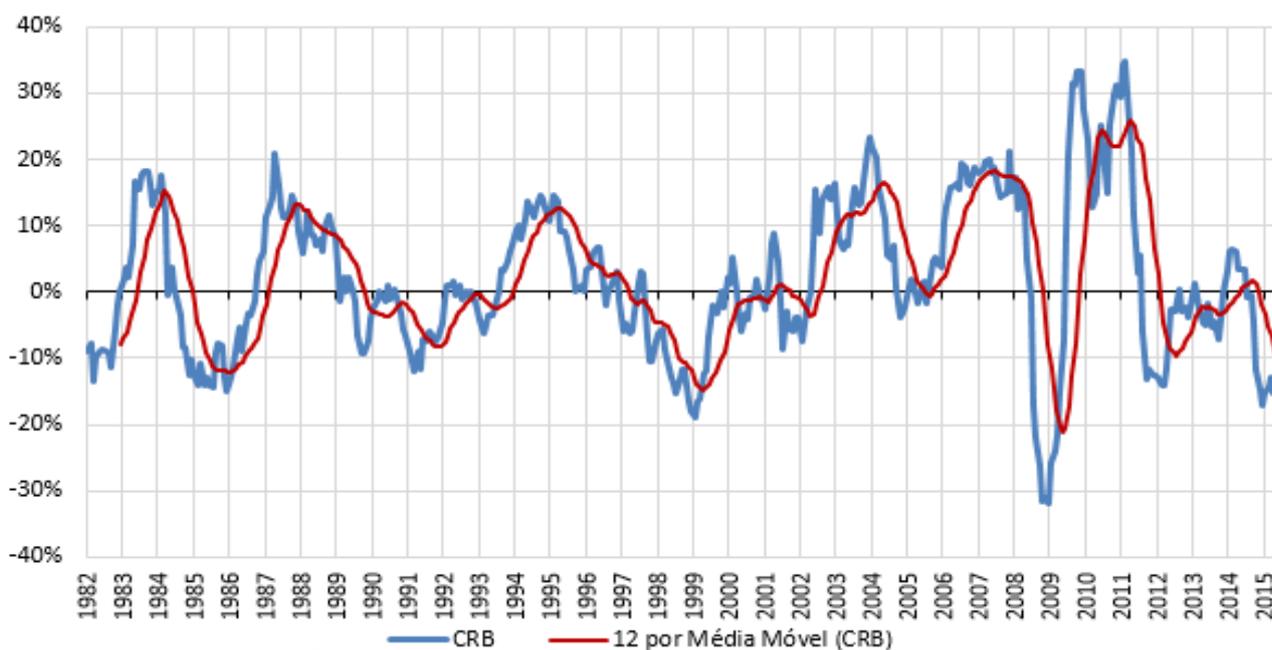
Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI

Os fluxos de comércio mundial também vêm encolhendo nos últimos anos. Como será apresentado com mais detalhes à frente, a China tem tido, novamente, relevante protagonismo neste cenário. De fato, a desaceleração da economia chinesa é fruto do esfriamento da atividade econômica global, notadamente da Europa, principal destino das exportações daquele país.

Tudo indica que as economias emergentes e desenvolvidas ficaram “acostumadas” com a fase de crescimento da China ao longo das últimas três décadas, o que culminou no conhecido “super ciclo das commodities”. Pelo lado dos emergentes, o choque positivo nos preços das commodities gerou um resultado positivo no crescimento das economias em desenvolvimento neste período, em linha com o aumento das exportações para a economia chinesa, diferentemente

dos choques ocorridos na década de 70². No que concerne às economias industrializadas, muitas se beneficiaram com os baixos custos praticados na China, e praticamente instalaram suas produções mais intensivas em mão de obra naquele país. Todavia, o ciclo econômico mundial atual ensaia outra dinâmica, o que deverá tornar o futuro de muitos países substancialmente desafiador nos próximos anos.

Gráfico 2 – Variação dos preços das commodities (Commodities Research Bureau - % A/A)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI.

O ciclo econômico atual apresenta um comportamento que desafia diversas teorias e fez emergir um tema até então adormecido no debate acadêmico: *a Estagnação Secular*. O comportamento dos mercados globais, sobretudo aqueles mais desenvolvidos, poderiam estar escondendo uma realidade até então não observada, pelo menos de perto.

Até a crise de 2008-09 este assunto estava esquecido. A crise foi um verdadeiro divisor de águas, e levou o mundo a uma nova era de ciclo econômico que fez reviver um antigo debate que não se ouvia desde 1938, quando Alvin Hansen, até então presidente da *American Economic Association*, alertou a comunidade acadêmica para os riscos de queda do crescimento demográfico, excesso de poupança e limites de endividamento das famílias. Esse debate se refere à hipótese de *Estagnação Secular*, em que o mundo parecia envolto naquela época. Contudo, com a Segunda Guerra e o *baby-boom* do pós-guerra, o tema ficou esquecido.

² O ciclo das commodities teve pouca correlação com o crescimento moderado dos países industrializados por motivos óbvios. Estas economias são plenamente desenvolvidas e a dinâmica é pouco intensiva em investimentos, mas intensiva em consumo das famílias e nas exportações de produtos manufaturados.

Recentemente, o tema emergiu com Larry Summers que, em uma reunião no FMI, alertou que o mundo estava mergulhando numa nova *Estagnação Secular*. Nesse sentido, o risco de persistência de uma longa fase de baixo crescimento, potencializada por níveis de inflação também muito baixos, torna-se proeminente.

Embora esta possibilidade, pelo menos na teoria, seja considerada suficiente para causar crescente preocupação, não há consenso sobre a sua inevitabilidade. Em contraste com a persistente dificuldade europeia de se livrar da recessão - agora reforçada pela perda de fôlego da economia alemã - combinada com a claudicante trajetória japonesa, a perda de ritmo da China e a fraqueza dos emergentes, os EUA apresentam, ainda que em ritmo de *stop and go*, indicações mais disseminadas de recuperação. A questão é saber se a economia americana, no papel tradicional de locomotiva mundial, será capaz de tirar o resto do mundo da tendência de novo mergulho recessivo ou será tragada pelas dificuldades das demais economias.

A hipótese de recuperação mundial em curso tem sido não apenas desmentida pelos fatos, mas torna-se cada dia mais improvável quando estudiosos retomam a toada da *Estagnação Secular*. Há enorme probabilidade da economia mundial ter entrado num período longo de crescimento muito baixo, envelhecimento da população no Primeiro Mundo e limites estreitos à capacidade de endividamento das novas gerações. Além disso, há também a preocupação com a escassez de recursos e fatores de produção.

O debate conseguiu unir diversas correntes teóricas. Enquanto os argumentos de Hansen na década de trinta haviam esgotado a questão demográfica, Larry Summers explora o fato de que estamos em uma economia com as taxas de juros muito próximas de zero que, por sua vez, corresponde a uma situação em que a taxa natural de juros é negativa.

A este debate acrescenta-se a situação de "armadilha de liquidez" de Keynes - juros baixos ou negativos não ajudam a ressuscitar os investimentos privados. Além disso, o baixo crescimento da população economicamente ativa (PEA) contribui para o cenário de estagnação dos países desenvolvidos. Valeria acrescentar que a questão do processo de envelhecimento populacional eleva a razão de dependência demográfica, aumenta os custos e reduz a produtividade.

Neste sentido, uma outra hipótese, relacionada aos avanços tecnológicos, também ganha força. A revolução das tecnologias de informação contribui para reduzir o custo do investimento (a quantidade de capital necessária para gerar um dado resultado). Com isso, a poupança tende a *emporçar* (excesso de liquidez) e o investimento não aumenta, mesmo que os juros sejam zero.

Diante do exposto, os países emergentes dificilmente manterão o ritmo de crescimento da primeira década do atual século. A ideia dos BRICS como potência mundial agora parece estar em xeque. Embora a China ainda possa manter taxas de crescimento acima dos países desenvolvidos e até fazer parte do clube dos países ricos, os demais países dos BRICS tendem a enfrentar dificuldades cada vez maiores. Ou seja, o que tudo indica é que os emergentes vão continuar emergentes e,

difícilmente, alcançarão a paridade com os países mais ricos do mundo, o que, naturalmente, levará os países a se adaptarem à nova realidade.

Desta forma, pode se chegar ao terceiro problema, que é a *armadilha da renda média*. Ou seja, os chamados países emergentes apresentaram bons resultados econômicos na fase que passavam pelas transições urbana e demográfica, pela exploração dos recursos naturais e cresceram economicamente por *adaptação criativa*. Porém, é mais fácil uma nação deixar um nível de renda baixa para alcançar o nível de renda média do que sair da renda média e ingressar no clube dos países desenvolvidos. A *armadilha da renda média* é um obstáculo que impede o progresso das chamadas economias emergentes.

Estar preso na faixa da renda média significa que o país é incapaz de prosseguir o caminho do desenvolvimento tradicional, mantendo indicadores baixos na área de infraestrutura urbana e transporte, baixa qualidade da educação e baixa capacidade de investimento e inovação tecnológica. O Brasil, com seu baixo crescimento econômico no último triênio (em torno de 2% ao ano e, provavelmente com três anos de recessão econômica), já é muito citado como um caso clássico de *armadilha da renda média*.

Estudo do CEBR, (*Centre for Economics and Business Research*) de dezembro de 2013, mostra que a Itália vai passar da 8ª maior economia do mundo em 2012 para a 15ª em 2028, e a Espanha vai passar da 13ª para a 18ª economia, no mesmo período. Segundo o relatório do instituto de estatísticas *Istat*, a pobreza chegou ao nível mais elevado na Itália no atual século. A pobreza relativa, definida como uma família com duas pessoas vivendo com uma renda mensal de até 991 euros atinge 12,7% das famílias. O Japão, embora seja uma economia rica e com excelentes indicadores sociais, já vive 20 anos de estagnação e, com um endividamento interno crescente, não apresenta perspectivas de crescimento significativo para os próximos vinte anos.

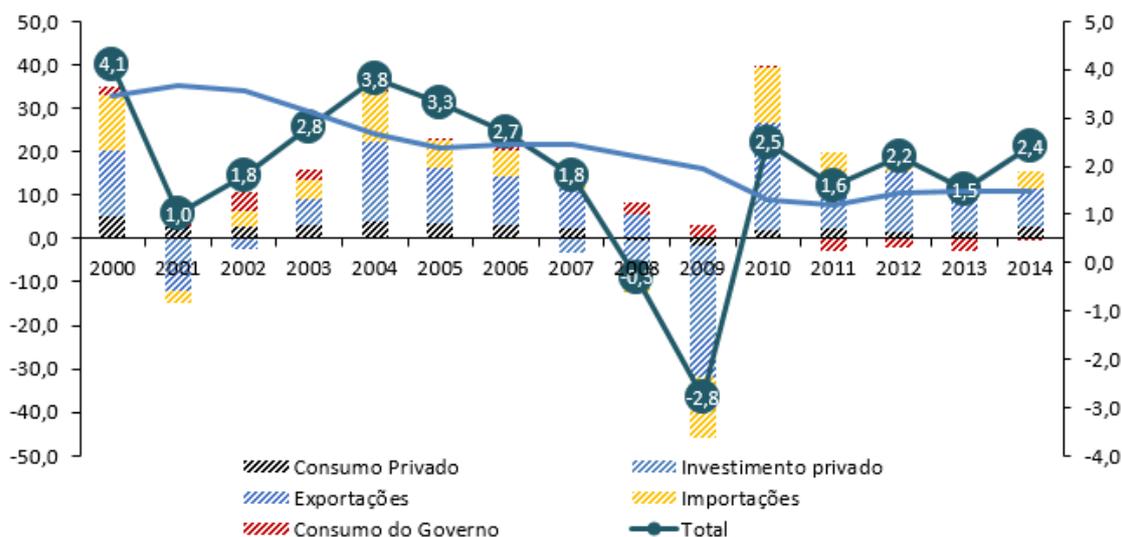
Desta forma, a conjugação dos três fenômenos (“estagnação secular”, “fim dos emergentes” e “armadilha dos países de renda média”) aponta para um período de baixo crescimento econômico e de possibilidade de aumento dos problemas sociais no mundo nas próximas décadas. Mas, mesmo assim, as perspectivas são melhores do que há 100 anos, quando o mundo viveu a Primeira Guerra Mundial entre 1914-1918, a grande depressão dos anos 1930 e a Segunda Guerra Mundial entre 1939 e 1945.

Por fim, os problemas geopolíticos, notadamente no Oriente Médio, têm suscitado um novo desafio: a crise migratória na Europa. Países mais desenvolvidos da União Europeia deverão repensar suas estratégias de política públicas para absorver essa nova população que é resultado de um êxodo em função de conflitos armados e perseguição nos países de origem. Isso será mais uma variável de impacto no desempenho econômico naquelas nações de maior renda (Alemanha, Reino Unido e países da Escandinávia) que, por sua vez, deverá refletir na economia global.

2.1.1 Estados Unidos

O cenário nebuloso em países emergentes e também em economias avançadas tem levado a uma preocupação maior dos EUA com a sua própria recuperação. A injeção de liquidez que se manteve desde a crise financeira, através do corte de juros de longo prazo e mediante o programa de compra de títulos da dívida (públicos e privados), possibilitou o incentivo a novos empréstimos (embora isso não tenha se realizado com ímpeto, como veremos à frente) e a tomada de riscos. A economia dos EUA retomou a tendência de recuperação (conforme observado no gráfico a seguir) e o dado referente ao crescimento do PIB revela uma trajetória otimista no que concerne aos níveis superiores ao PIB potencial. Por outro lado, esse hiato do produto não se converte em inflação, o que bota em xeque tanto a eficácia quanto a normalidade da política monetária (aumento da taxa de juros) no curto prazo.

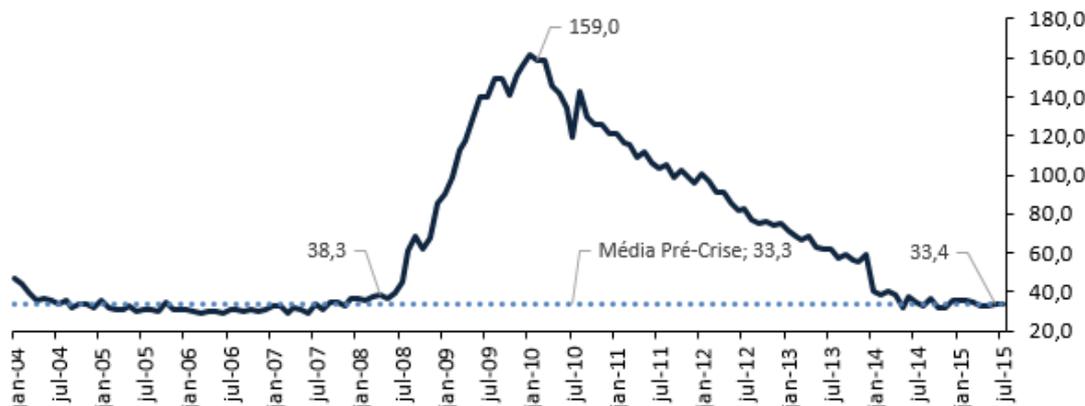
Gráfico 3 – Crescimento dos EUA



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Elaboração: Petros/GDI.

Os indicadores econômicos domésticos, de fato, apontam para um ritmo moderado de expansão da atividade, a despeito da melhora no mercado de trabalho, em que a taxa de desemprego encontra-se abaixo da média histórica. É válido que tais indicadores encontram-se bastante sólidos, conferindo credibilidade no que concerne à expectativa favorável da dinâmica do consumo das famílias. Além disso, os benefícios com seguro desemprego concedidos pelo governo, que sobre o efeito da Crise de 2008 dispararam, recentemente retornaram à média histórica. Contudo, destacamos que a melhora no mercado de trabalho não tem impactado os ganhos dos trabalhadores e, por conseguinte, a hora média paga por trabalhador continua crescendo a taxas baixas. Em outras palavras, não há indícios de que esteja ocorrendo uma inflação de salários.

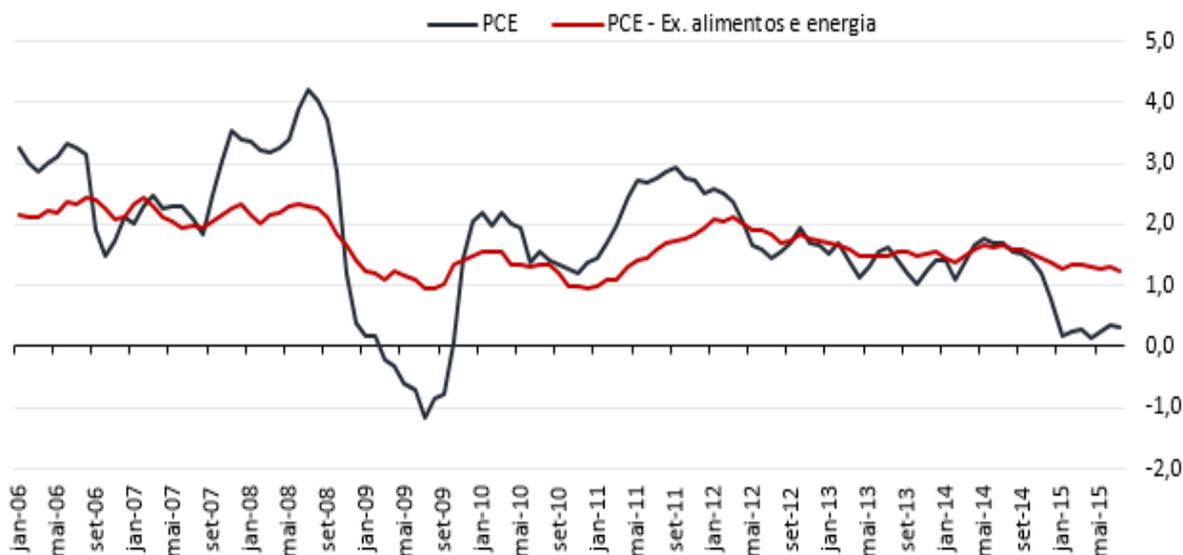
Gráfico 4 – EUA: Gastos do governo com seguro desemprego (US\$ bilhões)



Fonte: FRED/FED. Elaboração: Petros/GDI.

A expectativa do consumidor ainda está em um patamar preocupante e conservador. Esse nível ligeiramente baixo pode orientar o comportamento do consumo das famílias dos EUA. Nesse sentido, a análise do PCE (índice de inflação associado aos gastos de consumo) permite constatar que os gastos pessoais não apresentam tendência de forte crescimento. Ao excluirmos os gastos com alimentos e energia, a série sazonal ajustada permanece comportada e convergindo para 1%. No entanto, as vendas no varejo apresentaram uma evolução considerável, principalmente para os setores de automóveis e de material de construção.

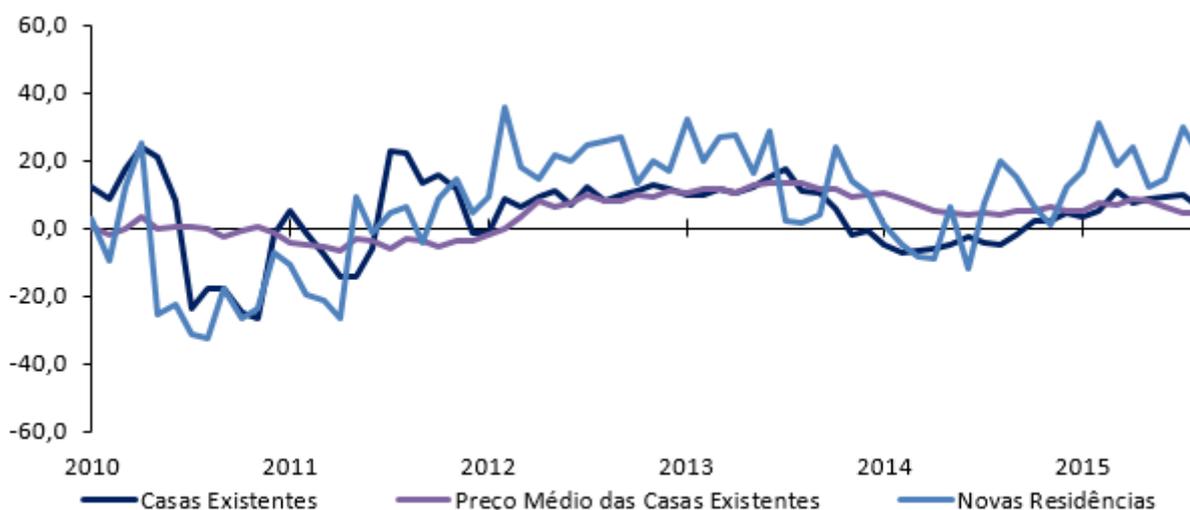
Gráfico 5 – EUA: Inflação (% anual PCE)



Fonte: FRED/FED. Elaboração: Petros/GDI.

Diante do exposto, acreditamos que, assim como o consumo das famílias tende a prosseguir na boa dinâmica dos últimos trimestres, os impactos positivos do crescimento do emprego sobre o setor imobiliário devem seguir a mesma trajetória. Os indicadores da *National Association of Realtors* apresentam recuperação das vendas e, conseqüentemente, dos preços nos últimos anos. Essa estabilidade tem reduzido o nível de estoque de imóveis residenciais abaixo da média histórica o que, nesse caso, tende a estimular a construção civil a fim de reduzir o descompasso entre a oferta e a demanda. O *US Census Bureau* apura mensalmente a evolução do seguimento de novos empreendimentos imobiliários residenciais e o segmento tem apresentado variações mais significativas das observadas nos imóveis usados, conforme demonstrado no gráfico 6, a seguir.

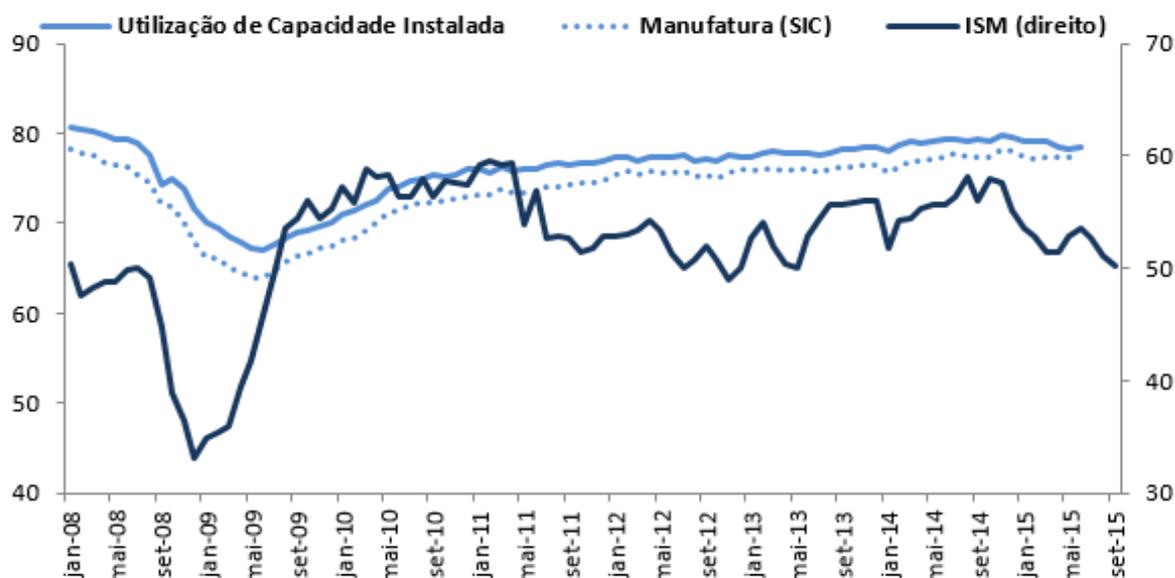
Gráfico 6 – EUA: Indicadores imobiliários residenciais (% variação anual)



Fonte: US Census Bureau e National Association of Realtors. Elaboração: Petros/GDI.

Pelo lado da indústria, o impulso negativo da moeda apreciada não deverá se dissipar tão cedo, ainda mais em um ambiente de baixo crescimento global. O índice de atividade industrial (ISM) tem apresentado contração nos últimos meses. A indústria permanece distante da capacidade instalada que dispunha no período anterior à crise, a despeito de existirem sinais claros de uma melhora na atividade. O índice ISM já encontra-se na média histórica (51,1), significando que a produção industrial tem se estabilizado, que corrobora com este cenário, embora em termos anualizados o indicador ainda apresente crescimento.

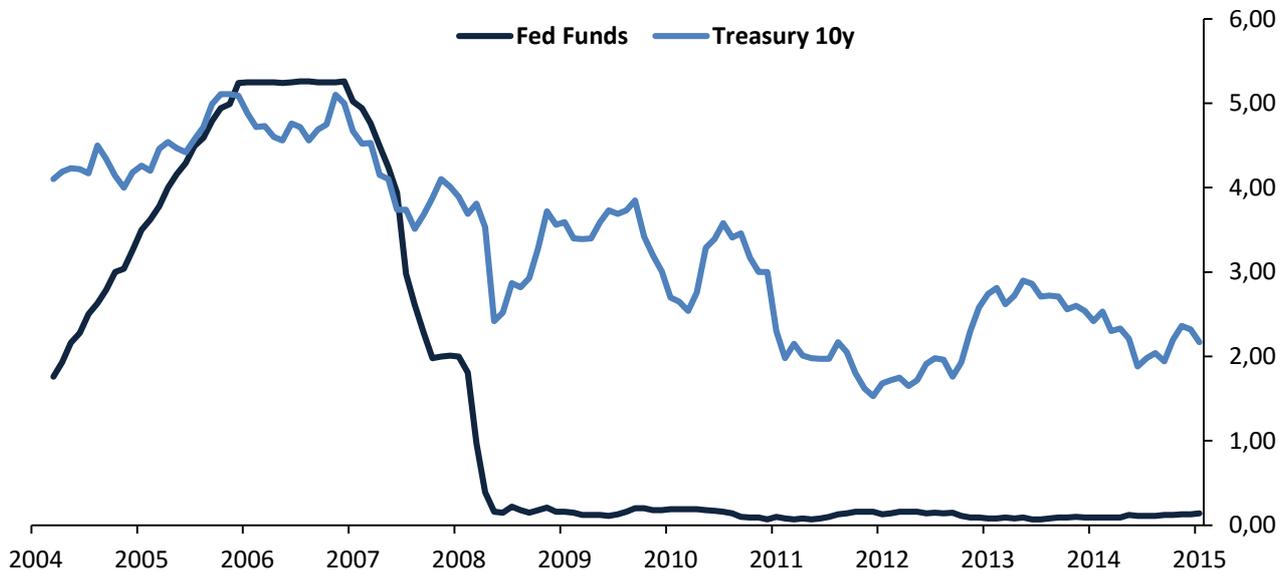
Gráfico 7 – EUA: Indicadores antecedentes da indústria



Fonte: CEIC. Elaboração: Petros/GDI

No curto prazo ainda é mantida grande expectativa no aumento dos juros (primeira vez em quase dez anos) como normalização da política monetária, dando início ao ciclo de aumento gradual. Dentre as variáveis já analisadas, os atuais níveis de preços não foram suficientes para uma elevação até novembro de 2015, conforme era previsto pelo mercado. Vale frisar que o índice de inflação oficial permanece em níveis extremamente baixos, próximo à deflação. A alternância da política monetária de forma antecipada implicaria na obstrução do cenário favorável e, sobre perspectiva adversa no cenário internacional, os riscos seriam ainda maiores, sobretudo para os países emergentes.

