

Cenários e Perspectivas

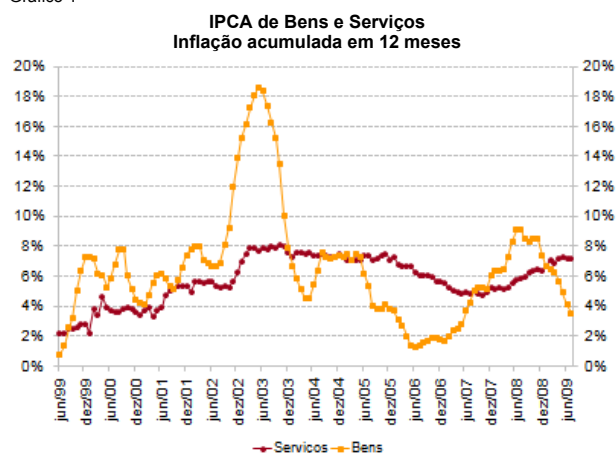
Inflação exibe sinais de arrefecimento

A taxa de inflação ao consumidor dá sinais de arrefecimento na margem e aponta para um cenário benigno à frente, a despeito da inércia no ajuste de preços de alguns setores da economia. A inflação acumulada em 12 meses, medida pelo IPCA, recuou de 6,4% em out/08 para 4,8% em jun/09. Recentemente, o IPCA-15 de jul/09 ficou em 0,22%, abaixo do piso das expectativas do mercado, indicando que a desinflação continuará nos próximos meses. Nossa expectativa é que a inflação acumulada em 12 meses recue para 4,4% em ago/09, situando-se abaixo da meta pela 1ª vez desde dez/07. Para os próximos 12 meses, a partir de jul/09, projetamos um IPCA de 3,8%.

Desde o último trimestre de 2008, com o recrudescimento da crise financeira internacional, a atividade econômica no Brasil sofreu um ajuste intenso. Ainda que os efeitos do choque externo tenham sido menos severos aqui em comparação com a maioria dos países (tanto desenvolvidos quanto emergentes), a magnitude da crise e a crescente integração do Brasil ao resto mundo devem resultar em uma contração econômica este ano. Depois de crescer 5,1% em 2008, o PIB deverá recuar 0,8% em 2009. O processo de desinflação observado no primeiro semestre mostrou-se compatível com a queda nos preços internacionais de *commodities* e bens industrializados, em um ambiente de elevada ociosidade dos fatores de produção em nível global.

Para melhor entender a dinâmica da inflação, podemos dividir o IPCA entre preços administrados e preços livres. Primeiro, vamos analisar extensivamente o comportamento dos preços livres. Subdividindo este grupo entre preços de bens e de serviços, podemos notar que a desinflação do primeiro semestre se deveu, exclusivamente, ao comportamento mais benigno nos preços dos bens ([gráfico 1](#)). A variação em 12 meses deste componente caiu de 7,35% em dez/08 para 4,06% em jun/09, refletindo tanto a queda na atividade econômica doméstica e externa, quanto a política de desoneração fiscal adotada pelo governo brasileiro em itens como automóveis, eletrodomésticos e materiais de construção.

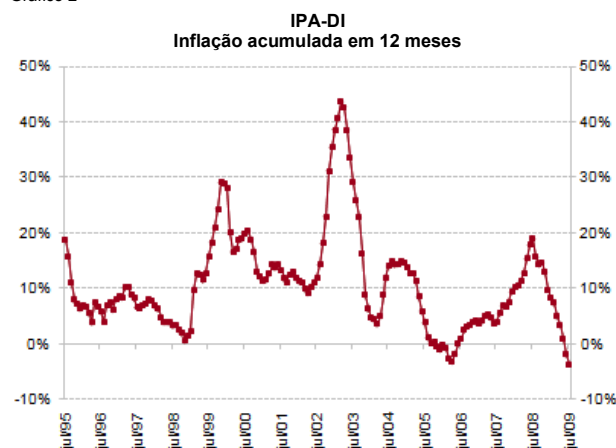
Gráfico 1



Fonte: IBGE, Banco BBM / Data: 06/2009

Outro fator que contribui para que a inflação de bens permaneça baixa é o comportamento dos preços do atacado, que já exibe deflação acumulada em 12 meses ([gráfico 2](#)). De fato, a inflação em 12 meses do IPA, que alcançou 18,91% em jul/08, caiu para -4,2% em jul/09, o patamar mais baixo desde o início do Plano Real. Vale notar que, além de contribuir para manter a inflação corrente baixa, as leituras benignas do IPA também ajudam, através do impacto do IGP nos preços administrados, a garantir um resultado favorável da inflação para o próximo ano.

