

PARECER TÉCNICO

**TROCA DE INDEXADOR
IGP-M PARA IPCA OU INPC
AGOSTO DE 2021**

1. ESCOPO DO TRABALHO

Este parecer tem como tema central analisar o atual indexador do Plano Misto de Benefícios Previdenciários da BASES, o IGP-M, bem como sua sustentabilidade ao longo do tempo e contextualizando a mesma análise para os índices de preços IPCA e INPC e seu comportamento em caso de troca de indexador.

O parecer iniciará analisando os principais índices de preços, IGP-M, IPCA e INPC, suas características como indexador no passado e expectativas para o futuro, se eles cumprem o papel de corrigir o benefício dos participantes do Plano, em especial os Assistidos, em relação ao custo de vida da sociedade.

Na sequência, será analisado a disponibilidade de ativos no mercado financeiro para cada indexador, e as possibilidades de utilizar derivativos em casos específicos, com o objetivo de simular carteiras de investimentos que consigam superar a meta atuarial no decorrer do tempo.

Por fim, observar o que diz a legislação vigente quanto a troca de indexador e considerações finais.

2. ÍNDICES DE PREÇOS

a) ÍNDICE GERAL DE PREÇOS – MERCADO (IGP-M)

O IGP-M é um índice de preços com divulgação mensal da Fundação Getúlio Vargas calculado pelo Instituto Brasileiro de Economia (FGV IBRE), sendo um dos primeiros índices do mercado brasileiro, com sua série mais ampla iniciada em 1940, e o formato atual iniciado em 1989.

O índice é composto por outros três subíndices, são eles, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) representando 60%, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) 30% e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) com 10%, todos calculados pela FGV IBRE.

Contempla sete cidades, Belo Horizonte, Brasília, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, São Paulo e Salvador, avaliando 310 itens de uma cesta de consumo com base em estudos do IBGE, em uma faixa de renda que compreende entre 1 até 33 salários mínimos.

b) ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO (IPCA)

O IPCA é um índice de preços com divulgação mensal, com prévia quinzenal (IPCA-15), elaborado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), criado para ser o principal e oficial índice brasileiro após a estabilização da hiperinflação e implementação do Plano Real, iniciou em 1995.

Para definir a meta de inflação e a taxa básica de juros, as autoridades monetárias brasileiras, Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BCB), utilizam o IPCA como índice oficial.

Contempla dezesseis cidades, Belém, Fortaleza, Grande Vitória, Curitiba, Rio Branco, São Luiz, Aracaju, Campo Grande, Goiânia, Belo Horizonte, Brasília, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, São Paulo e Salvador, avaliando 377 itens de uma cesta de consumo com base em estudos do próprio IBGE, em uma faixa de renda que compreende entre 1 até 40 salários mínimos.

c) ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR (INPC)

O INPC é um índice de preços com divulgação mensal, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), criado para orientar os reajustes salariais dos trabalhadores de baixa renda após a estabilização da hiperinflação e implementação do Plano Real, iniciou em 1995.

Contempla dezesseis cidades, Belém, Fortaleza, Grande Vitória, Curitiba, Rio Branco, São Luiz, Aracaju, Campo Grande, Goiânia, Belo Horizonte, Brasília, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, São Paulo e Salvador,

avaliando 367 itens de uma cesta de consumo com base em estudos do próprio IBGE, em uma faixa de renda que compreende entre 1 até 5 salários mínimos.