Gráfico 8 – EUA: Juros do *Fed funds* e dos títulos do Tesouro de 10 anos (% aa)

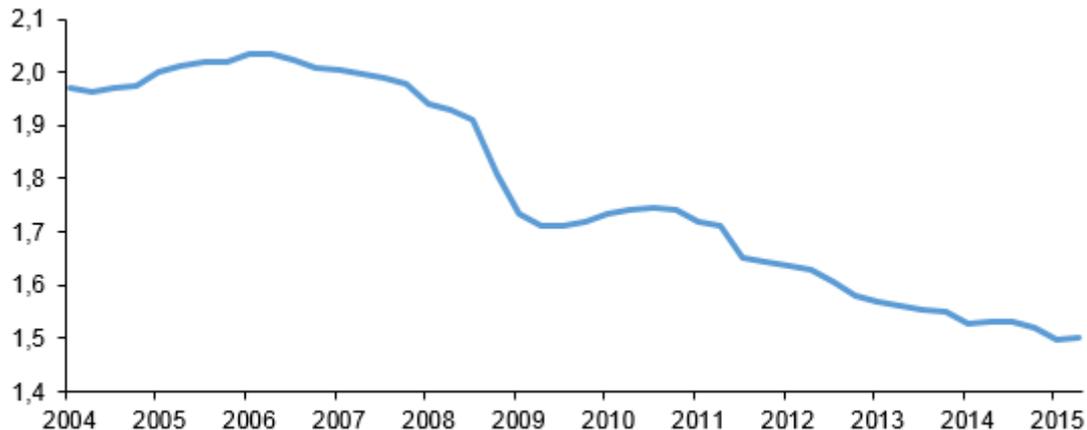


Fonte: FRED/FED. Elaboração: Petros/GDI.

A resposta dos agregados monetários e do setor bancário à política monetária expansionista do FED sugerem pouca efetividade para estimular a atividade econômica. Dois dados importantes reforçam a hipótese de que deveremos conviver, pelo menos no curto prazo, com a incerteza acerca do início do ciclo de alta de juros nos EUA. Em primeiro lugar, o indicador de velocidade da moeda³, aqui medida pelo M2 (gráfico 9), sugere que as transações na economia doméstica estão estagnadas em níveis aquém do pré-crise. Isso pode ser resultado do elevado aumento da preferência pela liquidez do setor bancário que não transforma a liquidez provida pelo FED (compra de ativos financeiros) em crédito. Ao contrário, o setor bancário devolve praticamente tudo sob a forma de reserva voluntária (gráfico 10).

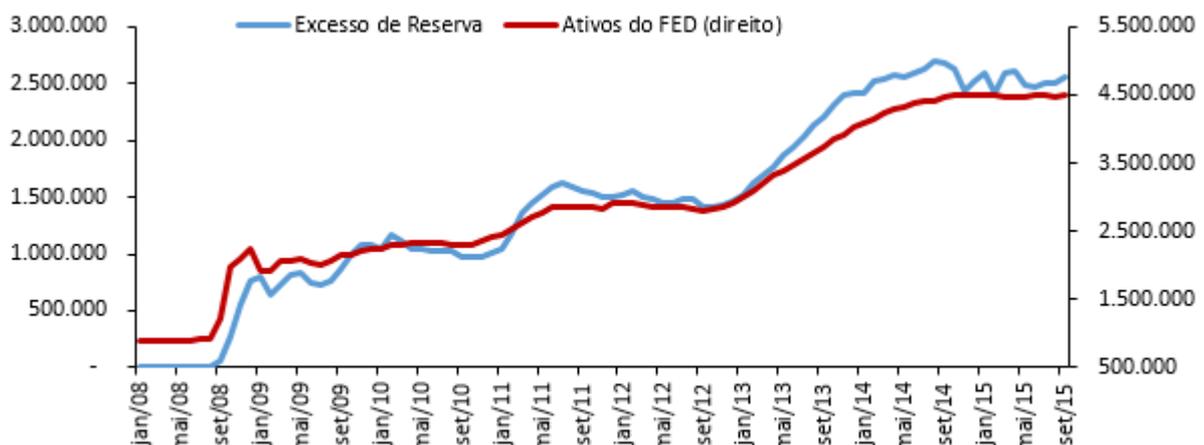
³ Velocidade de circulação da moeda é o número de transações liquidadas com a mesma unidade monetária. Segundo a teoria quantitativa da moeda (TQM), uma elevação da quantidade de moeda resulta em elevação dos preços dado que a velocidade da moeda é o produto nominal (PIB a preços correntes) são constantes no curto prazo.

Gráfico 9 – Velocidade de circulação da moeda (M2 razão)⁴



Fonte: FED. Elaboração: Petros/GDI.

Gráfico 10 – EUA: Política monetária FED X Setor bancário (US\$ milhões)



Fonte: FED. Elaboração: Petros/GDI.

Em síntese, a economia dos EUA vem apresentando recuperação gradual nos últimos três anos. Todavia, esse desempenho ainda requer cautela da autoridade monetária para partir ao segundo estágio da normalização da política monetária com o aumento dos juros⁵. Além dos indicadores atuais aquém das metas estabelecidas pelo FED, o cenário externo também não se

⁴ M2 é um agregado monetária que é resultado da soma do M1 (moeda em poder do público + depósitos à vista nos bancos comerciais) com os depósitos a prazo + títulos do governo em poder do público (mercado).

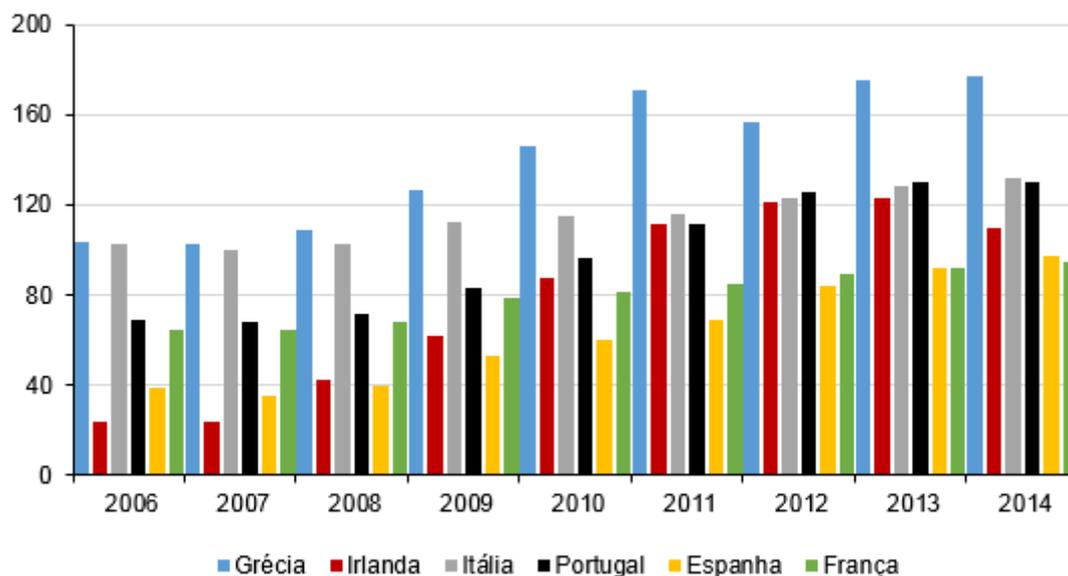
⁵ O primeiro estágio foi o fim da compra de ativos (*Quantitative Easing*) em outubro de 2014.

mostra propício para início do ciclo de alta de juros e poderá ser um fator de elevado risco para a própria economia norte americana.

2.1.2 Europa

Embora a situação fiscal tenha melhorado de forma expressiva na maioria dos países da Zona do Euro e com tendência de recuo para os próximos anos (segundo as projeções do FMI), a dívida pública da maioria dessas economias continua muito alta totalizando, na média, 96% do PIB em 2015, sem expectativa de declínio mais acentuado no curto prazo. Além disso, os dados também sugerem que o *mix* de política econômica segue descoordenado e pouco eficaz para estimular a economia da região. Neste sentido, dado que a Europa encontra-se em *armadilha de liquidez* – ineficácia da política monetária em estimular a atividade econômica – já se discute a possibilidade de rever a austeridade fiscal imposta às economias mais vulneráveis da região, com a volta de uma atuação do Estado de forma mais incisiva, seja via investimento público, seja por intermédio da volta dos gastos sociais, com vistas a aquecer o lado real da economia.

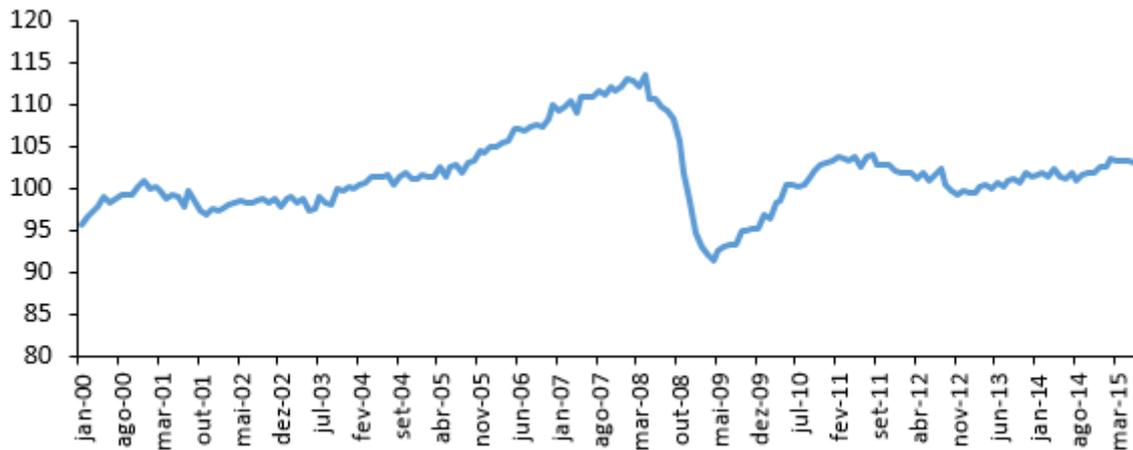
Gráfico 11 – Zona do Euro: Relação dívida bruta/PIB países selecionados (%)



Fonte: CEIC. Elaboração: Petros/GDI

É evidente que os dados da economia na Europa, sobretudo da Zona do Euro, apontam para um cenário melhor, quando comparado aos últimos dois anos. Todavia, o risco de deflação significativa naquele continente ainda está presente, o que demonstra que os efeitos da crise da dívida, derivados da crise financeira global de 2008, ainda permanecem longe de um desfecho. Mesmo diante de uma política monetária substancialmente acomodatória – redução de taxa de juros a 0,25% a.a. e taxação sobre as reservas voluntárias das instituições depositárias – a economia real não vem reagindo a estes estímulos.

Gráfico 12 – Zona do Euro: Índice de produção industrial



Fonte: CEIC; Elaboração: Petros/GDI

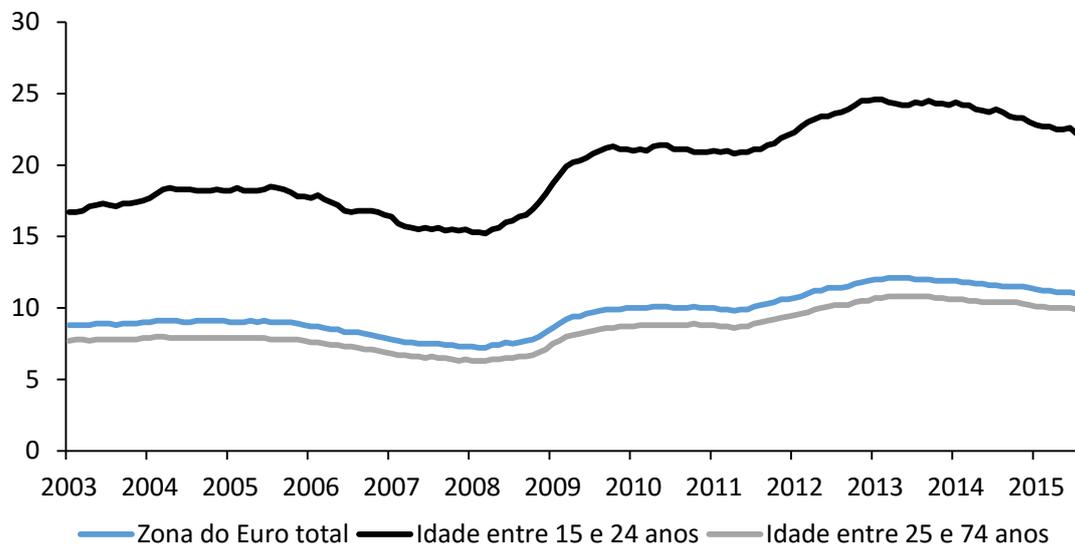
Gráfico 13 – Zona do Euro: Inflação (CPI % a.a.)



Fonte: CEIC; Elaboração: Petros/GDI

Um dos maiores desafios está no mercado de trabalho que segue combalido e com a taxa de desemprego ainda acima de 10%, sendo que na população mais jovem a taxa segue superior a 22%, sendo que em alguns países essa taxa supera os 40%, como na Espanha e Itália, por exemplo. Estas taxas seguem nestes patamares há pelo menos cinco anos, configurando, por tanto, uma geração perdida que trará consequências sobre a produtividade nestes países.

Gráfico 14 – Zona do Euro: Taxa de desemprego (%)



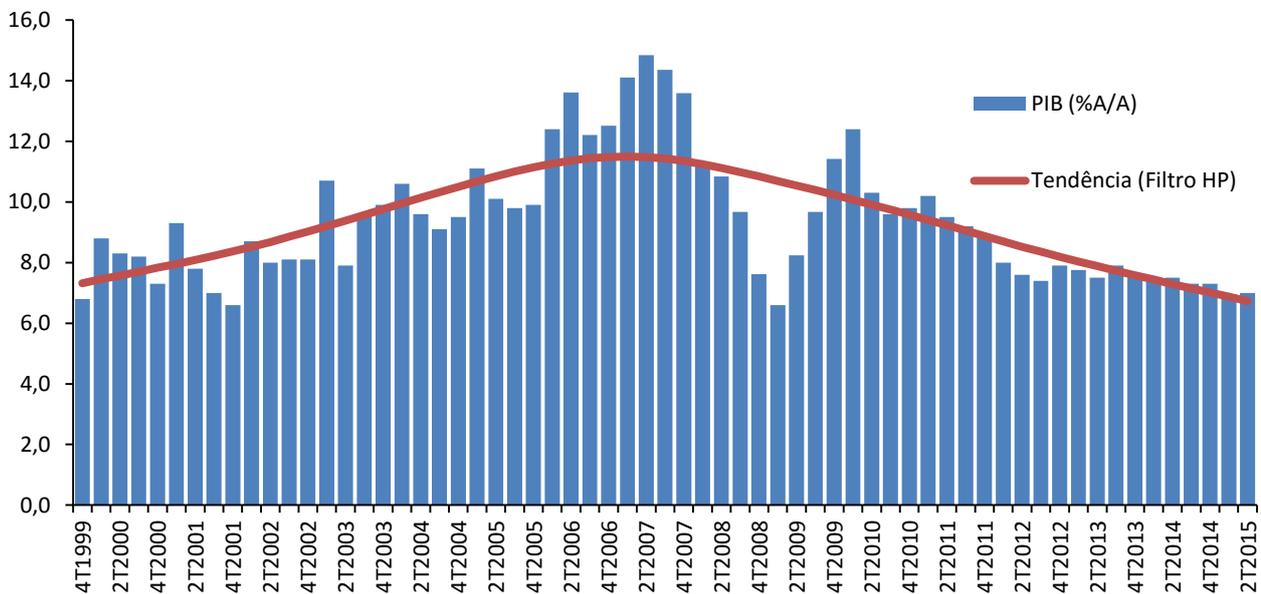
Fonte: CEIC. Elaboração: Petros/GDI

A perspectiva de retomada da atividade econômica na Europa ainda embute grande incerteza. Entre os diversos fatores mais críticos, a inflação mostra-se substancialmente baixa, refletindo uma insuficiência de demanda efetiva e muito aquém do produto potencial. Diante da meta do BCE de uma inflação anualizada próxima a 2%, o ritmo de crescimento dos níveis de preços tem se mantido baixo e se aproximando do estágio deflacionário. Isto levou o BCE a estudar a possibilidade de ampliar a política de afrouxamento quantitativo – equivalente à compra regular de títulos públicos e privados no mercado, aos moldes daquela implementada pelo FED desde 2008 – e que já pratica taxas de juros negativas, caso a dinâmica de preços siga o estereótipo atual e a atividade econômica não manifeste sinais de aceleração consistentes em relação ao desempenho recente, em particular no que concerne à redução das taxas de desemprego.

2.1.3 China

No meio destas discussões, o presente tópico caracteriza o movimento (estrutural) de *rebalanceamento* da economia chinesa, bem como a capacidade de reação da política econômica no curto prazo. O ponto principal aqui é que o ritmo do crescimento tende a ser menor nos próximos anos, possivelmente mais alinhado com a sua tendência de médio prazo (gráfico 15). Essa desaceleração terá como pano de fundo o menor desempenho esperado do segmento industrial (que demandará, portanto, menos matéria-prima), parcialmente compensado pela melhor dinâmica para os serviços e o consumo domésticos. No curto prazo, por outro lado, a atividade no país encontra-se desacelerando, além de estar permeada por elevado grau de incerteza – conforme mencionado acima – o que demanda atuação anticíclica da política econômica como um todo. Desta maneira, estímulos monetários e fiscais continuarão a ser executados pelo Governo de Pequim nos próximos anos, a despeito da tendência estrutural de moderação e reequilíbrio econômico.

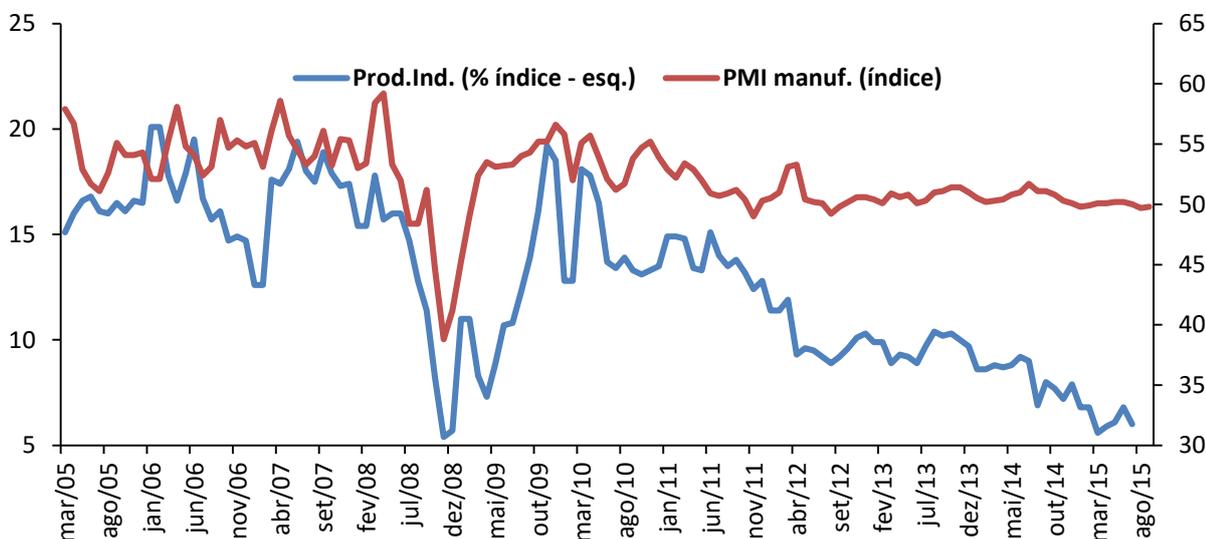
Gráfico 15 – China: Crescimento do PIB (%A/A)



Fonte: CEIC. Elaboração: Petros/GDI.

Ultimamente, o desempenho da economia chinesa tem sido motivo de preocupação depois que os indicadores recentes voltaram a sinalizar para uma desaceleração mais acentuada do que a esperada pelo próprio governo local. A despeito das encomendas apresentarem estabilidade, a produção industrial medida pelo índice PMI vem caindo substancialmente desde 2010, deixando dúvidas de até quanto essas taxas ainda podem cair mais.

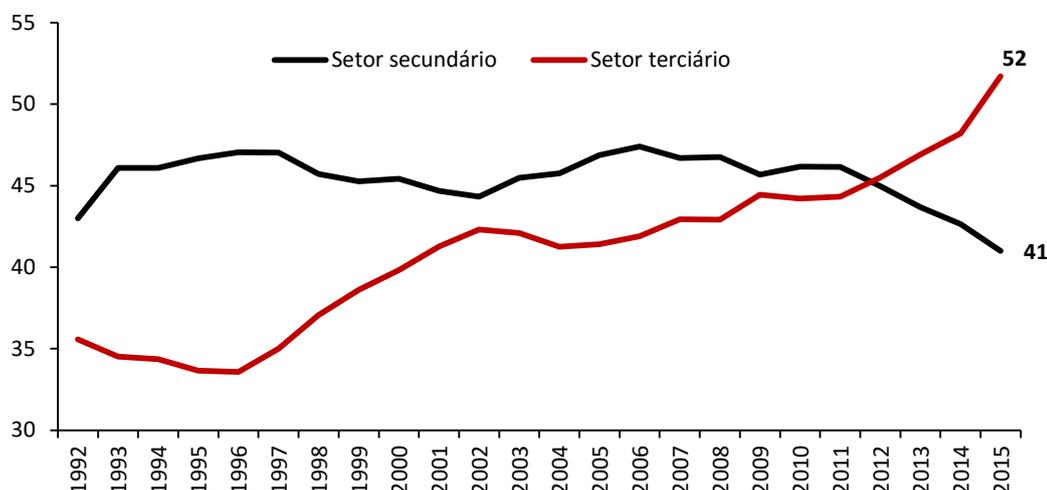
Gráfico 16 – China: Produção industrial e índice PMI



Fonte: CEIC e Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI.

A China vem enfrentando uma transição delicada em seu processo de desenvolvimento econômico. Tendo praticamente esgotado o modelo de crescimento liderado pelos investimentos e pela balança comercial – no caso do primeiro, notadamente após a crise financeira global, quando os investimentos em infraestrutura e habitação dispararam – a economia chinesa opera em uma nova estratégia, cuja dinâmica está amparada no consumo e nos serviços que passaram a ter um peso relativamente maior que no passado. Nesse processo, o crescimento tem desacelerado gradualmente: a taxa anual passou de 10,5% em 2010 para 7,4% em 2014. Para 2015, o FMI projeta um crescimento de 6,8% e uma média de 6,2% nos cinco anos seguintes.

Gráfico 17 – China: Produção industrial e índice PMI



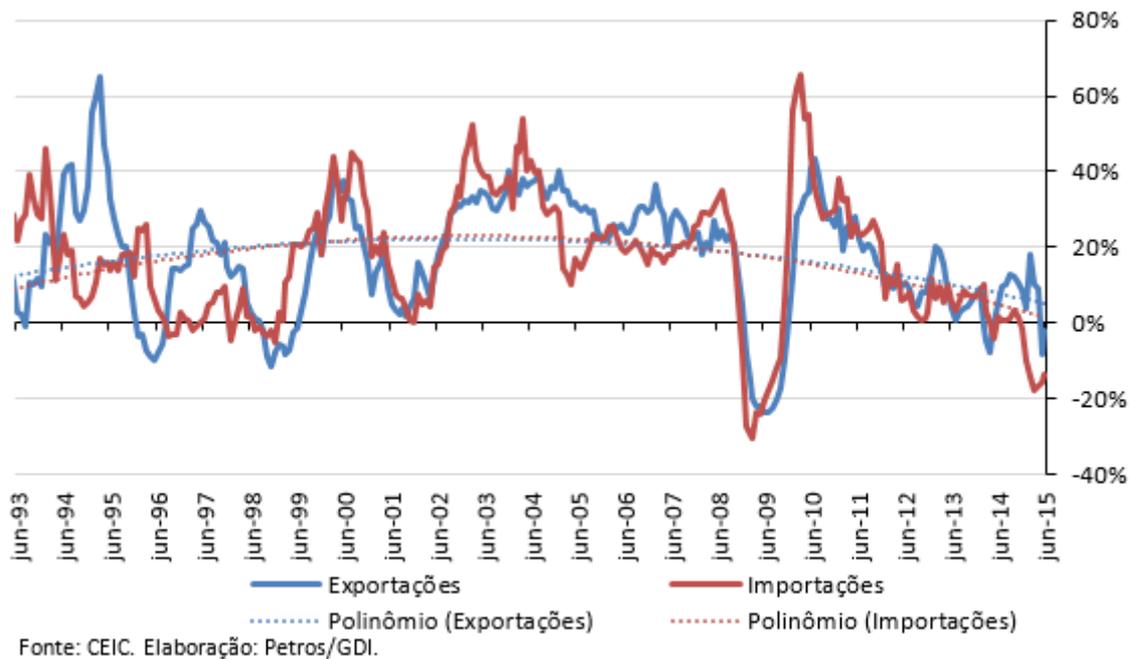
Fonte: CEIC. Elaboração: Petros/GDI

Não obstante as taxas de crescimento da economia chinesa ainda serem consideradas elevadas perante as de outras nações, sua desaceleração tem despertado temores quanto aos impactos nas economias emergentes, sobretudo àquelas cujas exportações concentram-se em commodities. A desaceleração da China provoca um efeito preocupante sobre a economia mundial. Em paralelo a redução da sua taxa de crescimento a partir de 2011, sua contribuição para o crescimento da economia mundial, devido ao aumento de seu peso relativo, manteve-se mais elevada do que durante o período em que estas taxas ainda eram de dois dígitos. Segundo a OCDE, o FMI e o Banco Mundial, a participação da China no PIB global aumentou de 7% para 16% entre 2000 e 2014, e sua participação no aumento da renda global passou de 10% para quase 30% nesse período.