Gráfico 2



Fonte: FGV, Banco BBM / Data: 07/2009

Por outro lado, a inflação de serviços acumulada em 12 meses subiu de 6,39% para 7,21% ao longo do primeiro semestre deste ano. O mercado de trabalho tende a se ajustar de forma mais lenta a choques sobre a economia, principalmente em função da existência de indexação generalizada. Como a atividade econômica no Brasil exibiu sinais de aquecimento excessivo no 3º trimestre de 2008, a desaceleração teve efeitos defasados sobre o nível de emprego e salários (ver comentário abaixo a este respeito). Assim, acreditamos que a inflação de serviços cederá nos próximos meses, contribuindo para a convergência da inflação para a meta. Essa expectativa encontra respaldo em dois pontos adicionais: (i) a base de comparação do ano passado é elevada e deve, por si só, levar a uma queda das taxas acumuladas em 12 meses; e (ii) os dados na margem mostram que itens que pressionaram muito a inflação no primeiro semestre, tais como empregados domésticos e aluguel residencial, já apresentam um comportamento bem mais favorável.

Para completar, os preços administrados também apresentaram aceleração no primeiro semestre de 2009, com a inflação acumulada em 12 meses saindo de 3,27% para 4,10%. Assim como nos serviços, esses preços exibem elevada inércia, mas devem ceder ao longo dos próximos trimestres, acompanhando os demais componentes do IPCA e do IGP.

Nesse cenário, nossa expectativa é que o IPCA continue evoluindo de forma benigna no curto e médio prazo, permanecendo abaixo do centro da meta de 4,5% até o final de 2010.

A taxa de desemprego não reflete as reais condições do mercado de trabalho

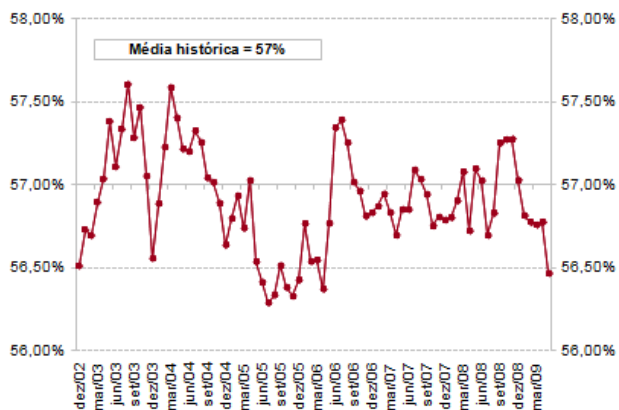
A recente melhora em algumas estatísticas do mercado de trabalho chamou a atenção dos analistas: segundo o IBGE, após atingir um pico de 9% em mar/09, a taxa de desemprego para as 6 principais regiões metropolitanas recuou para 8,1% em jun/09 (série original, sem ajuste sazonal). A série com ajuste sazonal apresentou comportamento semelhante, recuando de 8,4% para 7,9% no mesmo período.

Quando comparados à taxa média de desemprego em 2008, que foi de 7,9%, esses números podem levar a uma falsa impressão sobre a magnitude do ajuste por que passa o mercado de trabalho. Em nossa visão, o comportamento recente da taxa de desemprego pode ser explicado por um fenômeno comum em estágios iniciais de recessão, denominado pelos economistas de "efeito desalento". Levando-se em conta as distorções causadas por este efeito, as condições gerais do mercado de trabalho são piores do que indicaria a simples observação da taxa de desemprego.

A taxa de desemprego é definida como a razão entre a população não ocupada (pessoas que procuram emprego e não encontram) e a população economicamente ativa (pessoas ocupadas mais aquelas que procuram emprego e não encontram). A população economicamente ativa (PEA) corresponde a uma fração variável da população em idade ativa (PIA). Por sua vez, a PIA é definida simplesmente como o total de pessoas com idade acima de 10 anos. Como podemos observar no gráfico 3, a razão entre a PEA e a PIA (taxa de participação) oscila ao redor de uma média histórica de 57%. A literatura econômica aponta que a taxa de participação tende a ser pró-cíclica: nos momentos em que a economia apresenta crescimento elevado aumentam tanto as chances de se conseguir emprego quanto o salários esperado. O inverso vale em momentos de contração econômica. As chances reduzidas de se conseguir emprego, associadas a uma contração econômica e ao custo de oportunidade de buscar trabalho, podem levar algumas pessoas a postergar essa procura.