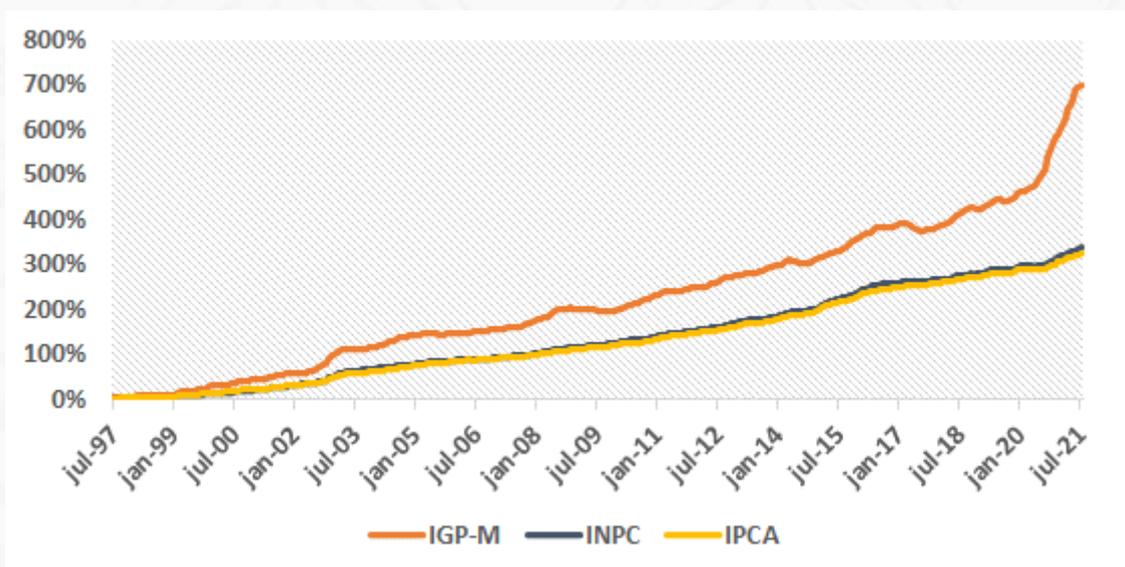
TABELA 1. ÍNDICES DE PREÇOS

	IGP-M	IPCA	INPC
ELABORAÇÃO	FGV IBRE	IBGE	IBGE
PERIODICIDADE	MENSAL	QUINZENAL	MENSAL
REGIÕES ABRANGIDAS	7 CIDADES	16 CIDADES	16 CIDADES
ITENS ABRANGIDOS	310	377	367
FAIXA DE RENDA (SALÁRIOS MÍNIMOS)	1 ATÉ 33	1 ATÉ 40	1 ATÉ 5
PARTICIPA DO RELATÓRIO FOCUS	SIM	SIM	NÃO
UTILIZADO PELO BANCO CENTRAL	NÃO	SIM	NÃO
INDEXA TÍTULOS PÚBLICOS VIGENTE	NÃO	SIM	NÃO
INDEXA TÍTULOS PRIVADOS	SIM	SIM	SIM
POSSUI INSTRUMENTO DE SWAP PADRONIZADO NA B3	NÃO	SIM	NÃO

FONTE: FGV IBRE, IBGE, B3, jul/21, elaboração i9Advisory.

Comparando o retorno histórico dos três índices, percebe-se que IPCA e INPC andam no mesmo passo, quase não existe diferença entre eles no retorno acumulado de longo prazo. Por outro lado, o IGP-M claramente se descola de seus pares, mais que o dobro no acumulado histórico, conforme gráfico a seguir.