O comércio internacional tem se mostrado difuso nos últimos três anos, com mais intensidade em 2015. Apesar de o FMI projetar crescimento de fluxo de comércio de 4,1% e 4,5%, em 2015 e 2016, respectivamente, os dados do setor externo da China parecem caminhar para direção oposta. A alta volatilidade apresentada na balança comercial chinesa tem dado inferências sobre a real intensidade da desaceleração da atividade econômica naquele país, sobretudo pela forte queda do crescimento das importações⁶.

⁶ Segundo dados do MDIC, em setembro de 2015, 21,1% das exportações brasileiras tem a China como destino.

Gráfico 18 – China: Exportação X Importação (MM3M)



Em suma, na nossa avaliação os esforços do governo chinês parecem já exibir algum resultado positivo na margem e sinalizam, juntamente com a perspectiva favorável do setor de serviços, que a expansão do PIB neste ano ficará ao redor de 6,5% (meta oficial para o período é de 7,0%). Já para os anos seguintes, a mídia chinesa tem trazido indícios de que a meta oficial no quinquênio 2016-2020 será reduzida para 6,5% a.a., taxa alinhada com a tendência de médio prazo da economia. Ressaltamos, contudo, que o *mix* do crescimento da China daqui para frente será diferente, tornando-se mais intensivo em serviços e voltado ao mercado interno (consumo das famílias), em contraposição ao desenvolvimento industrial, intensivo em commodities e voltado às exportações.

Tabela 1: Crescimento real do PIB (%) – Efetivo e projeções

| Crescimento real do PIB (%) | Média 2000-2008 | Média 2009-2012 | 2013 | 2014 | 2015 (p) | 2016 (p) | 2017 (p) | 2018 (p) | 2019 (p) | 2020 (p) |
|--|-----------------|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Mundo | 4,3 | 3,2 | 3,3 | 3,4 | 3,1 | 3,6 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 4,0 |
| Economias desenvolvidas | 2,4 | 0,6 | 1,4 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,0 | 1,9 |
| Área do Euro | 2,0 | -0,4 | -0,4 | 0,9 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,6 |
| União Europeia | 2,4 | -0,2 | 0,2 | 1,5 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Reino Unido | 2,7 | -0,5 | 1,7 | 3,0 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,1 |
| EUA | 2,3 | 0,9 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,2 | 2,0 |
| Japão | 1,2 | 0,0 | 1,5 | -0,1 | 0,6 | 1,0 | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 0,7 |
| Países emergentes e em desenvolvimento | 6,5 | 5,5 | 4,7 | 4,6 | 4,0 | 4,5 | 4,9 | 5,1 | 5,2 | 5,3 |
| China | 10,4 | 9,1 | 7,7 | 7,3 | 6,8 | 6,3 | 6,0 | 6,1 | 6,3 | 6,3 |
| Índia | 6,7 | 7,5 | 5,0 | 5,6 | 6,4 | 6,5 | 6,6 | 6,7 | 6,7 | 6,7 |
| América Latina e Caribe | 3,6 | 3,0 | 2,7 | 1,3 | -0,3 | 0,8 | 2,3 | 2,5 | 2,7 | 2,8 |
| Brasil* | 3,7 | 2,7 | 2,5 | 0,1 | -3,4 | -2,2 | 0,5 | 0,9 | 2,5 | 2,5 |
| Europa Central e Oriental | 4,7 | 2,0 | 2,8 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 3,4 | 3,3 | 3,3 | 3,4 |
| Rússia | 7,0 | 1,1 | 1,3 | 0,6 | -3,8 | -0,6 | 1,0 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Oriente Médio e Norte da África | 5,7 | 4,3 | 2,3 | 2,7 | 2,5 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,4 | 4,5 |
| África Subsaariana | 6,6 | 5,1 | 5,1 | 5,0 | 3,8 | 4,3 | 4,9 | 5,0 | 5,0 | 5,1 |
| África do Sul | 4,2 | 1,9 | 1,9 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 2,1 | 2,5 | 2,6 | 2,6 |

Fonte: FMI. Elaboração: Petros/GDI

* Projeções Petros

2.2 Economia Doméstica

O quadro geral da economia brasileira é desafiador e deverá permanecer assim ainda por um período considerável. De fato, é facilmente observável que a maioria dos indicadores ainda permanece em trajetória de deterioração, sobremaneira aqueles relacionados à atividade econômica. O resultado do PIB no segundo trimestre deste ano (queda de 1,9% na comparação com o mesmo período do ano anterior) colocou a economia oficialmente em recessão técnica – dentro dos padrões internacionais para contas nacionais –, o que significou o quinto trimestre consecutivo de redução do PIB na comparação interanual.

Além do PIB, a taxa de desemprego, outro indicador de atividade, elevou-se rapidamente (quase dois pontos percentuais em doze meses), em paralelo com a tendência de redução dos salários reais – em grande medida face à aceleração inflacionária, que acumulou variação de 9,5% em doze meses no IPCA até setembro. Com efeito, o consumo das famílias vem desacelerando gradualmente e, por conseguinte, as vendas do varejo e a produção industrial (outros indicadores de atividade econômica).

Este cenário tem deteriorado as expectativas dos agentes econômicos, cujos indicadores antecedentes encontram-se na mínima histórica, e, conseqüentemente, vem reduzindo a demanda agregada da economia com redução dos investimentos em ativos produtivos, queda do emprego e diminuição da renda. Isso leva a economia para um círculo vicioso em que a incerteza se eleva fazendo com que os empresários tenham expectativas e lucros monetários menores e, por conseguinte, investem menos em bens de capital e em mão de obra gerando, por sua vez, insuficiência de demanda efetiva e desemprego involuntário.

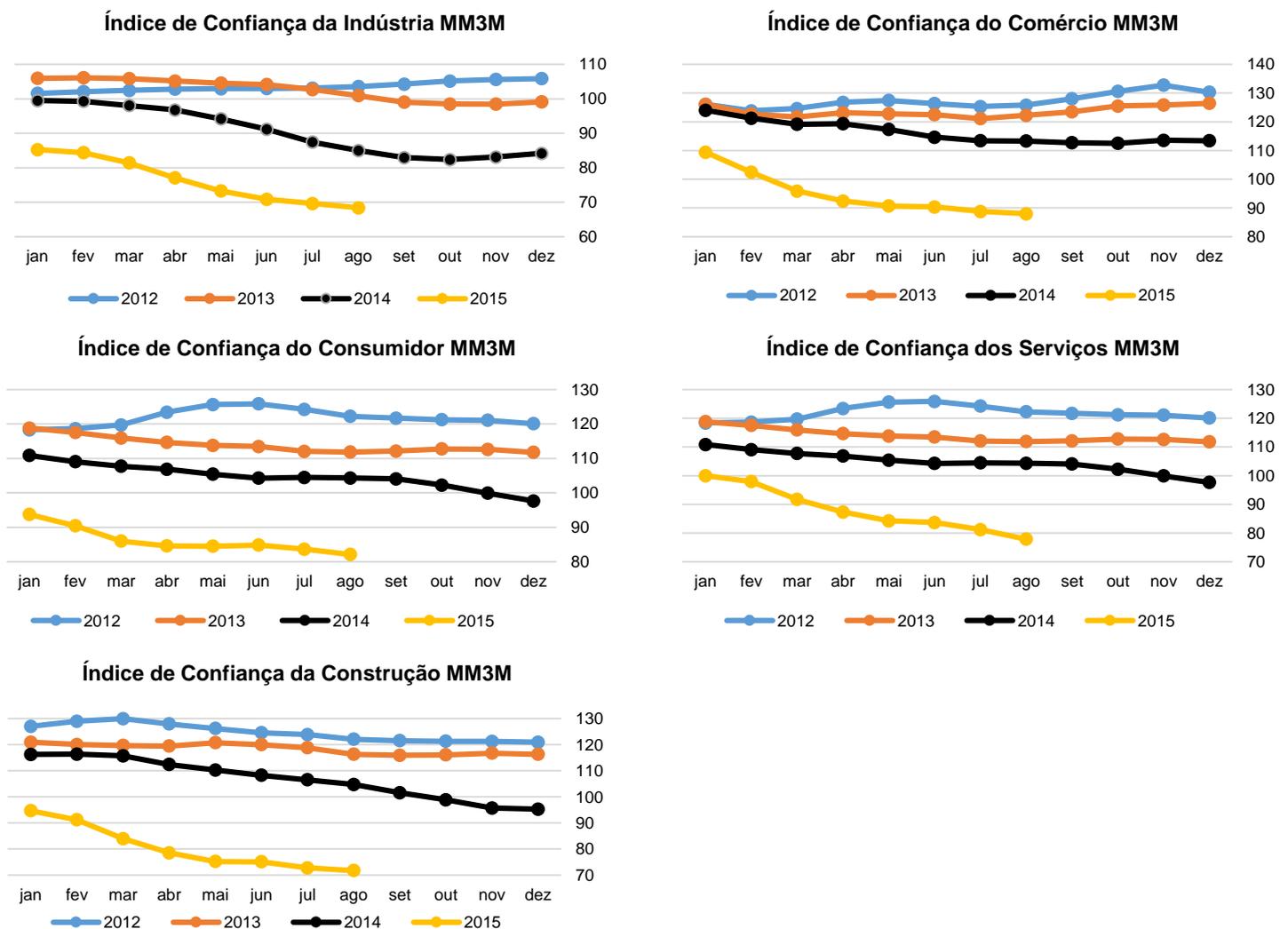
Desta forma, o país caminha na direção de fortes ajustes macroeconômicos, a saber: (i) das contas externas; (ii) da inflação; e (iii) das contas públicas. O resultado desses ajustes até o momento é heterogêneo e disseminado. Houve substancial redução do déficit em conta corrente, embora predominantemente liderada pela redução das importações. O quadro inflacionário, por sua vez, segue resiliente no curto prazo, mas com perspectiva de leve melhora no médio e longo prazo. Finalmente, e não obstante do claro esforço de contenção de despesas e do aumento das receitas do setor público, o quadro fiscal segue preocupante, tanto no curto quanto no longo prazo sendo, inclusive, o principal fator de risco para a perda do grau de investimento por mais uma agência internacional de classificação de risco que, por seu turno, traria elevada volatilidade ao mercado doméstico e forte redução de preço dos ativos.

2.2.1 Atividade Econômica

A expectativa de contração da atividade para 2015 e 2016 em nosso cenário se consolida de forma gradativa com a compressão da produção industrial, observada durante todos os meses de 2015, assim como em nossas projeções para os meses seguintes. O indicativo desfavorável está associado ao setor de serviços, que de alguma forma está atrelado à indústria, como o comércio e o transporte, que apresentam tendência de deterioração. Além dos baixos níveis de confiança –

todos na mínima histórica – o cenário internacional, o crescimento da China e a recuperação de países desenvolvidos não se confirmaram em 2015 nos níveis considerados como favoráveis. Consequentemente, o cenário interno não tende a ser otimista.

Figura 1 – Brasil: Índices de confiança

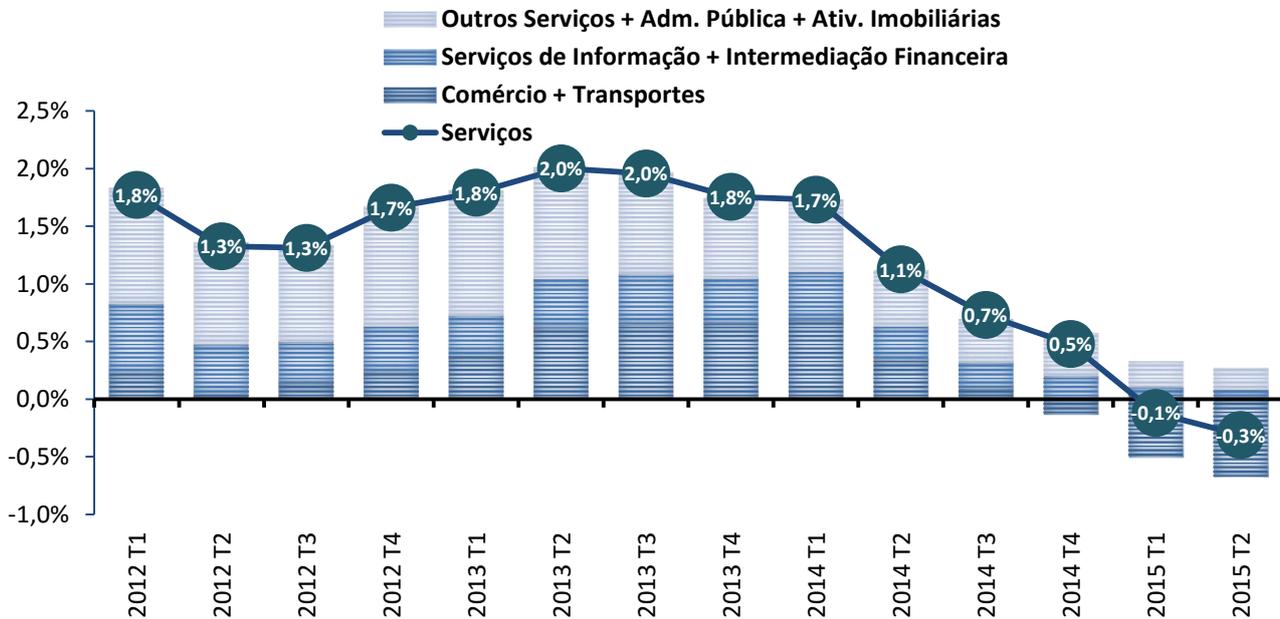


Fonte: FGV. Elaboração: Petros/GDI.

A vertiginosa distensão dos serviços, quando analisada sob a ótica da oferta, deverá conjecturar um aumento da sua contribuição nos resultados negativos do PIB. Em 2014 o peso médio dos serviços no PIB atingiu 72,2%, e por isso são perceptíveis sinais da contração já no primeiro semestre de 2015. O acumulado comércio e transporte constituiu a parcela mais significativa desta redução. De fato, ao analisarmos a Pesquisa Mensal de Comércio e a Pesquisa Mensal de Serviços, é possível verificar a continuidade do enfraquecimento do setor e, ainda mais

preocupante, sugere nova contração, o que tenderá a exercer forte pressão nesse componente do PIB.

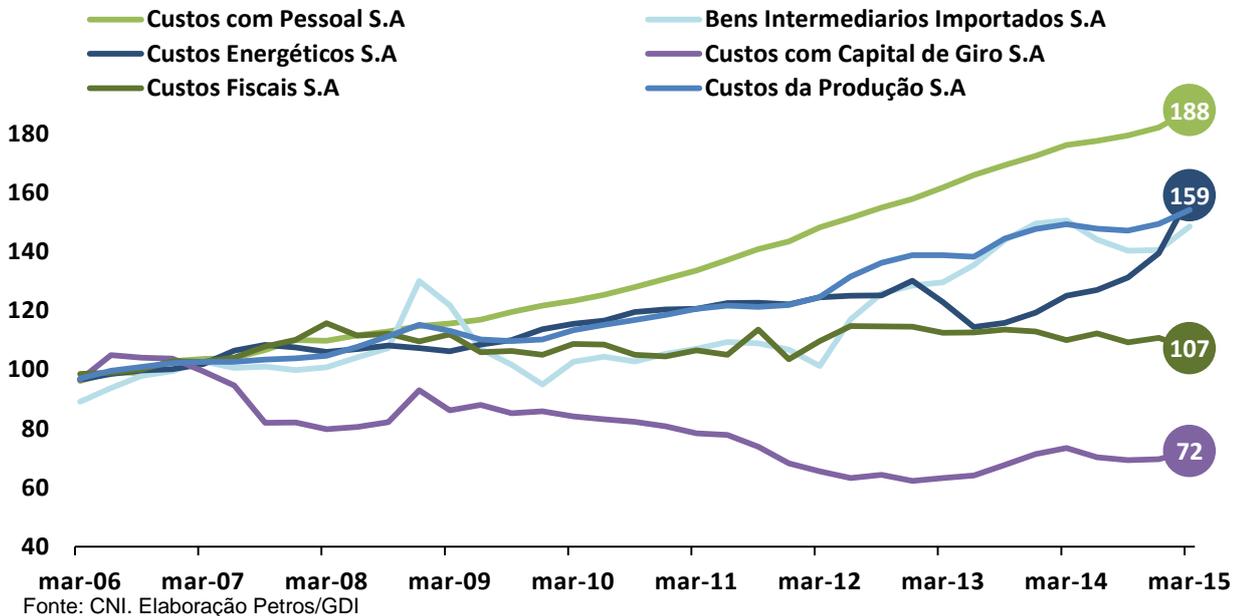
Gráfico 19 – Brasil: Serviços - Contribuição líquida (acumulado em 4 trimestres)



Fonte: IBGE/ Elaboração: Petros/GDI.

A Indústria deverá acompanhar o dinamismo apresentado pelos serviços. O cenário de incerteza tem explicado essa forte contração e não sugere que tenderá a se reverter no curto prazo. Acresce ao fato que existe uma majoração nos custos da indústria, embora o custo com pessoal tenha permanecido em sua trajetória e em linha com a tendência. Os custos energéticos e de bens intermediários importados foram altivos e, considerando o cenário fiscal do governo, os custos qualificados como fiscais, que se mantiveram estáveis até então, tenderão a ser mais expressivos em 2016. Recorrentes discussões do governo federal sobre possíveis altas em diversas alíquotas e possíveis novos tributos elevam a incerteza sobre a carga tributária efetiva na economia. Com base na observação dos indicadores da indústria e ponderando a existência do acelerado nível de estoque, atualmente nos níveis de 2009, o desempenho industrial permanecerá negativo. As exceções do setor referem-se a indústria extrativa e de insumos industriais básicos, setores que fortemente se consolidam pelas exportações (favorecido pela depreciação cambial vigente).

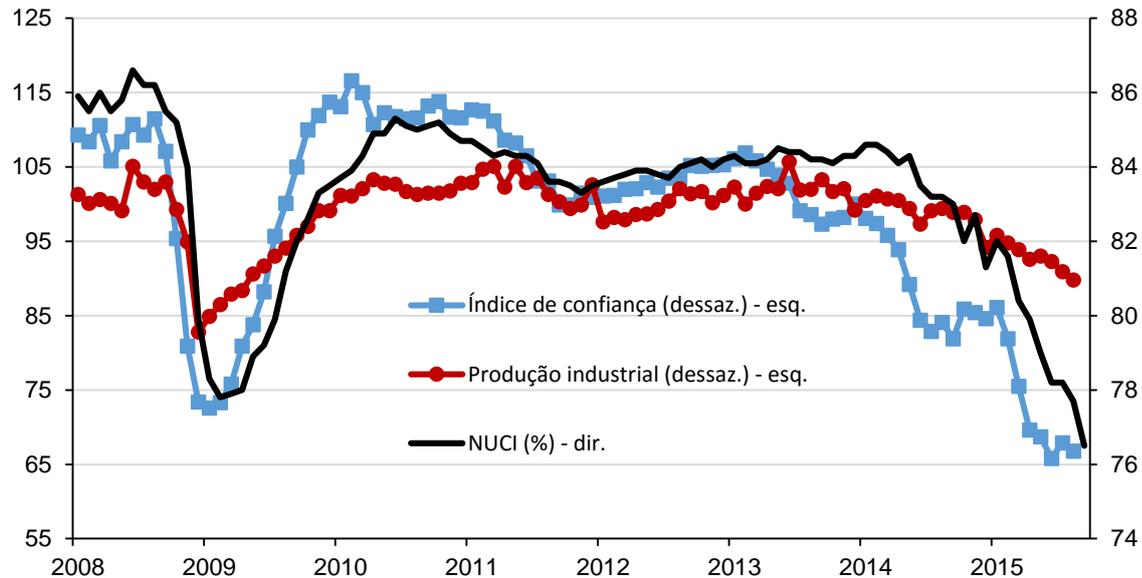
Gráfico 20 – Brasil: Custos industriais (Índice 2006=100)⁷



A análise da demanda fortalece nossas projeções, pois a deterioração do consumo e dos investimentos vem resultando em uma forte desaceleração da absorção doméstica. Até 2014, o desempenho da absorção doméstica superava o do PIB, o que caracterizava o modelo de crescimento via consumo. A partir de então essa relação foi rescindida, inicialmente na redução dos investimentos e, no 2T15, a variação da absorção doméstica caiu para -3,6% e tende a apresentar taxas mais robustas nos próximos períodos, considerando a contração no mercado trabalho que é comumente utilizada como variável de ajuste econômico. Nesse sentido, a intenção e o poder de compra se reduzem, já que a deterioração do mercado de trabalho, com o corte no número de ocupados e a redução dos salários, a inflação elevada, a moderação do crédito e os juros altos terão resultados na desaceleração do ritmo de consumo, o que nas atuais conjunturas não nos permitem concluir que serão alteradas no curto prazo.

⁷ S.A. refere-se a ajuste sazonal.

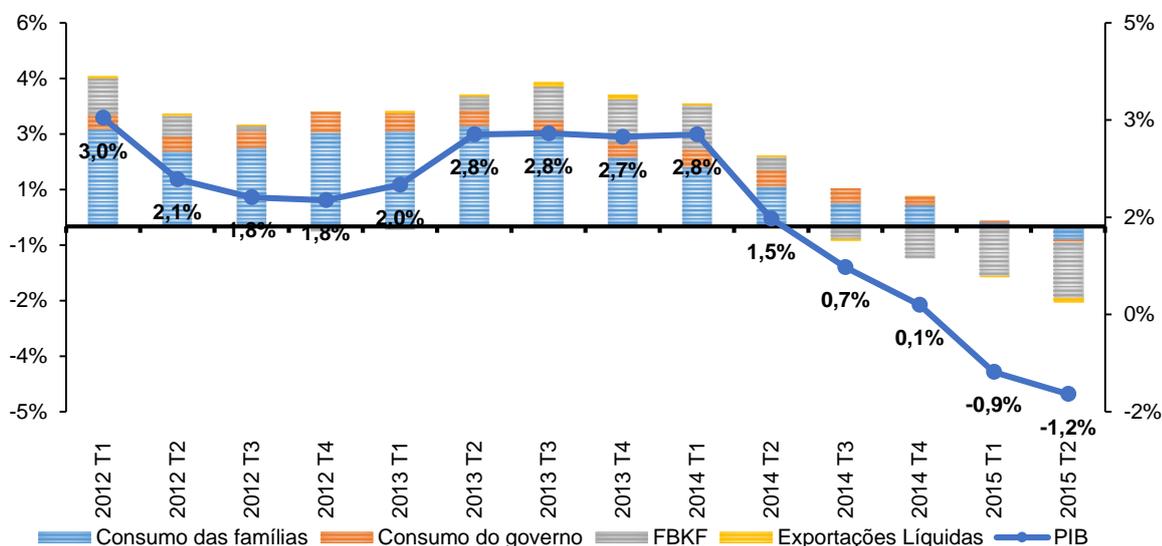
Gráfico 21 – Brasil: Produção industrial X Sondagem da FGV



Fonte: CEIC e FGV. Elaboração: Petros/GDI.

Pelo lado da demanda, os investimentos – representados pela formação bruta de capital fixo (FBKF) – também apresentam fatores restritivos significativos; as incertezas econômicas, a alta reavaliação da demanda (dada a deterioração do consumo das famílias que é relevante) e o aumento dos custos anteriormente planejados vêm sendo colocados como os principais riscos para os investimentos. Os investimentos têm se consolidado em projetos já iniciados (continuidade de projetos) e cada vez menos em novos projetos. E mesmo esses tendem a se concentrar na melhoria dos processos e na manutenção da capacidade. Assim, esse conjunto de fatores também age no sentido de manter a confiança dos empresários em níveis historicamente baixos, sendo bastante improvável uma retomada dos investimentos de forma consistente.