Gráfico 3

Razão PEA / PIA



Fonte: IBGE, Banco BBM / Data: 06/2009

O "efeito desalento" ocorre justamente quando as pessoas saem da PEA por não estarem à procura de emprego no período correspondente à pesquisa do IBGE. De fato, em jun/09 a taxa de participação situou-se em 56,4%, número abaixo da média histórica de 57% e próximo ao mínimo da série histórica, iniciada em 2002, de 56,3%. Como o crescimento da PIA tende a ser pouco volátil, acompanhando de perto o crescimento da população, a queda observada da taxa de participação ocorreu em função do recuo da PEA ao longo dos últimos meses, com a redução do número de pessoas procurando emprego.

Para corrigir esse efeito, construímos uma série de desemprego ajustada, em que a população economicamente ativa corresponderia, de maneira simplificada, a 57% da população em idade ativa segundo o IBGE para o mês correspondente. A taxa ajustada apresenta uma dinâmica pior do que a série original do IBGE nos últimos meses, como podemos observar no gráfico 4: enquanto o desemprego na série corrigida avançou de 7,4% em dez/08 para 8,6% em jun/09, o desemprego segundo o IBGE atingiu 7,9% em jun/09, patamar levemente abaixo da taxa em dez/08, de 8% (dados com ajuste sazonal).

Gráfico 4

Taxa de Desemprego Original (IBGE) e ajustada (BBM)



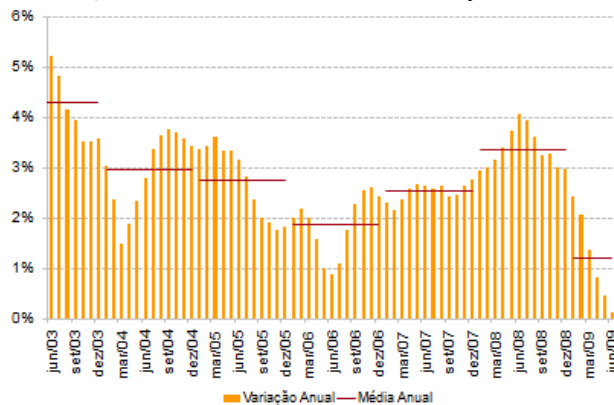
Fonte: IBGE, Banco BBM / Data: 06/2009

Cabe observar, contudo, que apesar de indicar taxas de desemprego mais elevadas em 2009, a série corrigida também demonstra que o ajuste ora em curso no mercado de trabalho é relativamente mais benigno se comparado a outros períodos recentes da economia brasileira: em jun/03 o desemprego na série corrigida atingiu 12,1% e em abr/05 atingiu 10,5%.

Quando pensamos nas implicações do mercado de trabalho para a dinâmica inflacionária, especialmente para os preços dos serviços, a variável mais relevante é a massa real de salários, que depende tanto do nível de emprego quanto dos rendimentos reais médios. A ocupação, que vinha crescendo em média 3,4% ao mês na comparação com o mesmo período do ano anterior em 2008, atingiu em jun/09 um crescimento de apenas 0,1%, o pior de toda a série histórica iniciada em 2002 (gráfico 5). Para os meses seguintes, projetamos uma recuperação lenta do emprego, em função dos ajustes ainda remanescentes em alguns segmentos da indústria e de alguma perda de dinamismo nas contratações do setor de serviços, o que deve pressionar negativamente a massa salarial.

Gráfico 5

Ocupação Variação anual da média móvel trimestral, com ajuste sazonal



Fonte: IBGE, Banco BBM / Data: 06/2009

Por sua vez, o crescimento do rendimento real médio vem perdendo força: após avançar em média 3,4% durante 2008 e atingir um pico de crescimento de 5,2% em mar/09 (na comparação com o mesmo período do ano anterior), o crescimento do rendimento real médio recuou para 3% em jun/09. Na margem, a média móvel de três meses recuou pela terceira vez consecutiva, apresentando uma queda de 5,2% em termos anualizados em jun/09.

Nossas projeções indicam que a taxa de desemprego deverá se elevar nos próximos meses, atingindo um pico de 9,2% no final de 2009, na medida em que (i) a força de trabalho volte a crescer e (ii) a lenta recuperação da atividade econômica impeça um crescimento maior da ocupação. Adicionalmente, nossa expectativa é de que ainda haverá alguma diminuição dos salários reais médios, em função do aumento da rotatividade da mão de obra, especialmente na indústria, e da perda de dinamismo no setor de serviços.