GRÁFICO 1. ÍNDICES DE PREÇOS

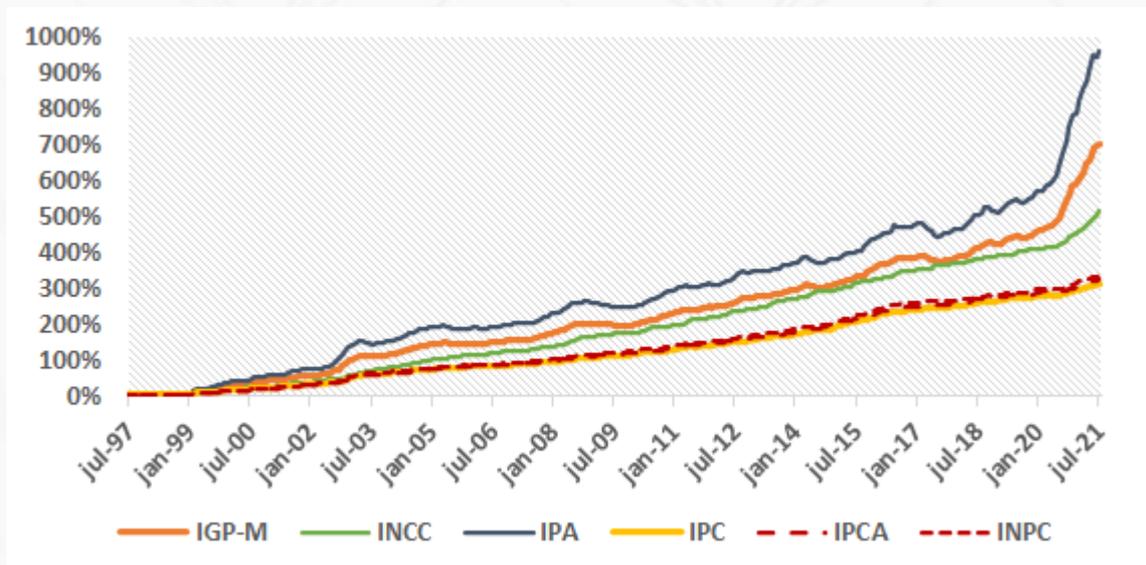


FONTE: FGV IBRE, IBGE, jul/21, elaboração i9Advisory.

Entrando no detalhe do IGP-M, como este é composto por outros subíndices (60% IPA + 30% IPC + 10%

INCC), é necessário observar o que pressiona tanto o índice.

GRÁFICO 2. ÍNDICES DE PREÇOS E SUBÍNDICES



FONTE: FGV IBRE, IBGE, jul/21, elaboração i9Advisory.

No gráfico acima, fica claro que a pressão maior que o IGP-M possui, vem do IPA, o subíndice que mede a variação de preços ao produtor amplo. Se observar a parte do IGP-M que contempla a variação de preços para o consumidor (IPC), percebe-se que este subíndice caminha lado a lado com IPCA e INPC.

A composição do IPA é pautada em produtos para o produtor, e boa parte desta cesta de bens e produtos é composta por *commodities* ou bens e produtos com preços dolarizados, o que traz ao IPA uma forte correlação com o dólar, consequentemente, a correlação prevalece para o IGP-M.

Olhando a usabilidade do IGP-M como índice de correção para valores mobiliários e imobiliários internos, dentre seus pares, ele é o mais distante da realidade brasileira. Esta situação ficou mais clara nos últimos dois anos, no qual o IGP-M acumulou alta de mais 46%, enquanto, IPCA e INPC ficaram próximos de 12%, quase quatro vezes a mais.

Analisando anualmente os índices, o IGP-M na média histórica, apresenta retorno de 2,66 pontos percentuais acima do IPCA e 2,50 pontos percentuais acima do INPC, acréscimo percentual considerável na hora de montar a carteira de investimento.

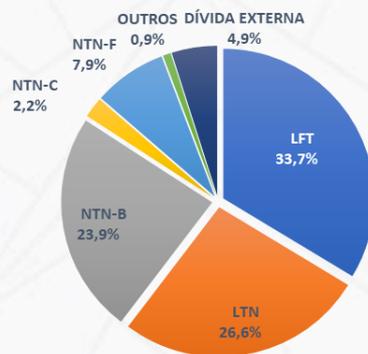
Dado a proximidade de IPCA e INPC na série histórica, o IPCA possui algumas vantagens, como divulgação quinzenal, projeções de mercado copiladas pelo Banco Central do Brasil, índice de inflação oficial e indexador das NTN-Bs.

3. ATIVOS DISPONÍVEIS PARA CADA ÍNDICE DE PREÇOS

No mercado brasileiro, é comum ativos financeiros indexados à índices de preços, reflexo do nosso histórico de inflação elevada, o que leva os investidores a demandarem estes títulos.

Dentre os títulos públicos, a Nota do Tesouro Nacional Série B (NTN-B) é indexado pelo IPCA, e a Nota do Tesouro Nacional Série C (NTN-C) é indexada pelo IGP-M, todavia, esta última, o Tesouro Nacional descontinuou, não há mais emissões de NTN-Cs, somente um vencimento permanece no mercado, a NTN-C 01/2031.