Gráfico 22 – Brasil: Contribuição líquida por setor do PIB (demanda T/T-4)



Fonte: IBGE. Elaboração: Petros/GDI

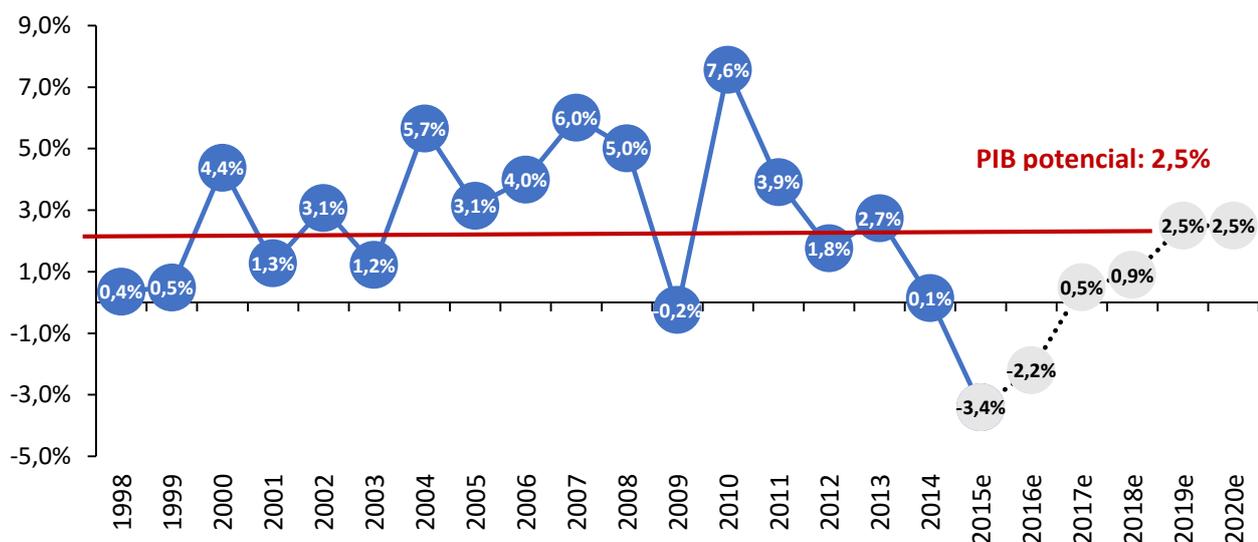
O rebaixamento da nota de crédito da dívida soberana do Brasil para um patamar abaixo do grau de investimento pela agência de classificação de risco *Standard and Poor's* (S&P) aumenta a incerteza quanto ao comportamento da economia doméstica nos próximos trimestres. Apesar de a expectativa de grande parte dos participantes de mercado de que esse evento ocorreria em 2016, o rebaixamento ocorreu antes do esperado. As prováveis consequências desse evento são o aumento do custo de captação externa para as empresas, a saída de capitais do mercado doméstico, deterioração das contas fiscais e a depreciação cambial adicional reforçados pelo cenário político.

Uma saída mais clara, ou pelo menos amenizadora, deste período recessivo será via setor externo, ou seja, um declínio ainda maior das importações, que tenderão a diminuir ainda mais no próximo ano, e as exportações crescendo ou ficando estáveis. Os dados têm confirmado o favorecimento da proposição de trajetória declinante das importações. Ainda assim, o dinamismo das exportações dependerá do cenário externo, ou melhor, do ritmo de crescimento da economia global, que tenderá ou não a beneficiar o quantum exportado. Contudo, ressaltamos que o saldo poderá ser mais vigoroso em função da queda substancial das importações pelo auxílio da depreciação cambial. A variável dinâmica para o crescimento do Brasil desencadeada por esse setor não é evidenciada pelos dados atuais e tampouco pela conjuntura internacional. Consequentemente, concluir uma retomada do crescimento unicamente pelo setor externo é sustentar uma hipótese excessivamente restrita.

Diante do exposto, nossa projeção é de contração do PIB em 3,4% e 2,2% em 2015 e 2016, respectivamente. Ademais, esperamos que o comportamento dos investimentos e do consumo das famílias sigam deteriorados, pelos menos até 2017, quando nossas projeções apontam para uma

remota chance de retomada da atividade. O viés para 2017 e para 2018 ainda é de queda. Para os anos seguintes, 2019 e 2020, os modelos apontam para um crescimento ao nível do produto potencial (2,5% em média). É válido citar que tais contrações se manifestam de forma mais intensas, pois também estão atreladas às consequências do rebaixamento da nota de crédito soberana do Brasil.

Gráfico 23 – Brasil: Taxa de crescimento anual do PIB (efetivo e projeções)



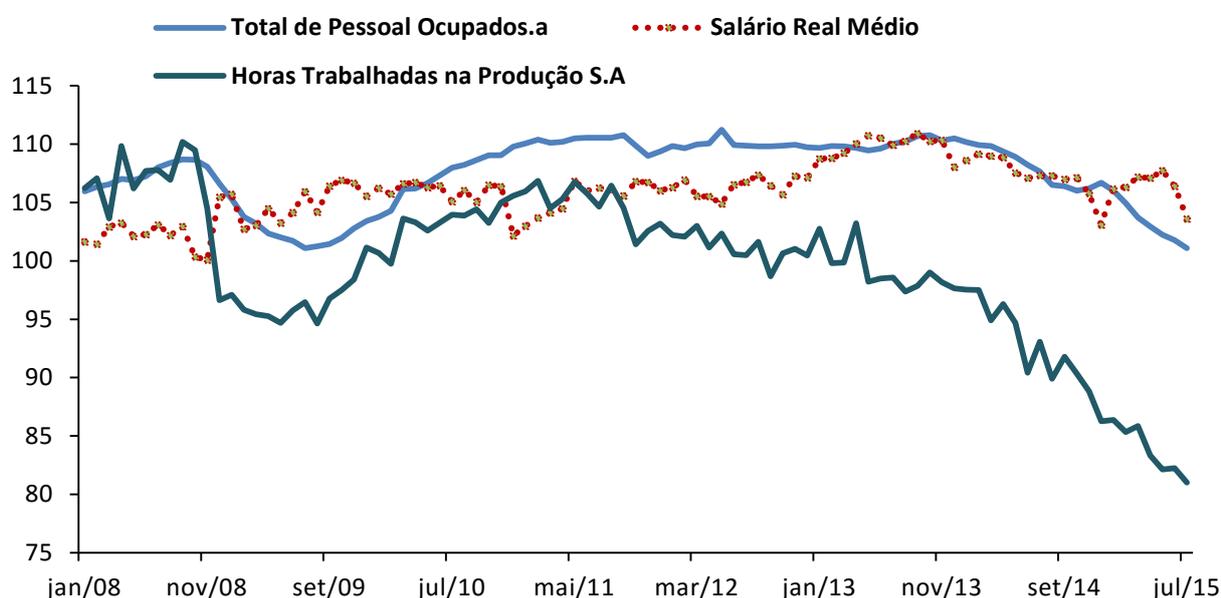
Fonte: IBGE. Elaboração: Petros/GDI.

A deterioração dos fundamentos da economia tem implicações sobre as nossas projeções para os demais indicadores de atividade, especialmente para as variáveis do mercado de trabalho. A Confederação Nacional da Indústria (CNI) acompanha a cada trimestre o Medo do Desemprego, que desde dezembro de 2014 acirram-se aos atuais níveis, similares aos observados em 1999. Mediante a incerteza na permanência no emprego, a percepção de confiança das famílias é afetada, que nos Indicadores de Confiança dos Consumidores da FGV já se encontram em patamares baixíssimos, que desde o início da série em 2005 não foram tão extremos.

Tais contrações são reflexos da distensão na dinâmica do mercado, na qual é verificável uma alta taxa de desemprego e que tenderá a se consolidar ainda mais nos próximos meses, tanto proveniente de um acréscimo da População Economicamente Ativa (PEA) quanto da ampliação da população desocupada. A aceleração da inflação e desaceleração da atividade econômica diminuem a renda das famílias, aumentando a procura por emprego, que tem refletido na alta na PEA ao mesmo tempo em que direciona queda na População Ocupada (PO). Essa perspectiva se confirmou nos sete primeiros meses do ano e deve continuar nos próximos períodos. A desocupação deve logo atingir 8%, não sendo improvável chegar a dois dígitos no auge do processo de contração do mercado de trabalho.

O nível de admitidos na indústria, por exemplo, tem se contraído fortemente e, nesse sentido, o Governo divulgou o PPE (Programa de Proteção de Emprego), na tentativa de desestimular as demissões, através dos recursos do FAT. A proposta tende a reduzir a perda dos rendimentos dos trabalhadores, assim como evitar um declínio mais acentuado da atividade industrial. O setor industrial tende a reagir primeiramente com cortes nas jornadas de trabalho e somente no segundo momento, em caso de incertezas extremas, com ajustes nos níveis de funcionários. A medida, portanto, tenta sustentar o nível de emprego na indústria, na perspectiva de uma estabilização da atividade.

Gráfico 24 – Brasil: Emprego na indústria de transformação (Índice base 100=2006)



Fonte: FIESP. Elaboração: Petros/GDI.

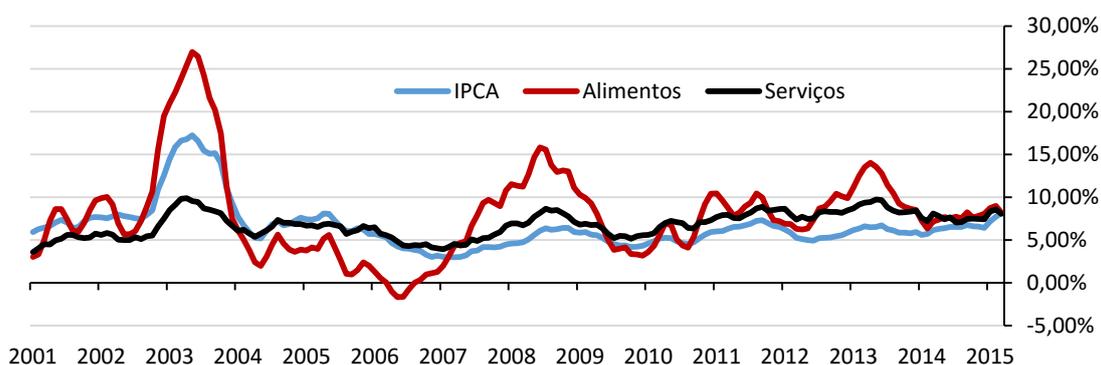
Por fim, a retomada da atividade depende basicamente da melhora das expectativas dos agentes econômicos em relação ao futuro necessariamente incerto. Com efeito, os empresários irão investir e contratar a mão de obra necessária para obter o lucro monetário esperado de suas atividades gerando, portanto, demanda efetiva (emprego e renda). Nesse sentido, o crescimento econômico da Brasil está vinculado à melhora das expectativas e não de uma necessidade poupança prévia, como defende a maioria do mercado. A poupança é apenas uma variável residual entre o fluxo de renda e de consumo (nesse caso é o investimento que determina a poupança e não o contrário). Sendo assim, são as melhoras nas expectativas, tanto no âmbito externo quanto aos fatores domésticos, que deverão ditar o prazo e o ritmo da recuperação da atividade econômica.

2.2.2 Inflação e Política Monetária

A trajetória da inflação em 2015 é bastante distinta do cenário controlado mediante preços administrados que vigorou até 2014. Este cenário contribuía para a manter a taxa de inflação dentro do intervalo da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mesmo sob condições climáticas desfavoráveis que pressionaram os preços dos alimentos *in natura* e os custos de energia elétrica. Os reajustes realizados dos preços administrados em 2015, principalmente no aumento no preço da gasolina, das tarifas de água e energia elétrica, foram responsáveis diretos para conduzir a inflação para patamares bem superiores ao teto da meta (6,5%) em 2015. Este movimento tem realimentado a inércia inflacionária e vem elevando a expectativa de inflação de doze meses à frente. Ademais, a ausência de coordenação entre as políticas fiscal e monetária e o repasse da depreciação cambial deverão manter o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acima do teto da meta em 2015 e em 2016.

A trajetória de inflação dos bens não comercializáveis (serviços) está associada ainda à renda real, que eleva os salários sem a contrapartida dos ganhos de produtividade, gerando aumento no custo desses serviços que, por sua vez, são repassados ao consumidor. A perspectiva de uma inflação mais elevada está baseada na percepção de que, mesmo existindo alguns elementos de alívio – baixa probabilidade de pressões oriundas de choques de preços de commodities, a desaceleração no ritmo de atividade econômica e os efeitos tardios da política monetária – o mercado de trabalho continua sendo um importante foco de pressão inflacionária no curto prazo, mesmo com a taxa de desemprego aumentando rapidamente.

Gráfico 25 – Brasil: Inflação – IPCA, alimentos e serviços (acumulado 12 meses - %)

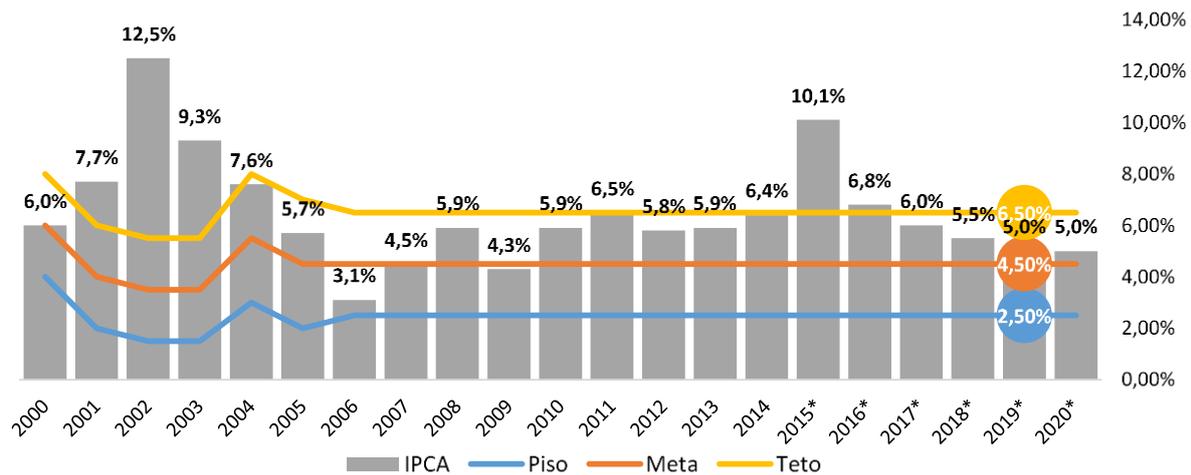


Fonte: IRGE. Flaboração: Petros/GDI.

Para os próximos cinco anos, nossa perspectiva ainda é de aceleração da inflação em virtude de: (i) mecanismos formais e informais de indexação; (ii) deterioração das expectativas dos agentes que realimenta a inércia; (iii) economia oligopolizada em setores com demanda pouco elástica (e.g. alimentos); e (iv) provável baixa eficácia do mecanismo de transmissão da política monetária. Esses

quatro elementos são preponderantes para explicar a persistência da inflação acima do centro da meta de inflação nos próximos anos.

Gráfico 26 – Brasil: IPCA – Efetivo e projeção (% aa)

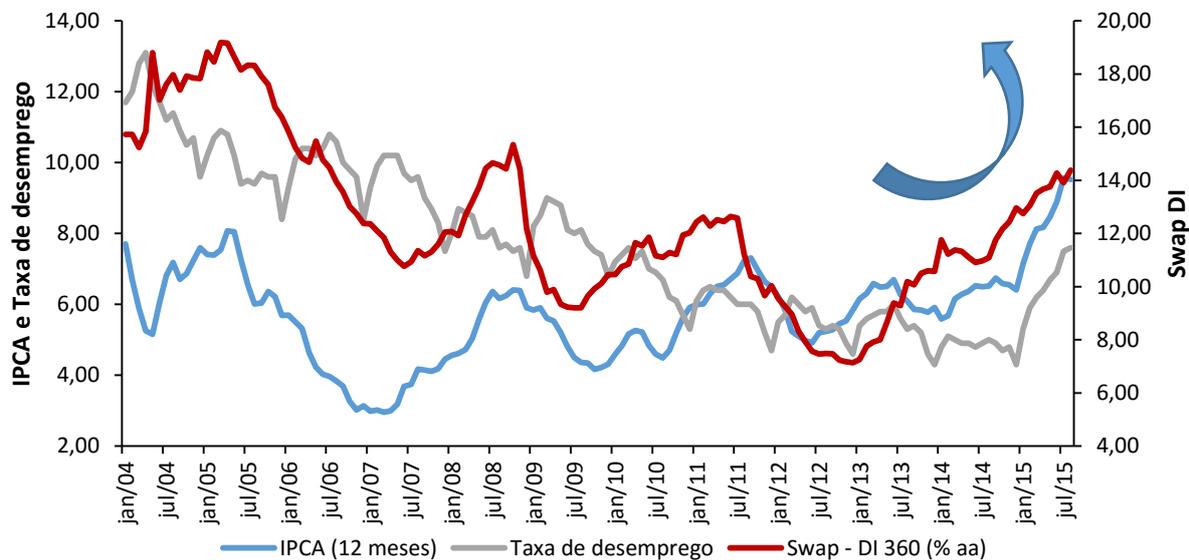


Fonte: IBGE. Elaboração: Petros/GDI.
* Projeção

Este cenário pode ser um indicador de baixo poder do mecanismo de transmissão da política monetária que poderá estar com os canais obstruídos, a despeito de o Banco Central ser comprometido com sua política monetária e o país ainda se destacar por possuir taxas de juros acima das demais economias emergentes. Além disso, nossos estudos apontam que os juros e o câmbio (via choques externos) pressionam os custos de produção da economia e, conseqüentemente, aumentam o preço final dos produtos aos consumidores.

Em que pese o recrudescimento da política monetária em 2015, com aumento da taxa Selic, indubitavelmente o ciclo de longo prazo permanece com uma tendência baixista. Acreditamos que a alta dos juros deverá, pelo menos, ficar neste patamar (inalterada, mas com reais possibilidades de novas elevações) ao longo de 2016. Por trás deste movimento, além da preocupação com resiliência inflacionária, surgem três hipóteses subjacentes que sustentam este quadro, a saber: (i) precaução por parte da Autoridade Monetária em ancorar as expectativas de inflação no curto prazo e, com isso, reduzir a inércia para períodos à frente; (ii) antecipação de um eminente aumento das taxas de juros nos EUA; e (iii) primeiros movimentos de coordenação de política econômica para restaurar nos níveis de confiança da economia brasileira.

Gráfico 27 – Brasil: Inflação X Desemprego X Juros (%)



Este cenário, em grande parte, foi reforçado pela estratégia de choque dos preços administrados, defendida pela maioria dos economistas do mercado, em detrimento de uma estratégia gradualista que, de fato, poderia ter sido iniciada já em 2011, após o ápice da crise da dívida na Zona do Euro. A inflação acumulada até setembro de 2015 é de 7,67% (9,5% em doze meses), dos quais 1,67 pontos percentuais devem-se ao reajuste de preços da energia elétrica que, sozinha, explica 22% do IPCA. Cabe aqui citar que esse reajuste tem forte difusão para os demais preços da economia, que é muito indexada. Além disso, a formação de preços da economia é substancialmente oligopolizada, sobretudo naqueles setores mais sensíveis à demanda – alimentos e bebidas – e é responsável pelo elevado grau de repasses de custos para o consumidor.

A taxa básica de juros (Selic) saiu de 11% em outubro de 2014 para os atuais 14,25%. Por trás desse movimento está a política monetária do Banco Central que trata a inflação brasileira como se fosse um problema de demanda, em plena contração da atividade econômica combinada com choque de custos. Em decorrência dessa dinâmica inflacionária, a política monetária torna-se pouco eficaz.

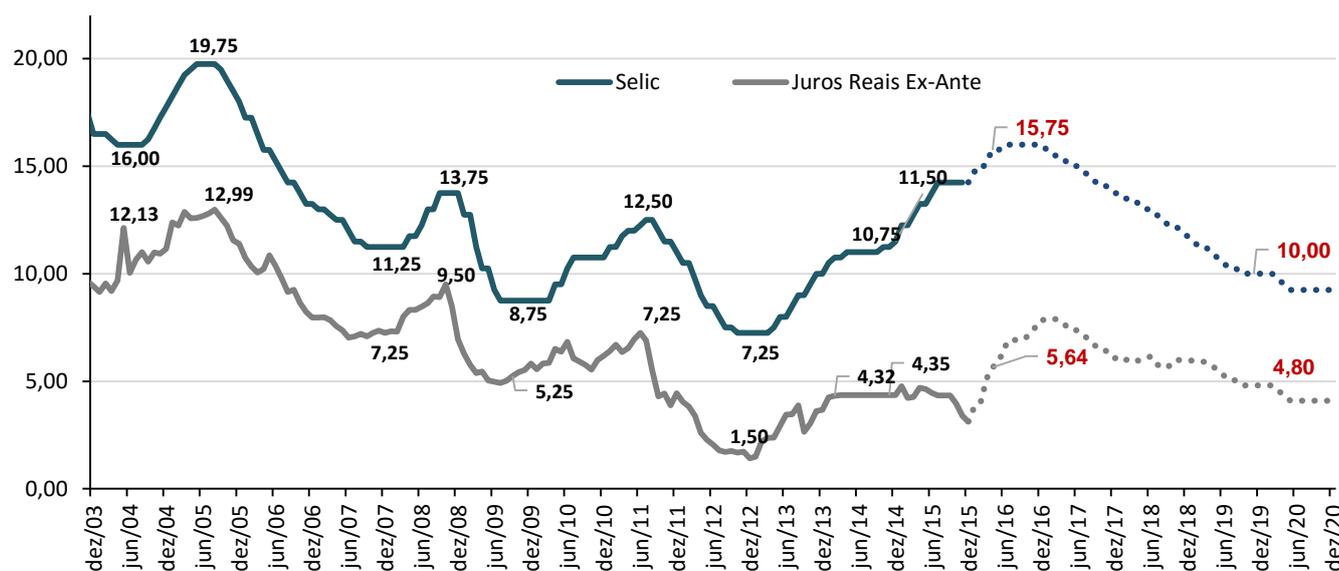
A política monetária restritiva contribui para recessão ao elevar o custo do crédito e o custo de oportunidade dos investimentos em ativos produtivos. Além disso, também tem relevantes impactos fiscais, considerando que o déficit nominal alcançou 8,5% do PIB e que mais de 90% desse déficit pode ser explicado pela conta juros.

É bem verdade, que o ajuste está sendo feito via redução do salário real, agora combinada

com o aumento do desemprego. Grande parte do mercado acredita que a economia brasileira passará por uma recessão para se ajustar. A ideia por trás desse argumento é de que o aumento do desemprego e a redução dos salários reais é condição *sine qua non* para o reequilíbrio da economia brasileira e, por conseguinte, ajustar preços, aumentar lucros e estimular investimentos. Queda de salário real, além de um problema social, não garante a retomada dos investimentos, porque contrai a economia e reduz a demanda agregada. Salário não é uma variável só de oferta, mas também de demanda.

Após este quadro de ajustes e da redefinição da política monetária nos EUA, acreditamos na retomada do ciclo de queda de juros no país – provavelmente em 2017. Embora possa parecer distante, é importante atentar para uma possível recuperação da economia global. Este é um fator preponderante, uma vez que o ciclo de queda das taxas de juros reais no Brasil foi amparado pela recessão econômica mundial, e que culminou em um ambiente deflacionário, com redução das taxas de juros nas economias desenvolvidas, aumento da liquidez global e redução do risco-país (fatores macroeconômicos domésticos).

Gráfico 28 – Brasil: Taxa Selic e Taxa de juros reais ex-ante (deflacionada pelo IPCA esperado)



Fonte: BCB. Elaboração: Petros/GDI

Por fim, com relação à inflação, os dados de curto prazo continuam revelando grande pressão, resultante da combinação de três fatores principais: aceleração dos preços dos alimentos (ainda que com algum alívio nos últimos dois meses); forte recomposição dos preços administrados, que acumulam variação de 16% nos 12 meses até agosto; e resiliência da inflação de serviços, que permanece no patamar de 8%, não obstante o aumento do desemprego e a desaceleração do consumo. A depreciação da taxa de câmbio representa um quarto elemento de pressão embora, até o momento, os bens comercializáveis apresentem aceleração discreta (a taxa de variação em 12 meses passou de 6,0% em dezembro de 2014 para 6,6%, em agosto de 2015).

De qualquer modo, o Banco Central parece estar comprometido em evitar que a inflação mais elevada do presente se reproduza no futuro e induzir a convergência da inflação para a meta de 4,5%. A autoridade monetária tem sinalizado que a manutenção do atual patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2017. Embora as expectativas de inflação coletadas pelo Banco Central não corroborem esta possibilidade, elas indicam uma expectativa de inflação cadente a partir do próximo ano.

2.2.3 Política Fiscal

A deterioração fiscal não reflete apenas o movimento cíclico da economia, mas decorre de problemas estruturais, dada a rigidez dos gastos, particularmente da previdência e dos benefícios sociais. A proposta orçamentária (deficitária) de 2016 revelou a expectativa um pouco mais significativa de expansão de algumas despesas obrigatórias, particularmente para o pagamento de subsídios e benefícios previdenciários. A atenção para essas variáveis e os riscos requeridos no que concerne à credibilidade têm orientado as discussões do Governo e levaram ao anúncio do orçamento deficitário para 2016. Para o setor público consolidado a previsão é de 0,34% do PIB, enquanto a meta de superávit primário é de 0,7% do PIB, admitindo que dificilmente esta meta será atingida. Essa proposta orçamentária culminou na perda de grau de investimentos pela agência internacional de rating S&P.

Incorporando um déficit primário, o projeto orçamentário apresentado pelo Executivo mostra uma forte dependência de receitas extraordinárias e aumentos pontuais de impostos, sendo que parte significativa destes são de difícil implementação. Nesse sentido, os esforços de curto prazo do Governo se concentraram e tenderão a manter o mesmo curso na tentativa de aumentar a arrecadação através de receitas adicionais dependentes de aprovação no Congresso.

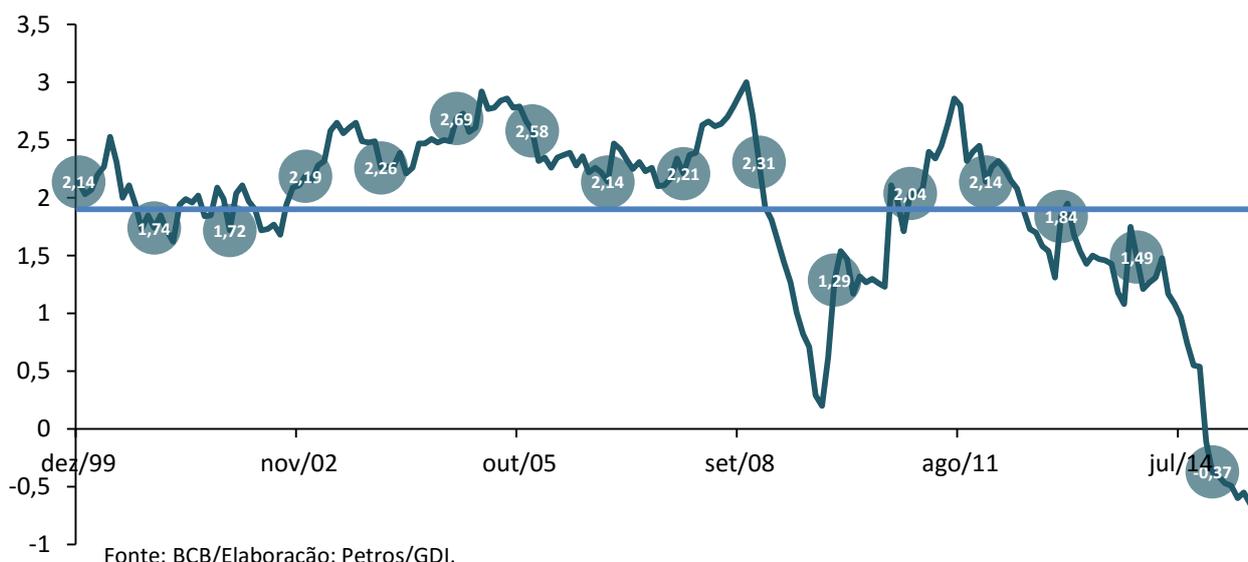
Medidas como a recomposição da CPMF, para tentar recompor o orçamento, foram reinsertadas na agenda do governo, ainda que com forte resistência. Nesse sentido, os esforços já foram aprovados que podemos destacar são: elevação de percentuais tributários, a extinção das desonerações que foram concedidas na tentativa de mitigar os efeitos da crise (IPI, IOF e CIDE-Combustíveis), vendas de ativos e concessões, para os quais o resultado final se mostra bastante incerto. Se consideramos tão somente o baixo crescimento esperado da economia, as metas não serão alcançadas. Além disso, o elevado pagamento dos juros nominais, decorrentes do aumento da taxa básica de juros, torna a tarefa ainda mais árdua.

O maior desafio é do ponto de vista das despesas. Dado o sinal claro de moderação no reducionismo, acreditamos que o esforço fiscal deveria ser maior e, dadas as restrições políticas, a redução do pessoal e dos encargos ocorrerão de forma modesta e o ajuste incidirá sobretudo nos investimentos, notadamente sobre o PAC. Cortes expressivos nos benefícios previdenciários e assistenciais não são considerados. Ressaltamos que já foram aprovadas algumas mudanças nos procedimentos de concessões de seguro desemprego, sancionados em junho de 2015. Os riscos

políticos na elaboração e aprovação de novas medidas que alterem benefícios ou salários tenderam a mitigar reduções. Sendo assim, o Executivo se concentra no controle da expansão das despesas e adiamento de ajustes.

A redução da classificação de risco para o nível inferior ao grau de investimento aumentará consideravelmente o custo da rolagem dívida pública, elevando ainda mais a necessidade de superávit primário para estabilizar as contas públicas, de maneira a aumentar a confiança internacional e o acréscimo de influxo de capital estrangeiro. Ocorre que a trajetória do superávit primário não é otimista. O superávit primário do setor público atingiu R\$ 6,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, ante R\$ 24,7 bilhões em igual período de 2014.

Gráfico 29 – Brasil: Superávit primário (% do PIB)



O parâmetro para a definição do superávit primário do setor público não consolidado e das metas fiscais é a dívida pública, indicador da robustez fiscal do país, que se deteriorou recentemente. O descompasso tem reintroduzido ao debate econômico o risco de uma possível *Dominância Fiscal*⁸. Nesse contexto, com a ausência de uma âncora fiscal, não seria possível precificar os ativos e as contas públicas imporiam limites à ação de política monetária para controlar a inflação, tornando inócua a ação da elevação da SELIC.

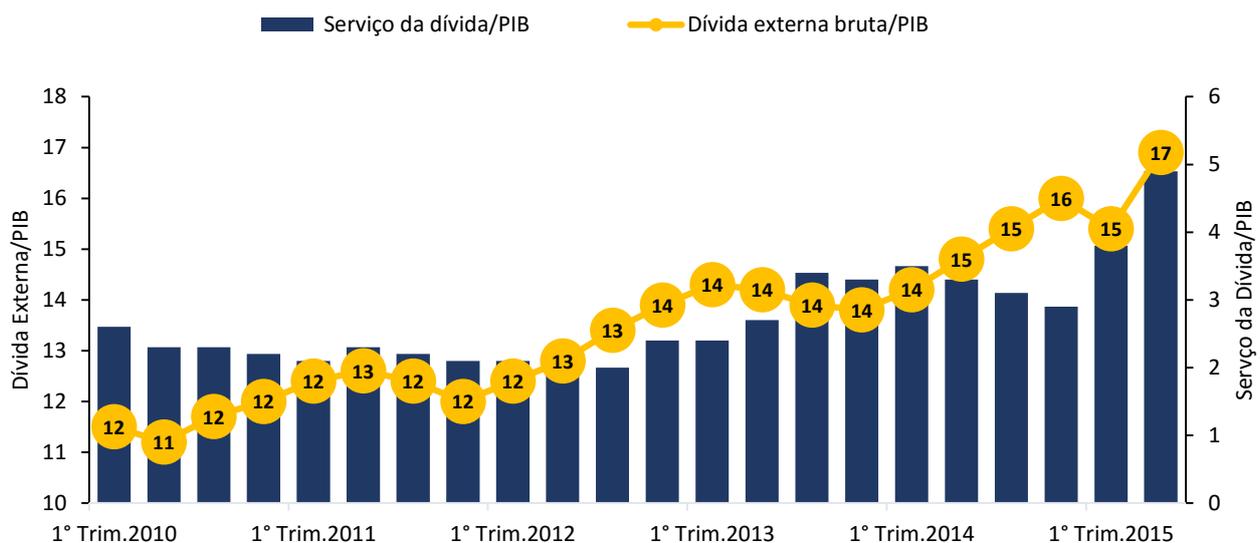
⁸ Dominância fiscal é a situação em que o Estado não consegue gerar receita, por meio de impostos ou contribuições, suficientes para financiar seus gastos. Nesse caso, é necessário emitir moeda. A receita da impressão monetária, chamada de senhoriagem, fecha a conta do setor público. Em outras palavras, é uma situação em que a deterioração fiscal assume dinâmica própria e tira a capacidade da política monetária em controlar a inflação.

A elevação da taxa de juros pressionaria ainda mais a dívida bruta, em virtude do aumento dos encargos com juros do governo e da queda do PIB. Diante desse risco, por maior que seja a “vigilância” que o Banco Central apresente, este tenderá a resguardar a situação fiscal, adotando uma política monetária mais suave e que considere adequada para cumprir o objetivo de controlar a inflação.

Cabe aqui citar que a dinâmica da dívida bruta como proporção do PIB não depende apenas do superávit primário, mas também do crescimento do PIB e da taxa real de juros, a qual determina os serviços da dívida. Sendo assim, um esforço fiscal muito forte, ou seja, um superávit primário mais alto, num contexto de baixo crescimento pode se tornar contra produtor, à medida que acabe por levar a uma maior desaceleração da atividade econômica. Nesse caso, o governo irá se defrontar com uma frustração nas suas receitas tributárias, fazendo com que o superávit primário efetivamente realizado seja menor do que o originalmente prometido, o que terá um efeito negativo para a credibilidade da própria política econômica.

Os ajustes paralisam de forma excessiva a economia brasileira, pois o esforço fiscal será concentrado em 2015 e 2016, em um ambiente em que conjuntamente atuam desvalorização da taxa de câmbio e choque inflacionário, pressionando e corroendo a renda. A credibilidade, fortemente desconstituída, impossibilitou a discussão apropriada para a consolidação fiscal de médio prazo, pelo qual haveria um esforço fiscal mais forte em 2017 e 2018, onde nossas expectativas e do mercado já sugerem uma retomada do crescimento e taxa de juros mais baixas.

Gráfico 30 – Brasil: Serviço da Dívida e Dívida Externa Bruta (%PIB)



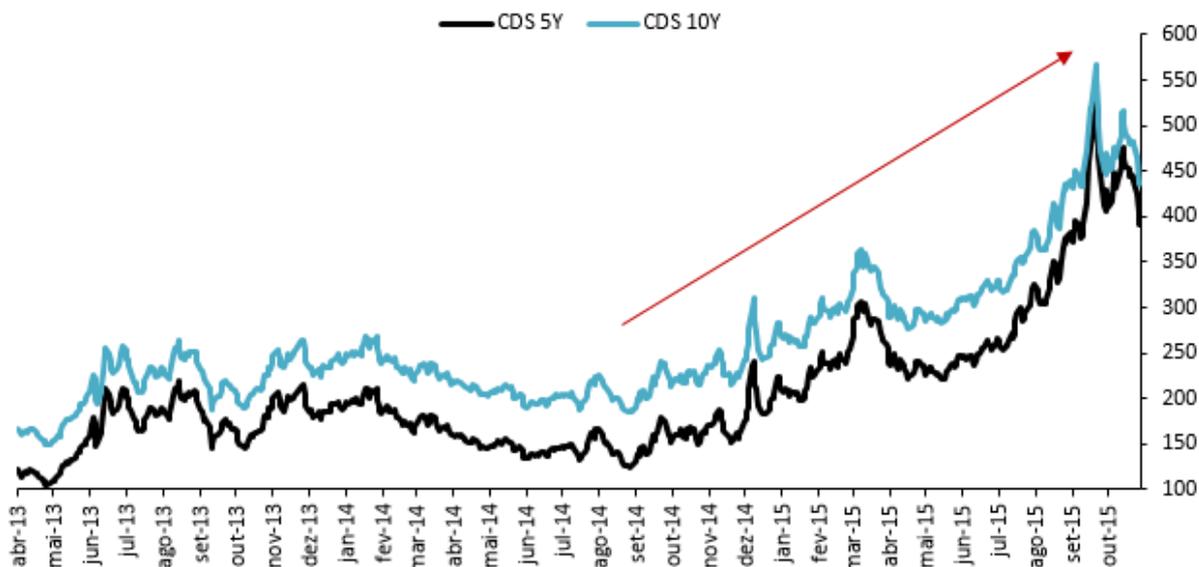
Fonte: BCB. Elaboração: Petros/GDI.

Em suma, o momento econômico é delicado e, diante do acúmulo de incertezas, a reação natural dos agentes econômicos é retrair-se à espera de sinalizações mais concretas sobre o futuro. Isso revela um cenário econômico que é fortemente condicionado pelo quadro político. A recuperação da confiança depende, por um lado, da capacidade do governo federal de apresentar medidas que propiciem um cenário fiscal mais previsível e confortável para os próximos anos e, por outro lado, de uma adequada articulação entre o Executivo e o Congresso no sentido de alcançar acordos que permitam a aprovação dessas medidas.

2.2.4 Setor Externo e Balanço de Pagamentos

O cenário externo, de um modo geral, não se alterou de forma significativa em comparação com 2014. Esperava-se que a reversão da política monetária dos EUA e a melhoria nos resultados de atividade do país possibilitariam de forma mais consolidada menor volatilidade e incertezas. Mas, ao longo de 2015, o que podemos constatar é que os fundamentos econômicos não são otimistas e acresce ao fato a eminente desaceleração da China, que impactam de forma expressiva os países emergentes. Tais fatores impactam o risco-país (medido pelo CDS), que disparou recentemente, ainda que seja inapropriado atribuir unicamente esse movimento a causas internacionais.

Gráfico 31 – Risco-país (CDS)

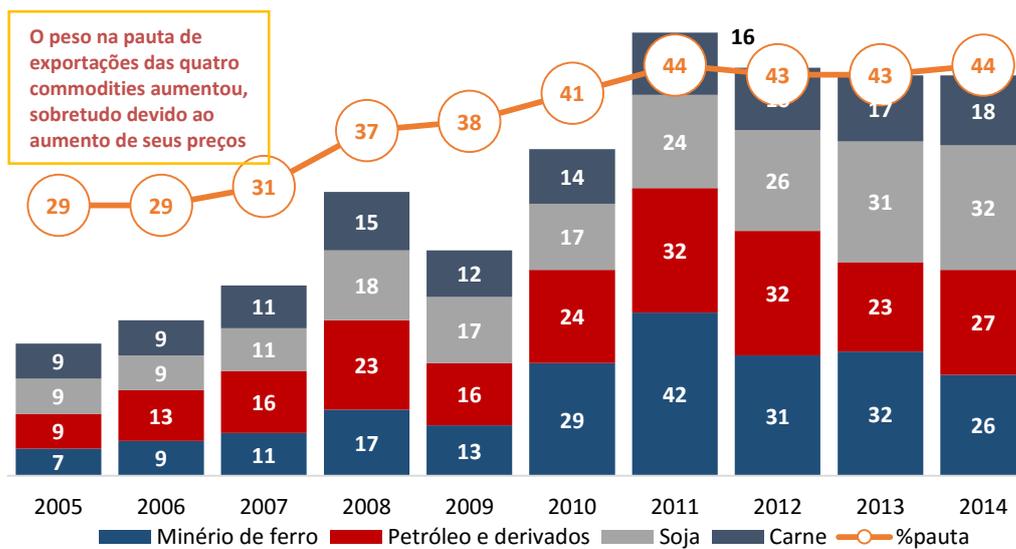


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI

A evolução da participação de produtos primários nas exportações totais, em detrimento de produtos industrializados, como vem ocorrendo desde 2010, não favorece ao estabelecimento de uma melhoria nos saldos comerciais. Isso porque a redução substancial dos preços das commodities

de exportação e o baixo crescimento dos principais países importadores de manufaturados do Brasil tendem a limitar o quantum exportado, não ocorrendo portanto uma elevação substancial. Desde agosto de 2014 o crescimento com relação ao ano anterior tem sido negativo.

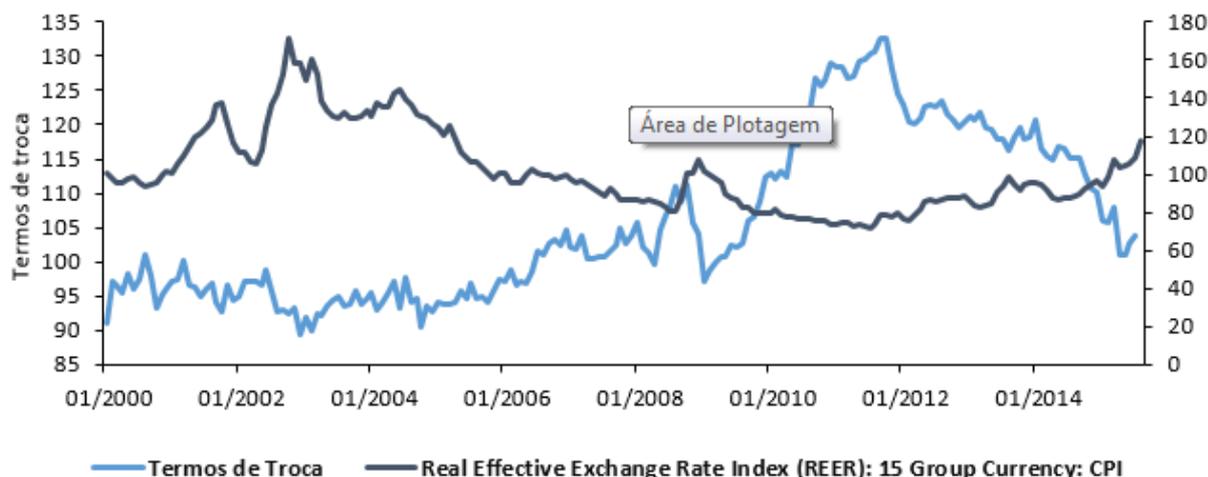
Gráfico 32 - Evolução na participação nas exportações totais



Fonte: MDIC. Elaboração: Petros/GDI

Por outro lado, a balança comercial tem sido favorecida pelo movimento de depreciação da taxa de câmbio, ainda que acompanhado por uma alta volatilidade, e pela significativa contração esperada para o PIB. Tais fatores são compatíveis com a manutenção do declínio das importações e tendem a impactar de forma positiva esse saldo comercial. A participação dos produtos industrializados nas importações tem crescido moderadamente e essa evolução é dada o acréscimo na participação de semimanufaturados.

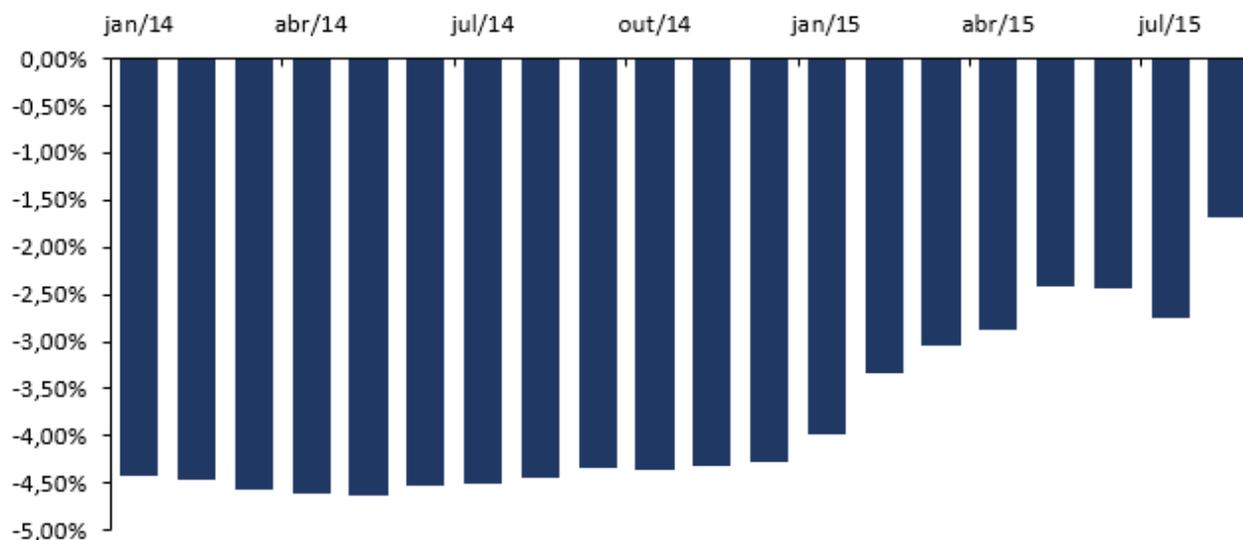
Gráfico 33 – Brasil: Termos de troca X Índice de taxa real de câmbio



Fonte: BCB/Elaboração: Petros

Do ponto de vista das balanças de serviços e de renda constatam-se ajustes também pela desvalorização do real. No acumulado já é possível verificar a correção nos saldos das viagens e de transportes, assim como na remessa de lucros para renda. Não obstante, o balanço de riscos se tornou ainda mais negativo. Em particular, a significativa deterioração fiscal e a contração mais intensa do PIB em 2015 e em 2016 são compatíveis com uma redução significativa do influxo de investimento estrangeiro no País. Ademais, nossa perspectiva é de uma redução mais significativa em 2016. A piora nas expectativas para o País tende a reduzir os investimentos diretos, que são atrelados a demanda doméstica, e o influxo de investimentos em carteira, já que as restrições para alocações exigem Ratings que expressem menores riscos, e que deverão ser afetados após o rebaixamento das demais agências.

Gráfico 34 - Transações correntes (%PIB)



Fonte: BCB/ Elaboração: Petros

Por fim, o sequenciamento de crises globais mostra que o ambiente para mercados emergentes é desfavorável. Incertezas na Europa e China alternam impactos sobre ativos com o risco de uma alta iminente de juros nos Estados Unidos. Em qualquer cenário, a capacidade de o País atrair recursos se reduz e as incertezas se elevam. Os resultados parciais do balanço de pagamentos de 2015 ratificaram a perspectiva de redução significativa no déficit em transações correntes, em ambiente de depreciação do Real (em termos reais) e contração da atividade interna. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso no Brasil deverá seguir favorecendo a trajetória de fortalecimento da conta de transações correntes.

Projeções anuais

| | | | | | | Projetado | | | | | |
|---|-------|-------|------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Brasil | | | | | | | | | | | |
| Atividade | | | | | | | | | | | |
| PIB real (variação %) | 7.57 | 3.92 | 1.76 | 2.74 | 0.15 | -3.40 | -2.20 | 0.50 | 0.90 | 2.50 | 2.50 |
| Inflação e Política Monetária | | | | | | | | | | | |
| IPCA (variação %) | 5.90 | 6.50 | 5.84 | 5.91 | 6.41 | 10.10 | 6.80 | 6.00 | 5.50 | 5.00 | 5.00 |
| IGP-M (variação %) | 11.30 | 5.10 | 7.80 | 5.30 | 3.69 | 10.66 | 6.00 | 5.80 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| Meta Selic - final (% ao ano) | 10.75 | 11.00 | 7.25 | 10.00 | 11.75 | 14.25 | 14.25 | 12.50 | 10.50 | 10.50 | 10.50 |
| Selic-Média | 9.75 | 11.71 | 8.50 | 8.29 | 11.06 | 13.58 | 14.25 | 11.33 | 11.08 | 10.50 | 10.50 |
| Selic Real - Média (deflacionada pelo IPCA -% ao ano) | 3.63 | 4.89 | 2.51 | 2.25 | 4.37 | 3.16 | 6.98 | 5.03 | 5.29 | 5.24 | 5.24 |
| Setor Externo | | | | | | | | | | | |
| Risco país - final (CDS 5 anos) | 111 | 161 | 142 | 220 | 201 | 400 | 365 | 265 | 180 | 120 | 120 |
| Taxa de câmbio (R\$/US\$) - final | 1.68 | 1.88 | 2.04 | 2.34 | 2.65 | 3.86 | 4.13 | 4.30 | 4.44 | 4.58 | 4.72 |
| Taxa de câmbio (R\$/US\$) - média | 1.76 | 1.67 | 1.96 | 2.18 | 2.35 | 3.41 | 4.04 | 4.23 | 4.38 | 4.51 | 4.65 |
| Reservas Internacionais - final (US\$ bilhões) | 289 | 352 | 379 | 375 | 363 | 380 | 400 | 410 | 410 | 410 | 410 |
| Setor Fiscal | | | | | | | | | | | |
| Superávit primário | 2.70 | 3.10 | 2.38 | 1.90 | -0.60 | -0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.00 | 2.00 |
| DLSP (% do PIB) | 40.2 | 36.5 | 36.4 | 36.0 | 36.8 | 37.0 | 38.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |

PETROS/GDI

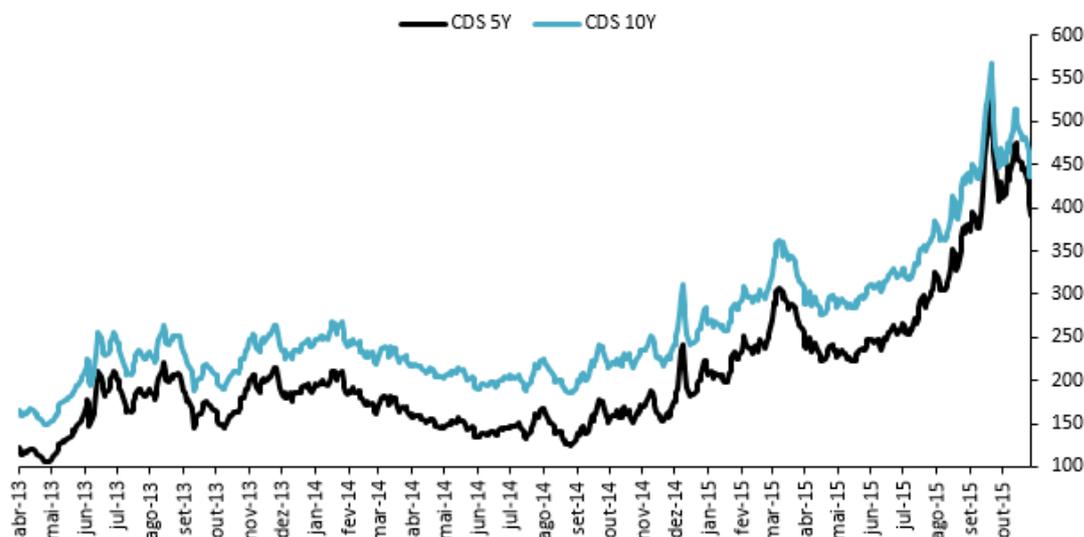
2.2.5 Análise Setorial

2.2.5.1 Renda Fixa

O ano de 2015, assim como o anterior, está sendo marcado por elevada volatilidade nos mercados globais, sobretudo nas economias emergentes, com o forte receio de que o FED inicie o ciclo de alta da taxa de juros nos EUA logo após o encerramento dos estímulos monetários via compras de ativos. Com efeito, os países emergentes estão vendo o dólar apreciar diante de suas respectivas moedas, que já vinham sofrendo com a desaceleração da economia chinesa. Ao fim do primeiro semestre deste ano, as taxas de juros desses países se elevaram em patamares superiores aos da crise financeira de 2008, acompanhando a abertura da curva de juros americana.

A volatilidade tem sido mais acentuada no Brasil. Os fundamentos da economia brasileira e o ambiente político, que acelerou a perda de grau de investimentos, elevaram ainda mais a percepção de risco dos investidores que têm exigido mais prêmios. As taxas de juros de longo prazo foram as que mais sofreram, em que pese o ciclo de aperto monetário iniciado em outubro de 2014.

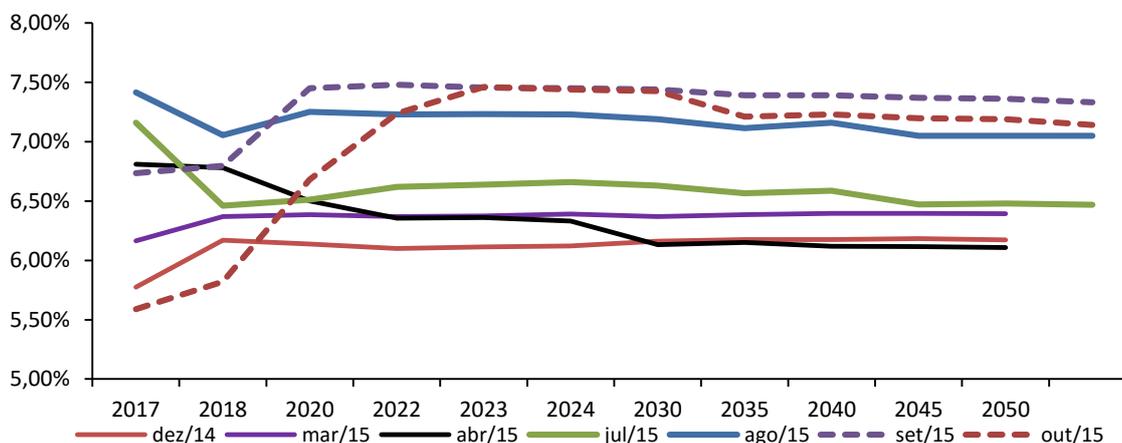
Gráfico 35 – Risco-país (CDS de 5 e 10 anos)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI.