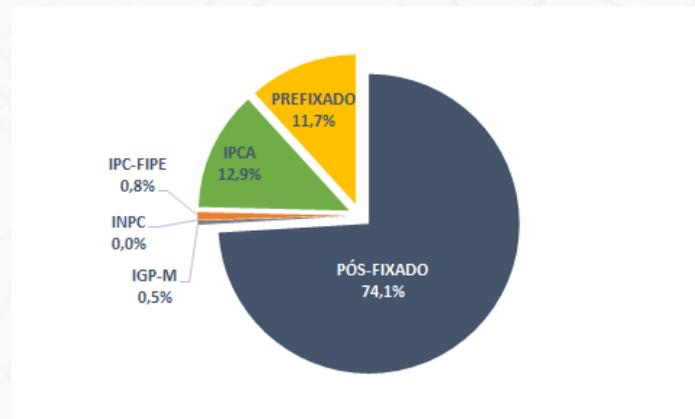
GRÁFICO 3. DISTRIBUIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA EM PODER DO PÚBLICO



FONTE: Tesouro Nacional, em <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/estoque>, elaboração i9Advisory.

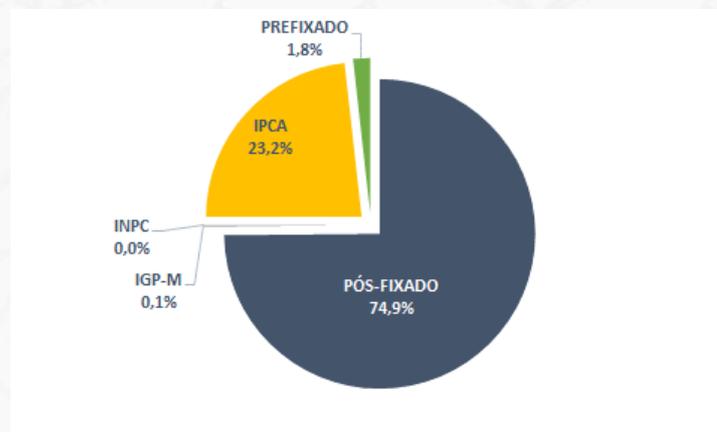
Nos títulos privados de captação de instituições financeiras, em especial as Letras Financeiras (LF), o estoque atual possui 14,2% de LFs indexadas aos índices de preços, sendo 12,91% em IPCA, conforme gráfico a seguir, e um pequeno percentual em IGP-M.

Distribuição semelhante é observada nos demais títulos de captação de instituições financeiras, como CDB, RDB etc.

GRÁFICO 4. DISTRIBUIÇÃO DAS LETRAS FINANCEIRAS EM PODER DO PÚBLICO

FONTE: B3, elaboração i9Advisory.

Na parcela de títulos privados de empresas, as debêntures são os expoentes deste mercado, e na análise de indexador do estoque atual, percebe-se que 23,16% estão atreladas à índices de preços, sendo 23,02% em IPCA, e somente 0,14% em IGP-M, conforme gráfico a seguir.

GRÁFICO 5. DISTRIBUIÇÃO DAS DEBÊNTURES EM PODER DO PÚBLICO

FONTE: Anbima, em http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadados/estoque/estoquepor_f.asp?op_Rel=Indexadores, elaboração i9Advisory.

Dos principais títulos de renda fixa, fica claro que dentre os indexados à índices de preços, o IPCA é majoritariamente a escolha dos emissores, seja instituição financeira, empresas e o Tesouro Nacional, enquanto, o IGP-M possui participação tímida no estoque de ativos.

De todo modo, existe a possibilidade de trocar o indexador de qualquer ativo financeiro através do uso de derivativos. No caso do IPCA, a B3 possui o Futuro de Cupom de IPCA (DAP), um derivativo padrão com altíssima liquidez, e custo baixo, muito usual no mercado de crédito privado, no qual, gestores usam para trocar

indexador de CDI para IPCA, negociado em bolsa, sem a necessidade de balcão.

Há alguns anos, também existia o Futuro de Cupom de IGP-M (DDM), na antiga BMF&Bovespa. Todavia, o derivativo padrão foi descontinuado por baixa usabilidade pelo mercado financeiro. Agora, para trocar o indexador de qualquer ativo para IGP-M, é necessário utilizar o Swap, derivativo também organizado pela B3.

No caso do Swap, como não é um derivativo padrão IGP-M, a negociação acontece no mercado de balcão organizado, com a BASES cotando o preço justo com alguns *players* de mercado, que são as instituições financeiras, e neste caso, o custo é muito mais elevado e possui pouquíssima liquidez, sem citar o processo operacional, que não é simples e pode encarecer ainda mais o tramite.

Todos estes instrumentos de derivativos citados são permitidos pela Resolução CMN n° 4.661, com algumas regras de depósito de margem e registro de operações na B3.

Todos os instrumentos utilizados para IPCA servem também para INPC, dado a proximidade dos dois índices no longo prazo.

4. COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS PLANO

No capítulo anterior, foi discorrido sobre os ativos considerados de RENDA FIXA, de acordo com a Resolução CMN nº 4.661, que rege os fundos de pensão, para a composição de uma carteira com índice de correção IGP-M, IPCA e INPC.

Iniciando pelo IGP-M, atual indexador do Plano, como foi visto, não há mais títulos públicos vinculados a este índice, e títulos privados, sejam eles de instituições financeiras ou empresas, o estoque atual é minúsculo.

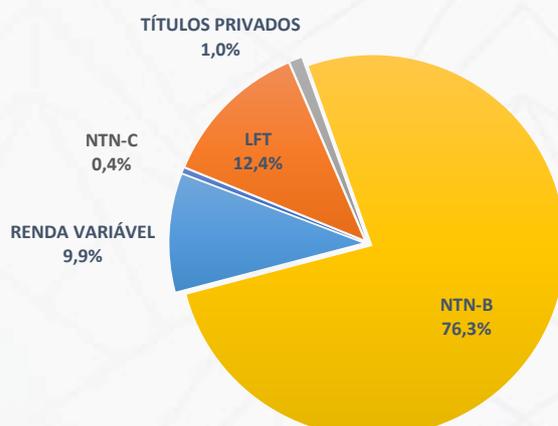
Para compor a parcela RENDA FIXA, a saída seria compor por ativos indexados ao IPCA, que são extremamente próximos ao INPC, ou pós-fixados com a troca do indexador via DAP, que no fim, também geraria uma exposição IPCA, descartando aqui a opção do instrumento Swap para IGP-M, dado suas dificuldades operacionais.

Como apresentado anteriormente, o IGP-M possui um retorno médio histórico de 2,50 pontos percentuais acima do INPC, e na parcela de RENDA FIXA, dado o mercado atual e suas expectativas futuras, não é possível entregar tal prêmio através dos produtos disponíveis, este retorno adicional deverá vir de outro segmento.

A meta atuarial do Plano é de IGP-M + 4,09% ao ano, ou seja, dado o exposto acima, seria equivalente a aproximadamente INPC + 6,59% ao ano no longo prazo. Posto isto, pode-se simular uma carteira que consiga entregar este retorno no longo prazo.

Primeiramente, é necessário observar a carteira atual do Plano Misto, e quanto esta carteira pode entregar de retorno no longo prazo e seu risco medido pela volatilidade anualizada e *value-at-risk*.

GRÁFICO 6. CARTEIRA BASES PLANO MISTO

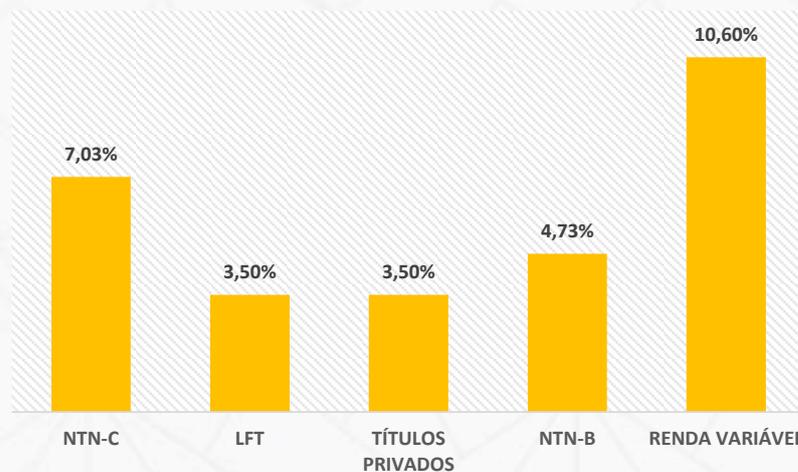


FONTE: BASES e i9Advisory, elaboração i9Advisory.