Além da incerteza em relação aos rumos da política econômica no Brasil, a postura do FED em relação ao ciclo de subida de juros nos EUA também tem afetado substancialmente as NTN-Bs. Além da forte abertura (150 pb) em relação a dezembro de 2014, a curva de juros apresenta um formato atípico. Em outras palavras, o risco de *duration* migrou dos vencimentos mais longos para os vencimentos mais curtos, reflexo da elevada incerteza e do balanço de riscos que aumentam a exigência de prêmio no curto prazo, a despeito de o Brasil ainda oferecer taxas de juros reais substancialmente atrativas.

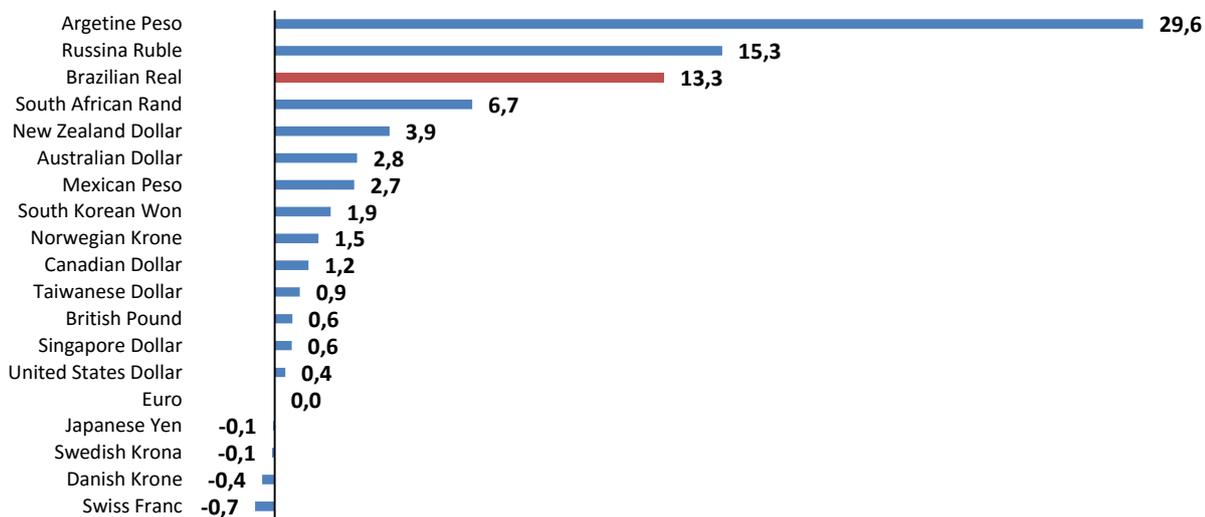
Gráfico 36 – Brasil: Curvas de taxas da NTN-B (vértices % aa)



Fonte: Anbima. Elaboração: Petros/GDI.

O país já vem pagando a terceira maior taxa de juros nominal do mundo em moeda local que, em linha com o risco-país (CDS), é um parâmetro forte de aversão ao risco por parte dos agentes econômicos, notadamente dos investidores estrangeiros. Além disso, o comportamento da taxa de câmbio também é outro sinal de aumento do balanço de riscos em relação à nossa economia. De fato, o dólar tem se apreciado sobre todas as moedas globais, mas o movimento frente ao real tem sido mais intenso e a moeda local já se desvalorizou 81% em dois anos. Isso nos levou a calibrar os modelos de projeção de câmbio (curto prazo e estrutural) que apontam, atualmente, para uma taxa de câmbio média de R\$/US\$ 4,20 nos próximos cinco anos.

Gráfico 37 – Brasil: Diferencial da taxa de juros (e retorno) em moeda local - % 12 meses⁹

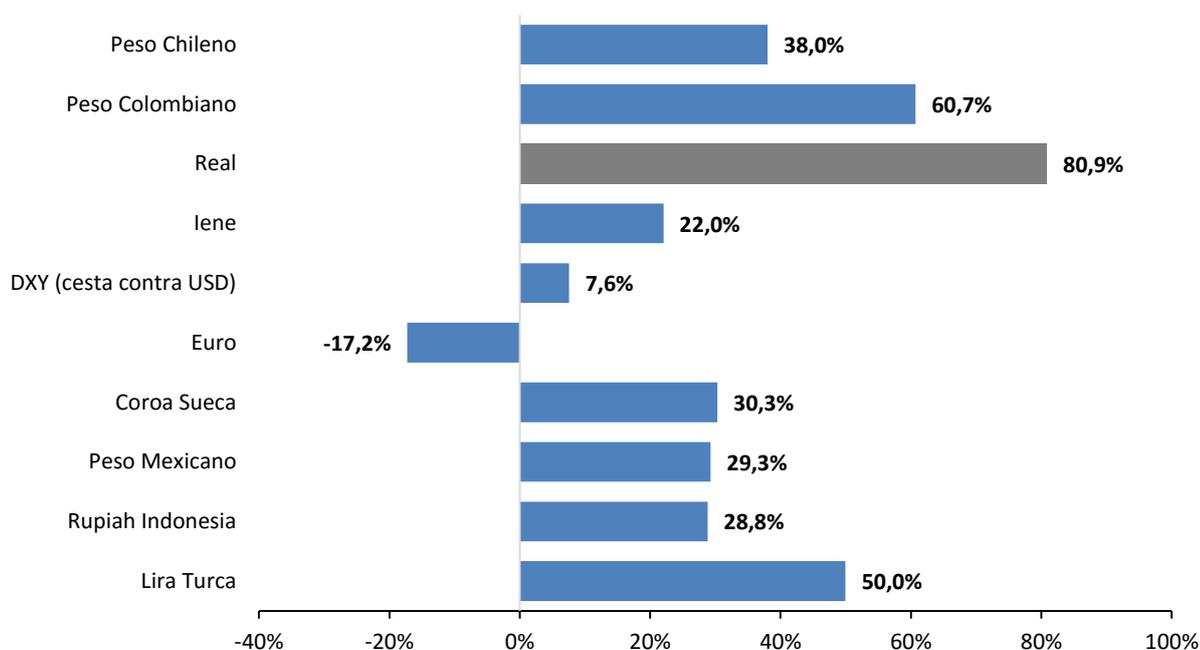


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI.

⁹ Em 08/10/2015.

Gráfico 38 – Dólar contra moedas selecionadas: depreciação (out.2013 – out.2015)

2.2.5.2 Renda Variável



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI.

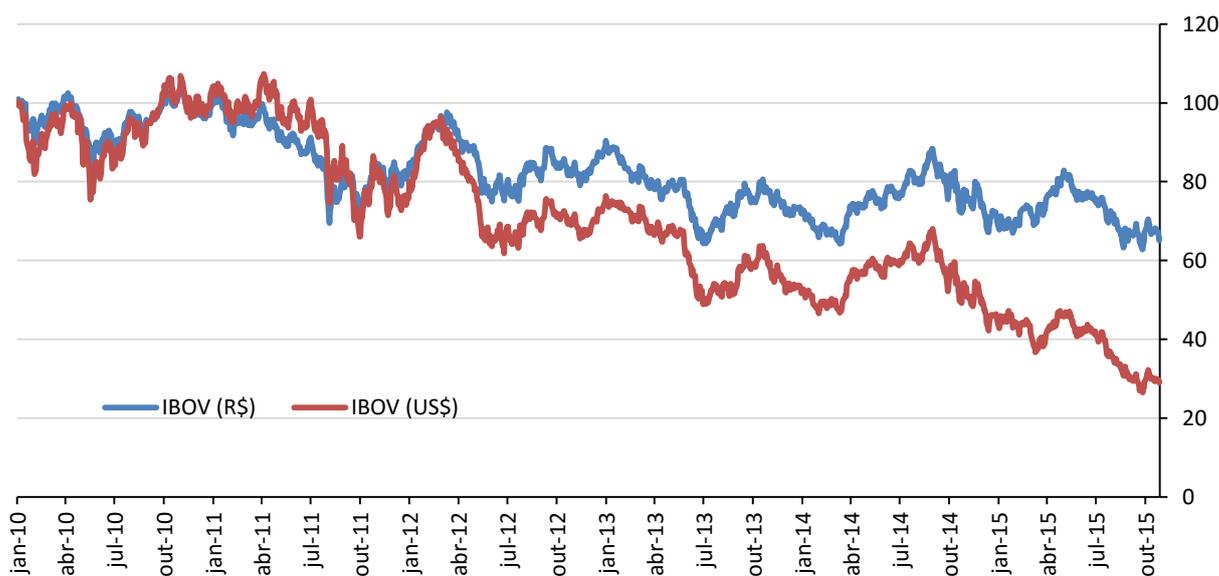
O cenário econômico atual tem sido substancialmente desafiador para o segmento de renda variável no Brasil. Pelo lado doméstico, diversos são os fatores macroeconômicos que, em conjunto, podem explicar a compressão das margens de lucro das empresas brasileiras, quais sejam: (i) aumento da taxa de juros; (ii) incerteza quanto ao ajuste fiscal; (iii) racionamento de crédito; e (iv) inflação de custos. No âmbito do setor externo, a incerteza quanto à mudança de rumo de política monetária do FED e o cenário desfavorável do mercado internacional de commodities, em linha com a desaceleração chinesa que tem forte peso na composição do Ibovespa, também reforçam a volatilidade observada recentemente. Soma-se ainda o ambiente político e a perda de grau de investimentos pela S&P que reforçaram a saída de capitais de portfólio, notadamente do mercado de ações.

Nos momentos mais sensíveis, observamos uma alternância de movimentos de compra de dólares e venda de ações, sempre vinculados aos dados da economia chinesa, principal mercado demandante de commodities e a iminência de uma nova perda de grau de investimentos por outra agência de classificação de riscos por conta da deterioração fiscal do país. Nesse sentido, é provável que ainda convivamos com volatilidade em 2016 em que, assim como no mercado de renda fixa, o cenário para renda variável ainda se encontra envolto pela incerteza em relação aos rumos da política monetária dos EUA, ao preço das commodities e a recessão econômica prevista para o

próximo ano. Acrescenta-se a isso o ritmo menos acelerado de crescimento da atividade econômica da China, embora tenha perdido fôlego, continua robusto e ditando o ritmo das economias emergentes, que têm nas commodities a principal fonte de fluxo de comércio.

Diante do exposto, observa-se uma tendência queda que já dura cinco anos e, para o longo prazo, acreditamos que o cenário esteja ainda envolvido de forte incerteza, seja pela dinâmica da economia global, seja por fatores domésticos. Em relação ao cenário externo, pelos próximos cinco anos, a mudança do modelo econômico chinês favorecendo o consumo da família em detrimento aos investimentos em infraestrutura deve continuar afetando substancialmente o mercado de commodities. Além disso, a perspectiva de um reordenamento na coordenação da política econômica local também será importante para reestabelecer os níveis de confiança e, conseqüentemente, conduzir as empresas a aumentarem seus investimentos.

Gráfico 39 – IBOVESPA: Tendência de queda há cinco anos (jan/10 = 100)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Petros/GDI

2.2.5.3 Imóveis

O mercado imobiliário local, especialmente o de edifícios comerciais, é altamente sensível às condições macroeconômicas. A incerteza, baixa confiança e o fraco desempenho da atividade econômica são responsáveis pela elevada taxa de vacância dos escritórios de elevado padrão, a despeito de o Brasil ainda se destacar como um dos países com m² mais caros do mundo. Este quadro também se aplica aos imóveis industriais (galpões), cuja elevada taxa de vacância vigente está associada a fragilidade industrial e a recessão econômica vigente.

Enquanto os hipermercados não apresentam riscos, já que parte das vendas estão vinculadas a produtos de elevada necessidade para os consumidores, os shoppings já sentem os efeitos dos baixos níveis de confiança do consumidor. De fato, além do aumento do desemprego, o crescimento do endividamento das famílias e o racionamento de crédito, a aceleração inflacionária tem corroído os ganhos reais dos trabalhadores de um modo geral. Neste contexto, o setor como um todo exige cautela no curto prazo.

Nossos estudos sugerem que a rentabilidade dos imóveis comerciais reage substancialmente ao ritmo da atividade econômica, inflação e estrutura a termo das taxas de juros. Assim sendo, as perspectivas de longo prazo seguem amplamente dependentes do ajuste da política econômica, redução da incerteza em relação ao setor externo, recuperação dos níveis de confiança da economia doméstica.

3. Princípios Norteadores da Alocação de Recursos

Os princípios norteadores da alocação de recursos têm como objetivo auxiliar os gestores na formação de uma carteira com ativos que busquem uma relação risco / retorno / liquidez capaz de possibilitar o cumprimento do principal objetivo dos planos de benefícios (pagar os benefícios aos quais têm direito seus participantes) de forma mais segura.

A aprovação de operações de investimentos ou desinvestimentos de ativos que compõem a Carteira de Participações Mobiliárias, Investimentos Estruturados, Títulos Privados e Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, caso se enquadre em uma das regras abaixo deverá ser submetida à deliberação do Conselho Deliberativo.

- Valores iguais ou superiores a 0,25% (zero vírgula vinte e cinco por cento) do total dos investimentos dos planos administrados pela Petros;
- ou 5% (cinco por cento) do total dos investimentos para o Plano Petros do Sistema Petrobras e para o Plano Petros-2;
- ou valores iguais ou superiores a 10% (dez por cento), para os demais Planos administrados pela Petros;
- No caso de títulos privados emitidos por companhias que não sejam consideradas de grande porte¹⁰, independentemente do valor da emissão;
- No caso de títulos privados que não se enquadrem nos limites de rating estabelecidos neste documento, após avaliação das garantias pelo COMIN.

¹⁰ De acordo com a Lei 11.638/07, as empresas consideradas como de grande porte são as sociedades ou conjunto de sociedades sobre controle comum que tiverem, no exercício anterior, ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões.

Adicionalmente, deve-se considerar na apuração dos valores, de acordo com os limites acima listados, se a proposta de investimentos ou desinvestimentos será direcionada para um mesmo grupo econômico ou classe de ativos.

Para as demais Classes de Ativos, as operações de investimento e desinvestimentos seguirão a regra que determina que valores superiores a 1% (um por cento) do total dos investimentos dos planos deverão ser submetidos à aprovação do Conselho Deliberativo, exceto a Classe Imóveis e Fundos de Investimentos em Participações, que será submetida independentemente do valor.

Para a apuração dos percentuais citados na regra acima, serão considerados os valores apurados no mês anterior ao encaminhamento da proposta.

A prospecção de novas oportunidades de investimentos, sobretudo em projetos que tenham forte impacto econômico e social, não pode prescindir da *segurança* conferida por uma adequada estruturação de garantias, da *liquidez* ajustada à necessidade dos compromissos atuariais e da *rentabilidade* compatível com os riscos envolvidos em cada tipo de investimento, sob uma perspectiva de longo prazo. Desta forma, listam-se abaixo os princípios que norteiam a decisão de alocação de recursos em investimentos de longo prazo na Petros:

1. *Segurança*. Ingressar em investimentos cuja estrutura conte com garantias suficientes para minimizar o risco de perda de capital;
2. *Rentabilidade*. Os analistas da Petros utilizam-se de práticas e avaliações socialmente responsáveis (abordadas abaixo) e procuram introduzir para as decisões de investimentos parâmetros que levem em consideração o impacto dos investimentos no bem-estar de seus participantes hoje e no período de usufruto dos seus benefícios, mas sem negligenciar a métrica para a determinação da máxima rentabilidade, vis-à-vis o risco do investimento;
3. *Ampliar a diversificação de investimentos no portfólio*. Com a previsão da manutenção da taxa de juros básica no país no longo prazo em patamares abaixo das necessidades de retorno dos planos, a ampliação e diversificação dos investimentos são necessárias.

3.1 Investimentos Socialmente Responsáveis – Sustentabilidade dos Investimentos

Como investidor institucional, a Petros tem o dever de agir nos melhores interesses de seus beneficiários. No papel de agente fiduciário, a Petros acredita que os aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG) podem afetar o desempenho das carteiras de investimento no curto, médio e longo prazos. As empresas que adotam os princípios ASG em sua gestão podem potencializar os investimentos oferecendo mais segurança ao investidor, enquanto produzem externalidades positivas para a sociedade. Estas instituições possuem maior chance de permanecerem produtivas no longo prazo e terão menos riscos de passivos judiciais, como ações ambientais, trabalhistas e sociais, além de menor flutuação na demanda e diminuição de custos operacionais.

Consciente do processo evolutivo do tema e do nosso papel como catalizador de melhores práticas, a Petros está constantemente revisando suas práticas de avaliação ASG, incluindo a incorporação dos critérios ASG na gestão interna de ativos, na seleção e monitoramento de gestores externos e engajamento de empresas e conselheiros.

Em relação à gestão interna de ativos, a implantação dos princípios ASG em todos os tipos de investimentos continua em evolução. A Petros iniciou esse processo em 2012 com o estabelecimento de uma metodologia de avaliação ASG específica para os investimentos de renda variável com foco no longo prazo. O objetivo é criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações. Este modelo ainda não está consolidado, principalmente no que se refere à avaliação dos potenciais impactos futuros, positivos ou negativos. Mas já funciona como importante aspecto de avaliação qualitativa e de engajamento das práticas ASG nas empresas investidas. O conjunto de variáveis monitoradas por ativo, consideram as questões ambientais, sociais e de governança corporativa que realmente possam afetar os ativos e serão adicionadas às variáveis atualmente utilizadas no processo de avaliação de investimentos.

A metodologia adotada pela Petros, muito embora adaptada aos objetivos da Fundação, teve inspiração inicial na metodologia de seleção das empresas que compõem a carteira do Índice de Sustentabilidade da Bovespa (ISE) da BM&FBovespa.

O ISE é uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na BM&FBovespa sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa. Também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade, diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas.

Da mesma forma que o ISE, a metodologia de avaliação de critérios ASG da Petros possui um questionário composto por seis dimensões, que avaliam diferentes aspectos da sustentabilidade:

- Dimensão Geral: compromissos com o desenvolvimento sustentável, alinhamento às boas práticas de sustentabilidade, transparência das informações corporativas e práticas de combate à corrupção.
- Dimensão Natureza do Produto: impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas, adoção do princípio da precaução e disponibilização de informações ao consumidor.
- Dimensão Governança Corporativa: relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do Conselho de Administração, processos de auditoria e fiscalização, gestão de riscos, controles internos e conformidade, práticas relacionadas à conduta e conflito de interesses.
- Dimensões Ambiental e Social: políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal.

- Dimensão Mudanças Climáticas: política corporativa, gestão, desempenho e nível de abertura das informações sobre o tema.

Atualmente o processo de avaliação dos critérios ASG é realizado pela Gerência de Gestão de Riscos dos Investimentos, que tem como objetivo monitorar os riscos de sustentabilidade de todos os investimentos, e não somente dos investimentos de renda variável com foco no longo prazo.

Em relação à gestão externa de investimento, desde 2007 incluímos em nossas Políticas de Investimentos critérios referentes à adoção de práticas de investimento responsável como um dos parâmetros para seleção de gestores e de corretoras. Em decorrência do amadurecimento desta prática, trabalhamos para expandir nossa abordagem para incluir também o monitoramento e a avaliação periódica dos gestores externos e das corretoras em relação ao compromisso de adoção dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI).

Em relação ao processo decisório de alocação de recursos, bem como nos processos decisórios de novos investimentos (direta ou indiretamente), são diretrizes da Petros considerar os seguintes aspectos:

- ✓ Não utilização de trabalho infantil ou escravo;
- ✓ Geração de empregos, qualidade e segurança do trabalho, terceirização e reclamações trabalhistas;
- ✓ Impactos e licenças ambientais, programas de responsabilidade ambiental e desperdício de recursos naturais;
- ✓ Mudanças climáticas e seus desafios para adaptação e mitigação;
- ✓ Transparência da empresa em relação aos seguintes itens:
 - Divulgação de seus resultados trimestrais, Balanço Social, Código e Sistema de Ética, Gestão de Riscos, Políticas Corporativas, e relação com as demais partes interessadas;
 - Critérios de seleção de fornecedores, por exemplo: qualidade, preço e utilização de critérios de responsabilidade social;
 - Utilização de medidas para um bom relacionamento com clientes, tais como: políticas corporativas, conhecimento dos danos potenciais de produtos e serviços e boa comunicação com clientes e demais partes interessadas;
 - Utilização de práticas sociais, quais sejam: práticas anticorrupção, engajamento com a comunidade local, práticas de não discriminação e valorização da diversidade.

A implantação da estratégia da Petros para inclusão de variáveis socioambientais na avaliação de empresas tem acontecido de forma gradual e constante, de acordo com a evolução da

conscientização e desenvolvimento das habilidades dos gestores internos e externos em relação a esse tema. A prioridade atual da Fundação continua sendo aprofundar sua compreensão, inclusão e quantificação das variáveis ASG em decisões de investimento em todos os tipos de investimentos da Petros.

4. Diretrizes de Risco

4.1 Risco de Mercado

O Risco de Mercado decorre da variação dos preços dos ativos de uma carteira de investimentos, de acordo com as mudanças dos parâmetros de mercado, como preços de ações, taxas de juros e preço de moedas estrangeiras.

Para todas as carteiras de investimentos é adotado o cálculo da Divergência Não Planejada – DNP (ou *Tracking Error*), que mede a diferença entre a rentabilidade efetiva de uma carteira de investimentos contra seus respectivos *benchmarks* (no caso dos Planos CD / CV) ou a meta atuarial (no caso dos Planos BD), conforme estabelecido pela resolução CMN 3.792/09.

Adicionalmente, para carteiras sobre as quais exista influência dos parâmetros de mercado, é realizado o cálculo do VaR (*Value at risk*), que mede a perda potencial de valor em determinado horizonte temporal e com um certo intervalo de confiança. Para este cálculo é utilizado intervalo de confiança de 95% com horizontes temporais adequados ao tipo de investimento.

Além disto, são realizados testes de estresse medem o comportamento do valor da carteira quando submetida a cenários macroeconômicos desfavoráveis, fornecendo assim, insumos para aprimoramento das estratégias e proteção da carteira frente a movimentos exógenos.

4.2 Risco Operacional

A gestão de risco operacional é realizada por meio do estabelecimento e monitoramento formais de processos de tomada de decisão e operacionalização dos investimentos. Além disso são realizadas conciliações das posições e movimentações nos ativos e controle do enquadramento dos investimentos utilizando-se de relatórios fornecidos pelo custodiante. A área de investimentos também realiza acompanhamento contínuo da aderência às políticas de investimentos definidas para cada plano.

4.3 Risco Legal e Regulatório

A gestão do risco legal e regulatório é realizada pela Gerência de Conformidade, por meio de controles sobre o cumprimento, por parte dos gestores de investimentos da Petros, das leis, regulamentações, códigos e políticas internas, a fim de mitigar os riscos existentes no processo de

tomada de decisão. Além disso, as áreas de investimentos com apoio do jurídico avaliam os contratos e garantias em relação à sua validade e exequibilidade, além de monitorar possíveis mudanças legais que venham a impactar os objetivos dos investimentos da Fundação.

4.4 Risco de Liquidez / Sistêmico

O gerenciamento do Risco de Liquidez pode ser dividido em dois: o de longo e o de curto prazos. O risco de liquidez de longo prazo visa casar os fluxos de caixa dos ativos investidos com os fluxos de caixa necessários para o pagamento de benefícios. A liquidez de curto prazo tem como objetivo avaliar a velocidade de conversão dos ativos investidos em moeda corrente no caso de uma necessidade imediata ou quase imediata de caixa.

Em condições normais, os Planos administrados pela Petros não necessitam manter 100% de seus investimentos em ativos que tenham liquidez imediata devido ao longo prazo de maturação de seu passivo. Para gerenciar o risco de liquidez de longo prazo a Fundação utiliza estudos de ALM (*Asset and Liabilities Management*) estocástico que apontam as necessidades de liquidez ao longo do tempo dos planos sob sua gestão e otimizam a alocação dos fluxos de caixa dos ativos a fim de suprir estas necessidades. Ademais, é fundamental desde o ingresso no investimento estabelecer as possíveis estratégias de desinvestimento do mesmo, mesmo que no longo prazo. Desta forma, o investimento busca ativos que tenham um horizonte de desinvestimento compatível com o perfil intertemporal das obrigações dos planos.

Além do ALM, a Petros utiliza estudos complementares no intuito de mitigar o risco de liquidez de curto prazo dos planos. As seguintes diretrizes foram tomadas com base nos resultados dos estudos realizados:

- ✓ Para os Planos CD e CV a gestão deverá privilegiar ativos que sejam precificados a mercado ou por meio de avaliações periódicas;
- ✓ Além disso, tais planos devem privilegiar ativos de crédito que possuam liquidez razoável, por meio de resgate antecipado ou no mercado secundário;

4.5 Risco de Crédito

Para a avaliação, monitoramento e controle do risco de crédito a Petros utiliza metodologia própria, que leva em conta a avaliação elaborada por agências classificadoras de risco e comitês de investimentos com o objetivo de auxiliar o processo decisório. Por meio de seus comitês de investimentos, a Petros avalia e monitora as agências classificadoras de risco que utiliza em seu processo interno. Adicionalmente, as equipes de investimentos têm buscado a melhoria contínua do processo de gestão de riscos, com o desenvolvimento de novas metodologias e ferramentas de análise de risco, além da melhoria das ferramentas já utilizadas.