Nota-se que 89% dos ativos estão em títulos públicos, majoritariamente NTN-Bs com 76%, e somente um vencimento em NTN-C (o único que ainda existe no mercado brasileiro), com menos de 0,4%%.

Considerando o cenário para inflação e taxa básica de juros do Relatório Focus, cenário de renda variável considerando a metodologia do *Equity Risk Premium*, de Aswath Damodaran e considerando a taxa atual dos títulos públicos, esta carteira está projetada para rentabilizar INPC + 5,16% ou IGP-M + 2,50% utilizando o prêmio histórico do IGP-M sobre o INPC.

GRÁFICO 7. CARTEIRA BASES PLANO MISTO - RETORNO REAL SOBRE O INPC NO LONGO PRAZO



FONTE: BASES e i9Advisory, elaboração i9Advisory.

No gráfico acima, fica claro que o único ativo que consegue superar o IGP-M + 4,09% ou INPC + 6,59% no longo prazo são as ações, consideradas no segmento de renda variável, ativo este que possui alto risco de mercado. a NTN-C também apresenta retorno real acima da meta, todavia, como foi mostrado anteriormente, não existe mais emissão de NTN-C.

Antes de finalizar esta simulação, o prêmio histórico do IGP-M sobre o INPC de 2,50 pontos percentuais considera o período mais recente, da pandemia da COVID-19, no qual, o IGP-M apresentou uma variação quatro vezes a do INPC, aumentando consideravelmente a média histórica de prêmio para cima.

Removendo o período compreendido entre janeiro de 2020 até julho de 2021, o prêmio médio histórico do IGP-M cai para 1,62 pontos percentuais, ou seja, a meta atuarial de IGP-M + 4,09% é o mesmo que INPC + 5,71% no longo prazo.

Simulando esta nova situação, o Plano Misto deveria alocar mais de 20% em renda variável, reduzindo

dos segmentos que apresentam menores retornos reais, para a carteira apresentar retorno de longo prazo equivalente a INPC + 5,71%, e, portanto, superar a meta.

Pelo lado do risco da carteira, a volatilidade anual sairia dos atuais 2,65% para 6,25%, um aumento significativo de risco, mesmo considerando todos os títulos públicos marcados na curva.

Sem contar que, a Política de Investimentos vigente do Plano limita a 20% a alocação em renda variável.

Posto isto, manter a meta atuarial indexada ao IGP-M traz alguns problemas de sustentabilidade de retorno nos médio e longo prazos.

Primeiro, não existe mais títulos públicos indexados ao IGP-M, e atualmente, títulos públicos são 89% da carteira do Plano Misto.

Em segundo lugar, os títulos privados indexados ao IGP-M são escassos, e utilizar o instrumento de Swap em larga escala é muito caro, ilíquido e pode se revelar ineficiente no decorrer do tempo.

Por fim, as diversas classes de ativos disponíveis no mercado local não possuem expectativa de rentabilizar o que a meta atuarial propõe, com exceção da renda variável, que aumentaria drasticamente o risco de mercado no curto prazo, com alta probabilidade de agravar desequilíbrios entre ativo e passivo atuarial.

5. LEGISLAÇÃO

Em 30 de março de 2021, o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), regulador das EFPCs, publicou a Resolução CNPC nº 40, no qual dispõe sobre diversas normas e procedimentos dos Plano de benefícios.

Dentre estas normas, o artigo 4, inciso V diz que “o regulamento de plano de benefícios deverá dispor sobre: (...) a base e formas de cálculo e de pagamento, bem como o critério de atualização dos benefícios”, e na sequência, no parágrafo segundo deste mesmo artigo, diz o seguinte “o critério de atualização dos benefícios, de que trata o inciso V do caput deste artigo, poderá ser modificado, inclusive para benefícios concedidos, mediante: I - elaboração de estudo técnico que demonstre a necessidade de mudança do critério de atualização, bem como a adequação econômica, financeira e atuarial do índice proposto”, papel representado pelo presente documento, e continua “II - ampla divulgação aos participantes e assistidos, com antecedência mínima de cento e oitenta dias do envio da proposta ao órgão estatutário competente da EFPC”, a BASES em 01 de julho de 2021 iniciou a comunicação a seus participantes e assistidos através de seu sítio eletrônico, continua “III - aprovação do órgão estatutário competente da EFPC” e por fim “IV - autorização do órgão da Superintendência Nacional de Previdência Complementar”.

Neste parágrafo da Resolução, o CNPC autoriza a troca de indexador desde que seja cumprido um rito processual, que já está em curso pela BASES.

No parágrafo seguinte, o terceiro deste mesmo artigo, diz que “na hipótese do critério de atualização dos benefícios com características de benefício definido adotar índice de preço, este deverá: I refletir adequadamente a variação de preços de produtos e serviços consumidos pela população”, foi apresentado que o IGP-M possui em sua composição 60% de ativos ligados ao produtor, ou seja, preços no atacado, o que não se encaixa diretamente na cesta de produtos e serviços consumidos pela população.

O inciso II do parágrafo terceiro continua dizendo que o índice precisa “ser de abrangência nacional e ampla divulgação”, neste ponto, tanto IGP-M quanto INPC cumprem o papel, com vantagem para o INPC, dado que este índice é extremamente próximo ao IPCA no longo prazo, e este último, é o índice oficial do país, utilizado pelo Banco Central do Brasil para definir a taxa básica de juros, a taxa SELIC.

O último inciso, o III deste parágrafo diz que o índice precisa “ser compatível com o objetivo de manter o equilíbrio econômico-financeiro entre ativos e passivos do plano de benefícios”, ou seja, na montagem de carteira, os ativos disponíveis precisam refletir o índice de correção do passivo, para mitigar desequilíbrios nos Plano, logo, como foi apresentado, o IPCA possui o maior leque de opções de ativos, e principalmente, é o

indexador das NTN-Bs, que hoje representam metade dos ativos do Plano Misto, utilizado como base referencial, e novamente, como o INPC anda lado a lado com o IPCA no longo prazo, também vale para este índice as ponderações acima.

O entendimento legal desta nova resolução deixa claro a necessidade de troca de indexador, e mais, dita exatamente qual o rito que a BASES deve adotar para realizar tal troca, eliminando praticamente todas as dúvidas possíveis acerca do tema.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo inicia discorrendo sobre o IGP-M, atual indexador da BASES, IPCA e INPC, analisando o comportamento histórico e características, como abrangência, prazo de divulgação, composição, dentre outros.

Nesta primeira etapa, percebemos alta correlação entre IPCA e INPC, os dois, apesar da diferença na abrangência salarial, andam lado a lado. Ainda, identificamos que o IGP-M, desde janeiro de 1997 até julho de 2021, apresenta um prêmio histórico médio anualizado de 2,50 pontos percentuais acima do INPC.

Desconsiderando o período mais recente do IGP-M, compreendido entre janeiro de 2020 e julho de 2021, no qual o índice apresentou variação quatro vezes ao IPCA e INPC por conta da pandemia da COVID-19, encontramos um prêmio histórico médio anualizado de 1,62 pontos percentuais acima do INPC.

Considerando a meta atual do Plano Misto, utilizado como base para o estudo, IGP-M + 4,09%, e convertendo para INPC com os prêmios encontrados acima, temos na primeira conversão o equivalente a INPC + 6,59% e na segunda conversão INPC + 5,71%, nesta última desconsiderando o histórico mais recente do IGP-M.

Na sequência, analisamos a disponibilidade de ativos financeiros para cada indexador proposto acima, e observamos quando se trata de indexação a índices de preços, majoritariamente, os ativos são indexados ao IPCA e pequena parcela é indexada ao IGP-M. Com destaque para as NTN-Bs, principal ativo presente na carteira dos Plano, e que possui indexação ao IPCA.

Logo em seguida, simulamos a carteira atual do Plano Misto, utilizando as taxas atuais das NTN-Bs presentes na carteira, e, concluímos que a carteira atual não é sustentável nos médio e longo prazos para superar a atual meta atuarial, e mais, dado a falta de ativos no mercado indexado ao IGP-M, aumenta drasticamente o risco de geração de déficits ano após ano.