5. Apreçamento de Ativos

Os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras e fundos de investimentos, dos quais os Planos administrados pela Petros apliquem recursos, respeitarão o critério de apreçamento estabelecido pelo Manual de Apreçamento do custodiante / administrador. Este Manual determina as regras aplicáveis à formação dos preços dos vários ativos contidos na carteira de investimento da Petros e sofre atualizações periódicas em decorrência da própria dinâmica do mercado. Os ativos serão marcados a mercado de acordo com os critérios estabelecidos pela CVM e pela Anbima.

Todavia, este processo não exclui a possibilidade de alguns ativos serem carregados até o vencimento pela taxa do título, método conhecido como marcação na curva. Este procedimento está em consonância com a Instrução CVM nº 409/2004 e alterações e Resolução CMN nº 3.792/2009. Estes casos são mais adequados aos Planos de Benefício Definido e Contribuição Variável, dependendo do seu perfil. Para os Planos de Contribuição Definida será priorizada a marcação a mercado dos ativos.

6. Operações com Derivativos

São permitidas operações com derivativos com o objetivo de otimizar a rentabilidade e diminuir o risco a que estão expostas as carteiras de renda fixa e de renda variável sempre na modalidade “com garantia”. Estas operações só poderão ser realizadas em bolsa de valores, mercadorias e futuros ou mercado balcão. A utilização dos derivativos devem respeitar os limites estabelecidos pela Resolução CMN 3792/09 e demais instruções complementares à ela. As operações nos mercados de derivativos não podem gerar exposição superior a uma vez o seu patrimônio líquido, vedado seu uso para alavancagem.

7. Definição dos Segmentos

A Resolução CMN 3.792/09 estabelece os seguintes segmentos de alocação de recursos dos planos que são: renda fixa, renda variável, investimentos estruturados, investimentos no exterior, imóveis e empréstimos aos participantes.

Dentre os segmentos acima, as Políticas de Investimentos estabelecem subsegmentos de classes de ativos classificados por relação de risco, retorno e liquidez.

7.1 Renda Fixa

No caso de renda fixa tem-se dois subsegmentos para as estratégias de alocação: um para títulos pós e pré-fixados e outro para ativos vinculados à inflação. O objetivo é dar maior clareza e objetividade na definição das estratégias de alocação. Cada um destes subsegmentos é dividido em três carteiras:

➤ **Carteira de Renda Fixa atrelada às taxas pré e pós-fixadas:**

- ✓ **Livre de Risco:** Tem como foco atender às necessidades de caixa dos planos no curtíssimo prazo, sejam elas novos investimentos ou pagamento de benefícios. Neste mesmo conceito, os fundos de investimentos destinados ao processo de retirada de patrocínio são enquadrados nesta categoria.
- ✓ **Fundos Multimercados:** Trata-se de investimentos em fundos de investimentos de alta liquidez. O foco é deter um ativo que tenha liquidez e também gere um retorno adicional. Para os planos de Contribuição Definida e Variável, estes investimentos servem como um importante instrumento de gestão.
- ✓ **Crédito:** Tem como objetivo gerar retorno adicional através, principalmente, de operações de crédito / estruturadas em ativos pós-fixados. Para os planos de Contribuição Definida e Variável, esses investimentos podem servir como um dos principais instrumentos de gestão. A gestão poderá ser realizada diretamente ou indiretamente, via fundos de investimentos.

➤ **Carteira de Renda Fixa atreladas à inflação:**

- ✓ **Livre de Risco:** Tem como foco imunizar parte da carteira dos planos. Tais investimentos são mais adequados aos planos de benefício definido e, em alguns casos, aos planos de contribuição variável. Esta carteira é subdividida em dois grupos: carteira de títulos levados a mercado e carteira de títulos levados até o vencimento, em que a única diferença é a precificação e, conseqüentemente, o seu *benchmark*.
- ✓ **Fundos Multimercados:** Tratam-se de investimentos em fundos de investimentos de alta liquidez. O foco é agregar uma rentabilidade adicional através de ativos com algum risco e indexados à inflação.
- ✓ **Crédito:** Tem como objetivo gerar retorno adicional através, principalmente, de operações de crédito / estruturadas em ativos indexados à inflação. Para os planos de Contribuição Definida e Variável, esses investimentos podem servir como um dos principais instrumentos de gestão. A gestão poderá ser realizada diretamente ou indiretamente, via fundos de investimentos.

7.2 Renda Variável

A carteira de Renda Variável é dividida em duas estratégias: curto e longo prazo. A primeira tem sua decisão de alocação pautada nos cenários macroeconômicos de curtíssimo prazo e em análises de ações com perspectiva de 12 meses à frente. Esta estratégia pode ser usada como instrumento para a redução ou aumento da exposição ao segmento (total dos investimentos), no caso de alteração do cenário e perspectivas de bolsa no curto prazo. Neste caso, a estratégia pode ser adotada por meio de gestão interna (carteira de giro) ou terceirizada (fundos de ações). No caso da estratégia de longo prazo, os investimentos são pautados nas expectativas dos setores, perspectivas das empresas e aspectos relacionados com a governança corporativa destas.

O segmento de renda variável é classificado por três categorias de risco/retorno, a saber:

- ✓ **Carteira de Giro:** Foco no curto prazo e tem como objetivo a compra e a venda de ações sem restrições. Dada a sua característica, ela pode ser utilizada para aumentar ou diminuir a exposição em renda variável no caso de um mercado altista ou baixista.
- ✓ **Fundos de Ações:** Fundos terceirizados composta por gestores cuja estratégia é de médio prazo e que englobam gestores com *expertise* em nichos de mercado e/ou agregam na diversificação da gestão.
- ✓ **Carteira de Participações:** São as ações de empresas em bolsa, cuja estratégia do investimento é de longo prazo, devido à influência na gestão, que normalmente a Petros possui. Existe uma expectativa de retorno maior em comparação aos ativos de renda variável dedicados à negociação.

7.3 Investimentos Estruturados

O segmento é dividido por três categorias:

- ✓ **Fundos de Investimentos - Estruturados (FIP/FIEE):** destinados a Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) e Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEEs). O *benchmark* da categoria só é considerado para os fundos que estão no período de desinvestimento, isto porque a característica destes fundos rege que o período de investimento não permita obter retornos condizentes com o produto. Estes retornos só são verificados ao final, quando da maturação dos mesmos na fase dos últimos desinvestimentos. Dentro de FIPs podemos verificar as seguintes modalidades:
 - ✓ **Private Equity e Venture Capital:** empresas de *Private Equity* são companhias de médio porte já consolidadas no mercado, enquanto que empresas de *Venture Capital* são companhias já estabelecidas, com potencial de crescimento, no entanto, de menor porte. Estas empresas recebem aportes que irão financiar as suas primeiras expansões e dar impulso financeiro e suporte na profissionalização da gestão do negócio.

- ✓ **FIP Governança:** a estratégia é a mesma da carteira de participações (contida no segmento de renda variável), sendo que a principal diferença é o veículo de investimentos que nesse caso é um FIP.
- ✓ **Fundos Imobiliários:** São fundos cujas cotas podem ser negociadas na Bolsa de Valores. O investimento poderá ser fracionado em cotas, portanto os investidores não precisam liquidar a totalidade de seu investimento para suprir eventual necessidade, podendo negociar essas cotas no mercado secundário. Trata-se portanto de alocação diferenciada no segmento imobiliário, sem que haja necessidade de se ter a propriedade direta do imóvel.
- ✓ **Fundos Multimercados Abertos:** Para esses fundos não há necessidade de se seguir os limites e restrições impostas pela Resolução CMN 3.792. Estes fundos podem incluir estratégias com alavancagem, *day-trade*, operações com aluguel de títulos e valores mobiliários, além de investimentos no exterior nos termos da regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Estes investimentos têm como objetivo angariar retornos por intermédio de instrumentos que os fundos de pensão não podem utilizar diretamente.

7.4 Investimentos no Exterior

Este segmento busca a diversificação de investimentos de acordo com o cenário macroeconômico e o estudo de ALM. Incluem-se alocações em títulos soberanos, commodities e empresas abertas.

Os investimentos neste segmento podem ser realizados através de Fundos constituídos no Brasil, sob gestão terceirizada, compostos por ativos emitidos em outros países, Fundos de dívida externa, BDR's (*Brazilian Depositary Receipts*) ou ações de empresas do MERCOSUL.

7.5 Imóveis

É um setor cujo ativos apresentam geração periódica de renda com fluxo de recursos previsível e confiável (através de aluguéis). Tem como característica a baixa liquidez. As regras de decisão de investimentos e desinvestimentos devem ser observadas em um horizonte de tempo diferenciado.

7.6 Operações com participantes

Este segmento tem como objetivo realizar empréstimos com recursos dos planos de benefícios aos seus participantes e assistidos.

8. Diversificação de Gestores

Para todos os segmentos, exceto empréstimos a participantes, a Petros manterá a estratégia de terceirização de parte da gestão. Entende-se que a terceirização se justifica em função de cinco fatores, quais sejam: i) diversificação de risco de gestão; ii) obtenção de uma rentabilidade maior, dada a *expertise* dos gestores terceirizados em nichos específicos de mercado; iii) introdução de novas técnicas e informações de mercado, estimulando o aprimoramento contínuo da experiência dos gestores internos da Petros; iv) a Resolução CMN 3.792/09 não permite que os fundos de pensão atuem diretamente em certos mercados; e, v) as taxas de administração pagas aos gestores terceirizados tendem a ser as menores do mercado pelo fato de a Petros operar com volumes significativos e possuir poder de barganha para reduzi-las. Periodicamente, a Petros elabora estudos de acompanhamento de desempenho dos gestores terceirizados, em que são comparadas as suas performances com àquelas em que a Petros faz gestão interna. Este referencial serve como um dos principais critérios para alocação de recursos.

9. Política de Investimentos do Plano Petros – Sistema Petrobras

Cadastro Nacional de Planos de Benefícios (CNPB) 19.700.001-47

Meta atuarial: IPCA + 5,70% ao ano.

9.1 Resultado do Sistema GAP-ALM – Plano Petros Sistema Petrobras

O resultado do referido estudo encontra-se no anexo deste documento.

9.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

A estratégia de investimentos para os próximos cinco anos levará em conta não somente o cenário macroeconômico (vide cenário macroeconômico) como também as especificidades do plano. Neste contexto, cabe aqui citar que o PPSP encontra-se em fase de aumento paulatino das despesas previdenciárias e que devem se acentuar nos próximos anos, como pode ser observado no estudo de ALM. Esta elevação das despesas previdenciárias exigirá um aumento no nível de liquidez na carteira de investimentos para que não ocorram vendas de ativos de forma inadequada, comprometendo tanto a estratégia quanto a rentabilidade do plano.

O Plano Petros do Sistema Petrobras terá como principal estratégia a continuidade da busca de liquidez oriunda do processo de desinvestimentos da carteira de participações. Os recursos obtidos com esses desinvestimentos serão utilizados para recompor o caixa e aquisição de títulos

públicos para melhor imunização das obrigações. Seguem abaixo alguns pontos adotados nas estratégias por segmento:

Renda Fixa – Livre de Risco: Será realizado um processo de recomposição do volume do caixa para cumprir com as obrigações atuariais do plano. Esta recomposição será resultado da estratégia de desinvestimento da carteira de renda variável de longo prazo e fluxos em outros ativos. Além disto, na parcela indexada à inflação, a estratégia será focada no aumento da carteira, sendo uma parte em títulos públicos, para imunização do passivo. Para implementação desta estratégia poderão ocorrer adequações dos vencimentos dos títulos públicos (NTN-B) hoje existentes na carteira. As adequações dos vencimentos dos títulos (NTN-B) hoje existentes na carteira do Plano deverão ser realizadas apenas para a aquisição de vencimentos iguais ou superior à NTN-B 2020. Ainda, para atender a necessidade de liquidez do plano, poderão ser adquiridos títulos públicos de curto prazo, com recursos novos ou advindos de desinvestimentos das outras carteiras que não dos títulos públicos (ex.: desinvestimentos da carteira de renda variável).

Renda Fixa – Crédito: Continuidade da estratégia de priorização de investimentos indexados à inflação devido a melhor previsibilidade da taxa real e o consequente casamento com a meta atuarial. As novas alocações em ativos de crédito serão em debêntures com processo de oferta pública, de baixo risco (com *rating* mínimo AA-) e rentabilidade acima da meta atuarial ou título público com *duration* equivalente (dos dois o maior) e com prazo máximo de 10 anos. No caso de debêntures de SPE (Sociedades de Propósito Específico), só serão permitidas aquelas com processo de oferta pública. O somatório da carteira de crédito, ou seja, ativos indexados à inflação mais CDI, não poderão ultrapassar o limite de 8% do patrimônio do plano. Para que ocorram novos investimentos em ativos de crédito, será necessário primeiramente a recomposição do caixa do Plano. Os recursos para implementação dessa estratégia serão resultado da política de desinvestimento da carteira de renda variável de longo prazo.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: São fundos exclusivos com um pequeno limite de alocação em renda variável que possuem a maior parte dos investimentos alocados em títulos públicos e tem como objetivo superar o CDI. A alocação será mantida nos atuais patamares compondo o caixa do plano.

Renda Variável – Curto Prazo: Esta carteira poderá ser utilizada para movimentações táticas de forma direta ou indireta (carteira de Giro ou dos fundos de ações). A estratégia ficará focada em alcançar retornos acima do índice IBrX.

Renda Variável - Longo Prazo: Em virtude do fluxo de caixa do Plano, daremos início ao processo de desinvestimentos da carteira para recompor o caixa do Plano.

Investimentos Estruturados – Private Equity/Venture Capital: Não haverá novos investimentos, além do capital já comprometido.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: Não haverá novos investimentos, além do capital já comprometido.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: São investimentos que possuem maior liquidez que os demais ativos do segmento de Investimentos Estruturados. A estratégia será focada na integralização do capital comprometido dos fundos já aprovados. Novos investimentos não são prioritários.

Investimentos Estruturados – Fundos Multimercado: Não serão realizados investimentos nesta categoria de ativos.

Investimentos no Exterior: Não serão alocados recursos nesse segmento.

Imóveis: Por tratar-se de um segmento de ativos com boa geração de caixa e, normalmente, reajustados pela inflação, a estratégia será a otimização da carteira através da diversificação de ativos. Entretanto, em virtude do aumento na necessidade de caixa do Plano, será iniciado o processo de análise para o desinvestimento da carteira. Destacamos a necessidade para manutenção dos terrenos atualmente existentes na carteira destinados à realização de empreendimentos imobiliários ou construção de imóveis para renda.

Empréstimos a Participantes: Avaliação de medidas que facilitem o acesso dos participantes. Entretanto, por se tratar de uma variável não controlável pela Petros o seu volume dependerá de fatores exógenos.

9.3 Tabelas de Alocação – Plano Petros Sistema Petrobras

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 35,88% | 30,00% | 90,00% | 59,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 44,99% | 6,00% | 45,00% | 25,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 7,54% | 0,00% | 10,00% | 4,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 7,86% | 2,00% | 8,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 3,73% | 0,00% | 15,00% | 4,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 1,05% | 1,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 0,98% | 0,0% | 10,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,5% a.a. | 1,78% | 0,0% | 3,0% |
| TOTAL | | 3,80% | 1,0% | 20,0% |

- Renda Fixa – Inflação

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 2,21% | 25,0% | 90,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 27,80% | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,00% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 2,06% | 0,0% | 8,0% |
| TOTAL | | 32,07% | 30,0% | 90,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBX 100 | 1,95% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 3,61% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 39,43% | 0,0% | 40,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 25,92% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 13,51% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 44,99% | 6,0% | 45,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE DESINVESTIMENTO) | IPCA + 7,0% a.a. | 2,36% | 0,0% | 8,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE INVESTIMENTO) | NÃO HÁ | 0,90% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) | IPCA + 7,0% a.a. | 3,75% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,53% | | |
| TOTAL | | 7,54% | 0,0% | 10,0% |

Imóveis

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| TOTAL IMÓVEIS | IGMI-C | 7,86% | 2,0% | 8,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 6,0% a.a. | 3,73% | 0,0% | 15,0% |

10. Política de Investimentos do Plano Petros – Lanxess e Nitriflex /DSM

Patrocinadora: Lanxess Elastômeros do Brasil S/A- Lanxess

CNPB: 20.030.024-56

Meta atuarial: IPCA + 5,67% a.a.

Patrocinadora: Nitriflex S/A Indústria e Comércio – Nitriflex

CNPB: 20.030.023-83

Meta atuarial: IPCA + 5,67% a.a.

10.1 Resultado do Sistema GAP-ALM – Planos Petros – Lanxess e Nitriflex/DSM

O resultado do referido estudo encontra-se no anexo deste documento.

10.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

Os Planos encontram-se em fase de pagamento de benefício aos seus participantes. Este processo acentua a necessidade de liquidez nos investimentos para atender as obrigações mensais do Plano. Desta forma a estratégia central do plano será pautada no aumento da liquidez dos investimentos aliado às necessidades de caixa. Destaca-se que os planos estão superavitários e o perfil do passivo e composição dos seus investimentos são similares, o que permite se apresentar uma estratégia em conjunto.

As Políticas de Investimentos para os planos estão alinhadas à estratégia de imunização de suas carteiras, via compra de títulos públicos indexados à inflação, reduzindo sua exposição em ativos mais voláteis.

Renda Fixa – Título Público: Daremos ênfase à estratégia de priorização desses investimentos indexados à inflação devido a melhor previsibilidade da taxa real e o consequente casamento com a meta atuarial. Os títulos públicos adquiridos serão exclusivos aos planos e poderão ser classificados contabilmente como “mantidos até o vencimento” (marcados na curva). Desta forma, a estratégia é aumentar a alocação destes ativos na carteira dos planos.

Renda Fixa – Crédito: Manutenção da carteira de crédito dada a falta de liquidez dos ativos no mercado secundário. Cabe aqui citar que os fluxos dos pagamentos de amortização poderão ser utilizados para nova imunização através da compra de títulos públicos.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: São fundos exclusivos com um pequeno limite de alocação em renda variável que possuem a maior parte dos investimentos alocados em títulos públicos e têm como objetivo superar o CDI. Parte destes recursos poderão ser direcionados para a imunização da carteira dado que estes são líquidos.

Renda Variável – Curto Prazo: Para os fundos de ações poderão ser feitos desinvestimentos desta carteira visando uma diminuição da exposição dos planos neste segmento. O caixa liberado poderá ser utilizado para aquisição de títulos públicos.

Renda Variável - Longo Prazo: Foi elaborada uma estratégia de desinvestimentos para a Carteira de Participações, devido a sua grande representatividade na composição dos investimentos dos planos. O caixa obtido através destes desinvestimentos será utilizado na aquisição de títulos públicos. Estes ativos poderão ser classificados como “mantidos até o vencimento” (marcados na curva) para implementação da estratégia de imunização do fluxo do passivo.

Investimentos Estruturados – Private Equity / Venture Capital: Os Planos possuem investimentos em fundos que já encontram-se em período de desinvestimentos. A estratégia é de redução gradativa desta carteira, conforme os desinvestimentos destes fundos forem ocorrendo.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: Atualmente os planos possuem um único fundo e a estratégia ficará focada na manutenção da carteira.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: Possuem maior liquidez que os demais ativos do segmento de Investimentos Estruturados. Desta forma, a estratégia é manutenção desta carteira e a Petros não pretende realizar novos investimentos no curto prazo.

Imóveis - Segmento com boa geração de caixa, normalmente, reajustado pela inflação. Será implementada uma estratégia de saída para adequação à legislação.

Empréstimos a Participantes: Avaliação de medidas que facilitem o acesso dos participantes. Entretanto, por se tratar de uma variável não controlável pela Petros o seu volume dependerá de fatores exógenos.

10.3. Tabelas de Alocação – Plano Lanxess

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | % Alvo |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | |
| RENDA FIXA | 46,62% | 45,00% | 80,00% | 67,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 35,24% | 10,00% | 40,00% | 20,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 4,50% | 0,00% | 6,00% | 3,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 9,21% | 0,00% | 8,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 1,54% | 0,00% | 15,00% | 2,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 6,53% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 8,16% | 0,0% | 10,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,5% a.a. | 1,75% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 16,43% | 5,0% | 25,0% |

- Renda Fixa – Inflação**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 15,74% | 20,0% | 70,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 8,40% | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,00% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 6,05% | 0,0% | 10,0% |
| TOTAL | | 30,19% | 25,0% | 70,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBrX | 0,00% | 0,0% | 5,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 3,12% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 32,12% | 10,0% | 40,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 16,09% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 16,03% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 35,24% | 10,0% | 40,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE | IPCA + 7,0% a.a. | 3,83% | 0,0% | 5,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE INVESTIMENTO) | NÃO HÁ | 0,00% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) ¹ | IPCA + 7,0% a.a. | 0,01% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,66% | | |
| TOTAL | | 4,50% | 0,0% | 6,0% |

Imóveis

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| TOTAL IMÓVEIS | IGMI-C | 9,21% | 0,0% | 8,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 6,0% a.a. | 1,54% | 0,0% | 15,0% |

10.4. Tabelas de Alocação – Plano Nitriflex/DSM

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 45,32% | 45,00% | 80,00% | 70,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 36,22% | 10,00% | 40,00% | 18,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 4,62% | 0,00% | 6,00% | 2,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 9,35% | 0,00% | 8,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 1,51% | 0,00% | 15,00% | 2,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 5,60% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 8,40% | 0,0% | 10,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,5% a.a. | 1,80% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 15,80% | 5,0% | 25,0% |

- Renda Fixa – Inflação

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 14,68% | 20,0% | 70,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 8,64% | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,00% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 6,22% | 0,0% | 10,0% |
| TOTAL | | 29,54% | 25,0% | 70,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBrX | 0,00% | 0,0% | 5,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 3,21% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 33,01% | 10,0% | 40,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 16,54% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 16,47% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 36,22% | 10,0% | 40,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE | IPCA + 7,0% a.a. | 3,94% | 0,0% | 5,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE -PERÍODO DE | NÃO HÁ | 0,00% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) ¹ | IPCA + 7,0% a.a. | 0,01% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,67% | 0,0% | 2,0% |
| TOTAL | | 4,62% | 0,0% | 6,0% |

Imóveis

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| TOTAL IMÓVEIS | IGMI-C | 9,35% | 0,0% | 8,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 6,0% a.a. | 1,51% | 0,0% | 15,0% |

11. Política de Investimentos do Plano Petros – Ultrafértil

Patrocinadora: Ultrafértil S/A – Ultrafértil

CNPB: 20.030.026-18

Meta atuarial: IPCA + 5,69% a.a.

11.1 Resultado do Sistema GAP-ALM – Plano Petros – Ultrafértil

O resultado do referido estudo encontra-se no anexo a deste documento.

11.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

O Plano Petros – Ultrafértil encontra-se em fase de pagamento de benefício aos seus participantes. Este processo acentua a necessidade de liquidez nos investimentos para atender as obrigações mensais do Plano. Além disto, o plano apresenta um desequilíbrio econômico-atuarial superior a 20% (posição de fechamento em 2014). Diante deste cenário, está sendo elaborado um plano de equacionamento do déficit.

Desta forma, a política de investimentos do plano será focada na estratégia de priorização de liquidez para fazer frente ao pagamento de benefícios, por meio de compra de títulos públicos indexados à inflação, reduzindo, paulatinamente, sua exposição em ativos mais voláteis como renda variável e investimentos estruturados.

Renda Fixa – Livre de Risco: Para os ativos indexados ao CDI, o foco será na manutenção da carteira nos patamares atuais para cumprir com os pagamentos de benefícios do plano. Daremos ênfase no aumento da carteira de títulos públicos indexados à inflação, devido a melhor previsibilidade da taxa real e o consequente casamento com a meta atuarial. Os títulos públicos adquiridos serão exclusivos ao plano e poderão ser classificados contabilmente como “mantidos até o vencimento” (marcados na curva). Desta forma, a estratégia é aumentar a alocação destes ativos na carteira do plano.

Renda Fixa – Crédito: Manutenção da carteira de crédito dado a falta de liquidez dos ativos no mercado secundário. Cabe aqui citar que, os fluxos dos pagamentos de amortização poderão ser utilizados para nova imunização através da compra de títulos públicos.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: São fundos exclusivos com um pequeno limite de alocação em renda variável que possuem a maior parte dos investimentos alocados em títulos públicos e tem como objetivo superar o CDI. Parte destes recursos poderão ser direcionados para a imunização da carteira dado que são recursos líquidos (caixa).

Renda Variável – Curto Prazo: Deverá ser avaliada a expectativa de curto prazo para a definição de um possível desinvestimento para destinação ao caixa ou imunização da carteira do plano.

Renda Variável - Longo Prazo: Em virtude da necessidade de caixa do plano, daremos início ao processo de desinvestimentos da carteira. O caixa obtido através destes desinvestimentos, será utilizado na aquisição de títulos públicos. Esses ativos poderão ser classificados como “mantidos até o vencimento” (marcados na curva).

Investimentos Estruturados – Private Equity/Venture Capital: O Plano possui investimentos em doze fundos que já encontram-se em período de desinvestimentos. A estratégia é de redução gradativa desta carteira à medida que os desinvestimentos destes fundos forem ocorrendo.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: Atualmente o plano possui um fundo e a estratégia ficará focada na manutenção da carteira.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: Possuem maior liquidez que os demais ativos do segmento de Investimentos Estruturados. Desta forma, a estratégia é manutenção desta carteira e a Petros não pretende realizar novos investimentos no curto prazo.

Imóveis - Por se tratar de um segmento com boa geração de caixa e, normalmente, reajustada pela inflação, não será implementada uma estratégia de saída para o curto prazo.

Empréstimos a Participantes: Avaliação de medidas que facilitem o acesso dos participantes. Entretanto, por se tratar de uma variável não controlável pela Petros o seu volume dependerá de fatores exógenos.