Ainda, observando a legislação mais recente, o órgão regulador das EFPCs, o CNPC, diz que a correção do passivo atuarial deve refletir a variação dos ativos financeiros que compõe a carteira e sua disponibilidade no mercado.

Considerando que IPCA e INPC possuem correlação elevadíssima, o prêmio do INPC sobre o IPCA desde o início é somente 0,16 ponto percentual, e que a massa de participantes do Plano Misto recebe uma renda de até 5 salários mínimos na média, o INPC também possui suas vantagens neste sentido, e mais, os 0,16 ponto percentual de diferença é facilmente alcançado no longo prazo com a diversificação em outros segmentos.

Neste contexto, a i9Advisory recomenda que a BASES altere o seu indexador de IGP-M para INPC, com o intuito de mitigar riscos de desequilíbrios entre passivo e ativo, culminando no aumento percentual da

contribuição dos participantes e assistidos dos Plano e da patrocinadora.

Por fim, na troca de indexador de IGP-M + 4,09% para INPC + 4,09%, a carteira atual já conseguiria de imediato apresentar retorno acima da nova meta atuarial, dado, que a projeção mostra que esta carteira pode rentabilizar INPC + 5,16% no longo prazo.

7. ANEXOS

ANEXO 1. PROJEÇÕES PARA CLASSES DE ATIVOS

SEGMENTO	CLASSE DE ATIVOS	2022	2023	2024	2025	2026	LONGO PRAZO	VOL
RENDA FIXA	BETA (IMA-S)	7,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,70%	0,27%
	PRE-FIXADOS (IRF-M)	9,28%	8,28%	8,28%	8,28%	8,28%	8,48%	3,67%
	INFLAÇÃO (IMA-B)	10,11%	9,11%	9,11%	9,11%	9,11%	9,31%	8,33%
	INFLAÇÃO (IMA-B 5)	9,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,78%	3,17%
	INFLAÇÃO (IMA-B 5+)	10,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,79%	12,17%
	CRÉDITO PRIVADO (CDI+)	8,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	8,10%	0,74%
RENDA VARIÁVEL	BETA (IBOVESPA)	14,40%	13,40%	13,40%	13,40%	13,40%	13,60%	25,20%
	SMALL CAPS	18,96%	17,96%	17,96%	17,96%	17,96%	18,16%	23,07%
	DIVIDENDOS	19,93%	18,93%	18,93%	18,93%	18,93%	19,13%	23,83%
	VALOR	20,77%	19,77%	19,77%	19,77%	19,77%	19,97%	22,29%
ESTRUTURADOS	PRIVATE EQUITY	11,83%	11,18%	10,93%	10,93%	10,93%	11,16%	N/A
	FUNDOS MULTIMERCADOS	9,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,69%	4,33%
EXTERIOR	EXTERIOR COM HEDGE (EX RENDA VARIÁVEL)	9,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,75%	6,99%
	RENDA VARIÁVEL EXTERIOR ATIVO PURO	15,69%	14,69%	14,69%	14,69%	14,69%	14,89%	16,17%
	RENDA VARIÁVEL EXTERIOR ATIVO + CÂMBIO	22,87%	21,87%	21,87%	21,87%	21,87%	22,07%	18,21%
IMOBILIÁRIO	FUNDOS IMOBILIÁRIOS	9,86%	8,86%	8,86%	8,86%	8,86%	9,06%	8,65%
RELATÓRIO FOCUS (13/08/2021)	IGP-M	4,87%	4,00%	3,77%	3,77%	3,77%	4,04%	---
	DÓLAR (R\$/US\$)	R\$ 5,20	R\$ 5,05	R\$ 5,00	R\$ 5,00	R\$ 5,00	R\$ 5,05	---
	IPCA	3,90%	3,25%	3,00%	3,00%	3,00%	3,23%	---
	PIB	2,04%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,41%	---
	SELIC	7,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,70%	---

FONTE: i9Advisory, Relatório Focus e Aswath Damodaran, elaboração i9Advisory.