11.3 Tabelas de Alocação – Plano Ultrafértil

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com as diretrizes das Políticas de Investimentos dos Planos Ultrafértil com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 43,65% | 35,00% | 80,00% | 60,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 37,95% | 10,00% | 45,00% | 27,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 4,92% | 0,00% | 7,00% | 3,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 8,48% | 0,00% | 8,00% | 8,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 1,84% | 0,00% | 15,00% | 2,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 2,76% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 8,24% | 0,0% | 10,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,5% a.a. | 1,91% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 12,91% | 5,0% | 20,0% |

- Renda Fixa – Inflação

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 14,96% | 10,0% | 40,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 9,18% | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,00% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 6,60% | 0,0% | 15,0% |
| TOTAL | | 30,74% | 25,0% | 60,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBrX | 0,00% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 3,47% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 34,48% | 10,0% | 40,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 16,98% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 17,50% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 37,95% | 10,0% | 45,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE DESINVESTIMENTO) | IPCA + 7,0% a.a. | 4,19% | 0,0% | 6,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE INVESTIMENTO) | NÃO HÁ | 0,00% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) ¹ | IPCA + 7,0% a.a. | 0,01% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,72% | | |
| TOTAL | | 4,92% | 0,0% | 7,0% |

Imóveis

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| TOTAL IMÓVEIS | IGMI-C | 8,48% | 0,0% | 8,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 6,0% a.a. | 1,84% | 0,0% | 15,0% |

12. Política de Investimentos do Plano Petros – Privatizadas (em processo de retirada)

Seguem abaixo os CNPBs, nome dos Planos e Patrocinadoras a eles relacionados:

| CNPB | Planos | Patrocinadoras |
|---------------|------------------------|---|
| 20.030.025-29 | Plano Petros – PQU | Petroquímica União S/A – PQU |
| 20.030.021-38 | Plano Petros – Braskem | Braskem S/A – Braskem |
| 20.030.022-19 | Plano Petros – Copesul | Companhia Petroquímica do Sul – Copesul |

12.1 Resultado do Sistema GAP-ALM – Planos Petros – Privatizadas (em processo de retirada)

Em virtude do processo de retirada de patrocínio não se faz necessário à elaboração do estudo de ALM haja visto que os valores das reservas matemáticas já foram homologas pelo órgão regulador.

12.2 Tabelas de Alocação – Plano Braskem

A seguir apresentamos a revisão da tabela com as diretrizes das Políticas de Investimentos do Plano Braskem com os limites mínimos e máximos. Reforçamos que o resíduo dos recursos do plano está quase que totalmente alocado em um fundo de liquidez (Fundo Salema) que rende, aproximadamente, 100% da Selic. Sendo assim, será mantida essa estratégia.

- **Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| RENDA FIXA | CDI | 100,00% | 100,0% | 100,0% |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 100,00% | 100,0% | 100,0% |

12.3 Planos PQU e Copesul

Devido ao processo de administração especial desses planos pelo órgão regulador, os mesmos estão desobrigados de elaboração de Políticas de Investimentos, conforme consta no OF. ADESP – 025/2015:

“Queremos comunicar a V.S^a que, devido às suas características peculiares, um plano de benefícios em liquidação está desobrigado de elaborar a Política de Investimentos na forma estabelecida pela Resolução CMN n° 3.792/2009 (...).”

Desse modo, não serão elaboradas políticas de investimentos para esses planos.

13. Política de Investimentos do Plano Petros 2

Cadastro Nacional de Planos de Benefícios (CNPB) nº 2007.0015-19

Meta atuarial: IPCA + 5,66% a.a.

13.1 Resultado do Sistema GAP-ALM – Plano Petros 2

O estudo encontra-se no anexo a deste documento.

13.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

O Plano Petros 2 é constituído na modalidade contribuição variável, que agrega características de planos de contribuição definida (benefício programado calculado em função do saldo acumulado nas contas dos participantes) e características de planos de benefício definido (benefício definido após a concessão e garantias mínimas asseguradas para benefícios de invalidez e morte e também para aposentadoria programada).

O Plano encontra-se em fase de acumulação de recursos com poucos assistidos, por esse motivo, o volume de contribuições normais recebidas anualmente é maior que o volume das despesas previdenciárias. Esse movimento só será revertido após 2040, quando o volume das despesas superará o volume das receitas, onde o plano passará a ter um perfil mais parecido à um plano de Benefício Definido.

Com base nas características elencadas anteriormente, o Plano não possui a necessidade de liquidez imediata favorecendo a possibilidade de alocação em ativos de médio e longo prazo e com maior grau de risco.

A estratégia de investimentos para os próximos 5 (cinco) anos, será focada no volume alocado em títulos públicos indexados à inflação. Poderão, ainda, ocorrer investimentos em outros segmentos, como forma de diversificação do risco do Plano.

Renda Fixa – Livre de Risco: aumento da carteira de títulos públicos, vinculados à inflação, preferencialmente NTN-Bs com possibilidade de classificação contábil de “Títulos levados até o vencimento”.

Renda Fixa – Crédito: as novas alocações em ativos de crédito deverão ser por meio de debêntures com processo de oferta pública, de baixo risco (com *rating* mínimo AA-) e rentabilidade acima da meta atuarial ou título público com *duration* equivalente (dos dois o maior) e com prazo máximo de 10 anos. No caso de debêntures de SPE (Sociedades de Propósito Específico), só serão permitidas aquelas com processo de oferta pública. O somatório da carteira de crédito, ou seja, ativos indexados à inflação mais CDI, não poderão ultrapassar o limite de 8% do patrimônio do plano.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: estratégia focada na redução da parcela alocada nesta carteira, devido à baixa necessidade de caixa no curto prazo.

Renda Variável – Curto Prazo: possível aumento da carteira de curto prazo através da carteira de giro ou dos fundos de ações devido a facilidade de movimentação, capturando assim, as oportunidades de mercado.

Renda Variável – Longo Prazo: O aumento da exposição em investimentos com foco no longo prazo não é prioritário, entretanto, não serão desconsideradas potenciais oportunidades com prioridade para ativos negociados em bolsa.

Investimentos Estruturados – *Private Equity / Venture Capital*: manutenção da carteira. A estratégia será focada nos fundos que possuem capital comprometido e ainda não foram integralizados. Não serão realizadas novas aquisições.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: manutenção da carteira. A estratégia será focada nos fundos que possuem capital comprometido e ainda não foram integralizados. Não serão realizadas novas aquisições.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: manutenção da carteira, com foco na integralização dos fundos já aprovados. Não serão realizadas novas aquisições.

Investimentos no Exterior: Não serão alocados recursos nesse segmento.

Empréstimos a Participantes: Avaliação de medidas que facilitem o acesso dos participantes. Entretanto, por se tratar de uma variável não controlável pela Petros o seu volume dependerá de fatores exógenos.

Imóveis - Em decorrência das dificuldades que o setor vem apresentando no curto / médio prazo, investimentos nesse segmento não é prioritário. Não serão realizados novos investimentos.

13.3 Tabelas de Alocação – Plano Petros 2

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 77,14% | 60,00% | 90,00% | 84,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 11,74% | 0,00% | 20,00% | 8,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 3,97% | 0,00% | 8,00% | 2,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 3,45% | 0,00% | 5,00% | 2,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 3,71% | 0,00% | 15,00% | 4,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 12,96% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 38,64% | 0,0% | 65,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,5% a.a. | 0,00% | 0,0% | 3,0% |
| TOTAL | | 51,60% | 0,0% | 75,0% |

- Renda Fixa – Inflação

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a. | 18,48% | 20,0% | 90,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 3,36% | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a. | 0,00% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a. | 3,70% | 0,0% | 8,0% |
| TOTAL | | 25,54% | 20,0% | 90,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBX 100 | 0,27% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 0,36% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 11,11% | 0,0% | 15,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 6,97% | | |
| <i>sem negociação em bolsa ou restrição de venda</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 4,14% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 11,74% | 0,0% | 20,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE DESINVESTIMENTO) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,66% | 0% | 5,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE INVESTIMENTO) | NÃO HÁ | 0,96% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,84% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 1,51% | | 5,0% |
| TOTAL | | 3,97% | 0,0% | 8,0% |

Imóveis

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| TOTAL IMÓVEIS | IGMI-C | 3,45% | 0,0% | 5,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 6% a.a. | 3,71% | 0,0% | 15,0% |

14. Política de Investimentos do Plano Geral Administrativo - PGA

Cadastro Nacional de Planos de Benefícios (CNPB): 99.700.000-00

Índice de Referência: 115% do CDI

14.1 Resultado do Sistema GAP-ALM do PGA

Em decorrência da característica do plano, não existe a necessidade da elaboração de um estudo de ALM. O Plano conta com outras ferramentas de avaliação de necessidade de liquidez.

14.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

Para o Plano de Gestão Administrativa – PGA a estratégia de investimentos está diretamente relacionada com o fluxo de despesas e receitas da Petros. Com o aumento no volume das despesas, a estratégia será focada no aumento da liquidez dos ativos e no curto prazo.

Renda Fixa – Livre de Risco: com o aumento da necessidade de liquidez, é necessário manter parte da carteira em investimentos líquidos, que são normalmente vinculados ao CDI. Para a parcela indexada à inflação o foco é o aumento da carteira de títulos públicos, preferencialmente com vencimentos no curto e médio prazo.

Renda Fixa – Crédito: Continuidade da estratégia de priorização de investimentos indexados à inflação devido a melhor previsibilidade da taxa real e o consequente casamento com a meta atuarial. As novas alocações em ativos de crédito serão realizadas em ativos de emissão por empresas de grande porte, de baixo risco (com *rating* mínimo A- emitido por agência internacional de rating) e rentabilidade acima da meta atuarial. Para os demais ativos, será necessário o encaminhamento para deliberação do Conselho Deliberativo, independente do volume ofertado. O somatório da carteira de crédito, ou seja, ativos indexados à inflação mais CDI, não poderão ultrapassar o limite de 15% do patrimônio do plano. Para que ocorram novos investimentos em ativos de crédito, será necessária a continuidade da recomposição do caixa do Plano. Os recursos para implementação dessa estratégia serão resultado da política de desinvestimento da carteira de renda variável de longo prazo e fluxo dos ativos de crédito.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: São fundos exclusivos com um pequeno limite de alocação em renda variável que possuem a maior parte dos investimentos alocados em títulos públicos e tem como objetivo superar o CDI.

Renda Variável – Curto Prazo: aumento de curto prazo que poderá ser realizada por intermédio da carteira de giro ou dos fundos de ações devido a facilidade de movimentação, capturando assim, as oportunidades de mercado.

Renda Variável – Longo Prazo: investimentos nesta carteira não são prioritários, em decorrência do perfil do plano.

Investimentos Estruturados – Private Equity / Venture Capital - a estratégia será focada na integralização dos fundos já aprovados, sem aquisição de novos fundos.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: a estratégia será focada na integralização dos fundos já aprovados, sem aquisição de novos fundos.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: a estratégia será focada na manutenção da carteira atual, sem aquisição de novos fundos.

Investimentos no Exterior: Não será alocado recurso nesse segmento.

Imóveis: Será realizada a manutenção da carteira atual, sem aquisição de novos ativos.

14.3 Tabelas de Alocação – Plano PGA

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com as diretrizes das Políticas de Investimentos do Plano PGA com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 60,49% | 45,00% | 100,00% | 78,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 34,03% | 20,00% | 35,00% | 20,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 3,74% | 0,00% | 5,00% | 0,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 1,74% | 0,00% | 3,00% | 2,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|---------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 20,17% | 0,0% | 50,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 25,25% | 0,0% | 50,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,5% a.a. | 1,44% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 46,86% | 30,0% | 80,0% |

- **Renda Fixa – Inflação**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos (a vencimento) | IPCA + 6% a.a | 3,13% | 0,0% | 30,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 6,96% | | |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 3,54% | 0,0% | 10,0% |
| TOTAL | | 13,63% | 0,0% | 30,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBX 100 | 0,89% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 4,12% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 29,03% | 0,0% | 35,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 22,95% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 6,08% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 34,03% | 5,0% | 35,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE DESINVESTIMENTO) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,00% | 0% | 5,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE INVESTIMENTO) | NÃO HÁ | 3,19% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,01% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,54% | | |
| TOTAL | | 3,74% | 0,0% | 5,0% |

Imóveis

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| TOTAL IMÓVEIS | IGMI-C | 1,74% | 0,0% | 3,0% |

15. Política de Investimentos do Plano TAP

Cadastro Nacional de Planos de Benefícios (CNPB): 2002.0038-74

Meta atuarial: IPCA + 5,35% a.a.

15.1 Resultado do Sistema GAP-ALM do Plano TAP

O estudo encontra-se anexo a este documento.

15.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

Considerando a curva do passivo e a característica do Plano, a adoção de uma estratégia de maior imunização da carteira de investimentos, com redução da parcela com maior exposição ao risco e por consequência menor volatilidade para o Plano, poderá ser implementada. Cabe citar que a implementação desta estratégia deverá ser realizada em conjunto com uma análise da necessidade de caixa do Plano.

Desta forma, a estratégia de investimentos será focada no aumento da parcela de Títulos Públicos Federais indexados à inflação com possibilidade de classificação contábil de “levados até o vencimento”.

Renda Fixa – Livre de Risco: aumento da carteira de títulos públicos, preferencialmente NTN-Bs com possibilidade de classificação contábil de “Títulos levados até o vencimento”.

Renda Fixa - Crédito: aumento da carteira de ativos de crédito, exclusivamente por meio da aquisição de debêntures de grandes empresas, conhecidas como *Corporate*, com regime de colocação de oferta pública, baixo risco de crédito e rentabilidade-alvo acima da rentabilidade de títulos públicos com *duration* equivalente. As novas alocações em ativos de crédito deverão estar dentro do prazo máximo de 10 anos com *duration* máxima de 5 anos.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: Considerando a estratégia de imunização da carteira de investimentos, a estratégia para esta carteira será de redução do percentual alocado.

Renda Variável – Curto Prazo: manutenção com possibilidade de redução da carteira, considerando a estratégia de imunização, através de Títulos Públicos Federais. A estratégia de renda variável será realizada através da Carteira de Giro.

Renda Variável – Longo Prazo: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Investimentos Estruturados – Private Equity / Venture Capital: Não serão realizadas novas aquisições de Fundos.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: Não serão realizadas novas aquisições de Fundos. A estratégia será focada na integralização do capital comprometido ou necessidades eventuais de caixa para os fundos já aprovados.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Investimentos no Exterior: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Empréstimos a Participantes: Não há previsão para empréstimos à Participantes. Aguardando posição da Patrocinadora quanto a essa questão. Avaliação de medidas que facilitem o acesso dos participantes. Entretanto, por se tratar de uma variável não controlável pela Petros, o seu volume dependerá de fatores exógenos.

Imóveis: Em virtude da liquidez restrita e do volume total do Plano, não serão realizados investimentos nesta carteira.

15.3 Tabelas de Alocação – Plano TAP

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | % Alvo |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | |
| RENDA FIXA | 81,87% | 50,00% | 100,00% | 90,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 17,85% | 5,00% | 20,00% | 10,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 0,28% | 0,00% | 1,00% | 0,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,00% | 0,00% | 15,00% | 0,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|---------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 4,0% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 70,4% | 0,0% | 80,0% |
| CRÉDITO | CDI + 1,50% a.a. | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 74,4% | 30,0% | 95,0% |

- **Renda Fixa – Inflação**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 0,00% | 0,0% | 80,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | 5,00% | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 2,6% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 7,6% | 0,0% | 80,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBX 100 | 17,9% | 0,0% | 20,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 0,0% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 0,0% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 0,0% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 17,9% | 0,0% | 20,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE DESINVESTIMENTO) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE INVESTIMENTO) | NÃO HÁ | 0,0% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,3% | | 1,0% |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,0% | | 0,0% |
| TOTAL | | 0,3% | 0,0% | 1,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 6,0% a.a. | 0,0% | 0,0% | 15,0% |

16. Política de Investimentos do Plano Sanasa

Cadastro Nacional de Planos de Benefícios (CNPB): 20.040.026-38

Meta atuarial: IPCA + 5,51% a.a.

16.1 Resultado do Sistema GAP-ALM

O estudo encontra-se anexo a este documento.

16.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

O Plano Sanasa é constituído na modalidade contribuição variável, que agrega características de planos de contribuição definida (benefício programado calculado em função do saldo acumulado nas contas do participante) e características de planos de benefício definido (benefício definido após a concessão e garantias mínimas asseguradas para benefícios de invalidez e morte e também para aposentadoria programada).

O Plano encontra-se em fase de acumulação de recursos com poucos assistidos, por esse motivo, o volume de contribuições normais recebidas anualmente é maior que o volume das despesas previdenciárias. Esse movimento será revertido em 2019, quando o volume das despesas superará o volume das receitas, onde o plano passará a ter um perfil mais parecido à um plano de Benefício Definido.

Com base nas características elencadas anteriormente, a estratégia de investimentos será focada no aumento da parcela de Títulos Públicos Federais indexadas à inflação com possibilidade de classificação contábil de “títulos levados até o vencimento”.

Renda Fixa – Livre de Risco: criação de uma carteira de títulos públicos, preferencialmente NTN-Bs com possibilidade de classificação contábil de “títulos levados até o vencimento”.

Renda Fixa - Crédito: criação de carteira de ativos de crédito, exclusivamente por meio da aquisição de debêntures de grandes empresas, conhecidas como *Corporate*, com regime de colocação de oferta pública, baixo risco de crédito e rentabilidade-alvo acima da rentabilidade de títulos públicos com *duration* equivalente. As novas alocações em ativos de crédito deverão estar dentro do prazo máximo de 10 anos com *duration* máxima de 10 anos.

Renda Fixa – Fundos Multimercados: Considerando a estratégia de imunização da carteira de investimentos, a estratégia para esta carteira será de redução do percentual alocado.

Renda Variável – Curto Prazo: criação de uma carteira de Giro com o objetivo de diversificação.

Renda Variável – Longo Prazo: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Investimentos Estruturados – Private Equity / Venture Capital: Não serão realizadas novas aquisições de Fundos.

Investimentos Estruturados - FIP's Governança: Não serão realizadas novas aquisições de Fundos.

Investimentos Estruturados – Fundos Imobiliários: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Investimentos Estruturados – Fundos Multimercado: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Investimentos no Exterior: Não serão realizados investimentos nesta carteira, considerando as características do plano.

Empréstimos a Participantes: Avaliação de medidas que facilitem o acesso dos participantes. Entretanto, por se tratar de uma variável não controlável pela Petros o seu volume dependerá de fatores exógenos.

Imóveis: Em virtude da liquidez restrita e do volume total do Plano, não serão realizados investimentos nesta carteira.

16.3 Tabelas de Alocação – Plano Sanasa

A seguir apresentamos a revisão das tabelas com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 99,20% | 60,00% | 100,00% | 89,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 0,00% | 0,00% | 15,00% | 10,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,80% | 0,00% | 15,00% | 1,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós-Fixados**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 0,0% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 99,2% | 0,0% | 100,0% |
| CRÉDITO | CDI +1,5% a.a. | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 99,2% | 30,0% | 100,0% |

- Renda Fixa – Inflação**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 0,0% | 0,0% | 80,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 0,0% | 0,0% | 80,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBX 100 | 0,0% | 0,0% | 15,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 0,0% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 0,0% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 0,0% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 0,0% | 0,0% | 15,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE | IPCA + 7,0% a.a. | 0,00% | 0% | 0,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE | NÃO HÁ | 0,00% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,00% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6,0% a.a. | 0,0% | | |
| TOTAL | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | IPCA + 7% a.a. | 0,8% | 0,0% | 15,0% |

17. Políticas de Investimentos dos planos de Contribuição Definida (CD)

Seguem abaixo os Cadastros Nacionais de Planos de Benefícios (CNPBs) e os nomes dos Planos de Contribuição Definida:

| Empresas Estatais / Privadas | | |
|------------------------------|---------------|---------------|
| Nome do Plano | C.N.P.B. | Meta Atuarial |
| Plano de Previdência Repsol | 19.990.031-11 | 5,50% |
| Plano Cachoeira Dourada | 20.000.059-18 | 5,50% |
| Plano TRANSPETRO* | 20.000.073-92 | 5,50% |
| Plano CONCEPA * | 20.010.004-56 | 5,50% |
| Plano ALESAT** | 20.020.004-92 | 5,50% |
| Plano Triunfo Vida* | 20.020.008-83 | 5,50% |
| Plano IBP | 20.020.019-11 | 5,51% |
| Plano CopesulPrev* | 20.040.017-47 | 5,50% |
| Plano FIEPEprev | 20.050.065-56 | 5,18% |
| Plano Termoprev | 20.060.005-11 | 5,51% |
| Plano PTAPrev | 20.080.027-56 | 5,51% |
| Plano PrevFIEPA** | 20.080.031-83 | 5,50% |
| Plano de PREVFIEA | 20.090.033-65 | 5,50% |
| Plano GasPrev | 20.100.004-47 | 5,50% |
| Plano Petro RG | 20.100.015-83 | 5,50% |
| Plano Liquigás | 20.100.025-47 | 5,50% |
| Plano SULGASPREV | 20.100.040-19 | 5,50% |
| Plano Manguinhos* | 20.050.019-29 | 5,50% |
| Plano EldoradoPrev | 20.150.008-11 | 5,50% |

| Instituidores | | |
|--------------------|---------------|---------------|
| Nome do Plano | C.N.P.B. | Meta Atuarial |
| Plano SIMEPREV | 20.040.013-56 | 5,50% |
| Plano IBAPrev | 20.040.023-11 | 5,50% |
| Plano CULTURAPREV* | 20.040.025-65 | 5,50% |
| Plano SinMed/RJ | 20.050.007-11 | 5,50% |
| Plano CROprev | 20.050.004-11 | 5,50% |
| Plano CRAPrev | 20.060.012-56 | 5,50% |
| Plano ADUANAPrev** | 20.070.039-29 | 5,50% |
| Plano ANAPARprev | 20.080.008-18 | 5,51% |
| Plano PREVITTEL* | 20.080.015-41 | 5,50% |
| Plano PreviContas | 20.090.003-74 | 5,50% |
| Plano FENAJprev* | 20.090.006-92 | 5,50% |
| Plano PREV-ESTAT* | 20.090.019-74 | 5,50% |
| Plano CRCprev | 20.090.027-92 | 5,50% |
| Plano Previtália* | 20.090.030-47 | 5,50% |
| Plano PREVTRAN** | 20.100.041-83 | 5,50% |
| Plano EsportePrev* | 20.100.056-19 | 5,50% |

*Planos em Processo de Retirada de Patrocínio.

** Planos em processo de transferência de gestão.

17.1 Resultado do Sistema GAP-ALM – Planos de Contribuição Definida (CD)

Em decorrência da quantidade de planos em processo de transferência / retirada manteremos uma gestão conservadora, não sendo necessário, neste momento, estudos de ALM.

17.2 Diretrizes para Alocação de Recursos

Atualmente as estratégias adotadas pelos planos são conservadoras, sendo a maior parte aplicada nos fundos Multimercados Moderado. Para os Planos em processo de retirada essa alocação deve ser mantida. Uma alocação em ativos que não sejam de renda fixa poderá ser efetuada de acordo com condições favoráveis de mercado e volume de cada Plano.

A alocação no segmento de empréstimos, dependerá as condições estabelecidas entre as Patrocinadoras e Instituidores e a Petros. O volume de alocação é uma variável não controlável pela Petros e dependerá de fatores exógenos.

17.3. Tabelas de Alocação – Planos de Contribuição Definida (CD)

A seguir apresentamos as tabelas com as diretrizes das Políticas de Investimentos dos Planos CD's com os limites mínimos, máximos e *benchmarks*. Reforçamos que os horizontes dos limites máximos e mínimos e alocação alvo são diretrizes / parâmetros para os próximos 5 (cinco) anos, compatíveis com estratégias de longo prazo que maximizam a rentabilidade e as obrigações dos respectivos planos administrados pela Petros.

Alocação Global

| SEGMENTOS | % invest | 2016/2020 | | |
|-----------------------------|----------|-----------|---------|--------|
| | | %Mínimo | %Máximo | % Alvo |
| RENDA FIXA | 99,60% | 60,00% | 100,00% | 99,00% |
| RENDA VARIÁVEL | 0,00% | 0,00% | 10,00% | 0,00% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| INVESTIMENTOS NO EXTERIOR | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| IMÓVEIS | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| EMPRÉSTIMOS A PARTICIPANTES | 0,40% | 0,00% | 15,00% | 1,00% |

Renda Fixa

- Renda Fixa – Pré e Pós Fixados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|----------------------|---------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | CDI | 0,0% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | 115% do CDI | 99,6% | 0,0% | 100,0% |
| CRÉDITO | CDI +1,5% a.a. | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 99,6% | 30,0% | 100,0% |

- **Renda Fixa – Inflação**

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| LIVRE DE RISCO | | | | |
| Títulos Públicos a vencimento | IPCA + 6% a.a | 0% | 0,0% | 15,0% |
| Títulos Públicos a mercado | IMA-B 5 + | | | |
| FUNDOS MULTIMERCADOS | IMA-B + 0,5% a.a | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CRÉDITO | IPCA + 6,25% a.a | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| TOTAL | | 0,0% | 0,0% | 15,0% |

Renda Variável

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|--------------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| CARTEIRA DE GIRO | IBX 100 | 0,0% | 0,0% | 10,0% |
| FUNDO DE AÇÕES | IBX100 + 1,0% a.a. | 0,0% | | |
| CARTEIRA DE PARTICIPAÇÕES | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| <i>com negociação em bolsa</i> | IBX100 + 0,5% a.a. | 0,0% | | |
| <i>sem negociação em bolsa</i> | IPCA + 7,0% a.a. | 0,0% | | |
| TOTAL RENDA VARIÁVEL | | 0,0% | 0,0% | 10,0% |

Investimentos Estruturados

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|---|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE | IPCA + 7,0% a.a. | 0,0% | 0% | 0,0% |
| INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS (PARA FIP/FIEE - PERÍODO DE | NÃO HÁ | 0,0% | | |
| FIPs (GOVERNANÇA) | IPCA + 7,0% a.a. | 0,0% | | |
| FUNDOS IMOBILIÁRIOS | IPCA + 6% a.a. | 0,0% | | |
| TOTAL | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Empréstimos

| INVESTIMENTOS | Benchmark 2016/2020 | % INVEST | 2016/2020 | |
|-----------------------------|------------------------|----------|-----------|----------|
| | | | % Mínimo | % Máximo |
| EMPRESTIMOS A PARTICIPANTES | Taxa pré 15,0% a.a. | 0,4% | 0,0% | 15,0% |