Embora configure um cenário mais benigno quando comparado a episódios anteriores de desaceleração econômica, a dinâmica do mercado de trabalho, em conjunto com os baixos níveis de utilização da capacidade instalada na indústria, deverá manter o hiato do produto em terreno negativo até o primeiro semestre de 2010.

Renda Fixa & Multimercados Macro

Na reunião de julho o Copom reduziu a taxa Selic em 50 pontos base, totalizando um movimento de 5 pontos percentuais desde o início do ciclo de queda da taxa básica de juros em jan/09. Qualquer dúvida que eventualmente permanecesse após a divulgação do comunicado da reunião sobre a intenção do BC de interromper, ao menos momentaneamente, o atual ciclo de distensão monetária, foi dirimida pela ata da reunião, interpretada de forma consensual pelo mercado como a sinalização do final deste movimento.

O nosso cenário básico continua a considerar uma trajetória futura benigna para a inflação: a projeção do IPCA doze meses à frente situa-se hoje abaixo de 4%. Conforme discutido no cenário macro, (i) o arrefecimento da inflação ao consumidor na margem, com o IPCA-15 de julho exibindo recuo, inclusive do grupo de serviços e (ii) a lenta recuperação da atividade econômica no Brasil, aliada ao elevado grau de ociosidade econômica a nível mundial, sobretudo nos EUA e na Europa, deverão contribuir para conter as pressões inflacionárias.

Como forma de reduzir a exposição ao risco, em antecipação à reunião do COPOM, optamos por diminuir as posições vendidas em juro real, acrescentando uma posição comprada em inflação. Mantivemos a posição vendida no juro nominal de curto prazo e, ao final do mês, consideramos a possibilidade de começar a fazer alocações vendidas na taxa nominal de juros a termo do segundo semestre de 2010.

No mercado de moedas, na medida em que a divulgação de dados econômicos reforçava o cenário de normalização do mercado internacional e de redução da aversão ao risco global, intensificou-se o movimento de depreciação do dólar americano em relação à maioria das moedas. Levando em conta nossa visão mais favorável quanto aos fluxos de capital direcionados ao Brasil em 2009 e 2010, especialmente os investimentos diretos e em carteira, mantivemos nossa posição comprada em real e vendida no dólar americano ao longo do mês.

De maneira geral, nossas posições de renda fixa no final julho exibiam uma exposição ao risco menor do que nos meses anteriores.

Renda Variável & Multimercados Long Short

Iniciamos o mês de jul/09 com uma visão ainda conservadora sobre os fundamentos da bolsa brasileira. Essa visão vinha se refletindo nos últimos meses em posições mais defensivas, de maior cautela em todos os fundos de renda variável, com baixa exposição ao risco.

Ao longo do mês a divulgação de alguns indicadores econômicos reforçou o cenário de normalização das condições financeiras. Adicionalmente, os resultados de empresas nos EUA e Europa vieram melhores do que o esperado, sinalizando que alguns setores devem apresentar rentabilidade melhor do que a esperada pelo mercado. Esses fatores, aliados a uma correção de preços, contribuíram para que viéssemos a adotar uma postura menos cautelosa ao longo do mês. Nossa visão de médio prazo permanece muito sensível aos fundamentos individuais de cada empresa. Em um cenário no qual a bolsa brasileira pode permanecer negociando com um prêmio em relação ao mercado de outros países, torna-se mais importante monitorar atentamente esses fundamentos individuais.

Como estratégia individual, no fundo BBM Valuation diminuímos a posição *underweight* em mineração, ao mesmo tempo em que aumentamos a posição *overweight* em consumo cíclico, imobiliário e shoppings. Por outro lado, optamos por reduzir as posições nos setores de saúde e bebidas. Contudo, no final do mês de julho, em função dos movimentos de mercado, voltamos a ajustar nossa carteira, de modo a adotar uma menor exposição direcional ao Ibovespa, bem como diminuímos as posições no setor imobiliário e consumo cíclico. Adicionalmente, aumentamos a exposição em *utilities*, setor para o qual a incerteza em relação aos fundamentos de médio prazo se encontra sensivelmente menor.

Em julho, o fundo BBM Valuation manteve em sua carteira uma média semanal de 48 ações, distribuídas ao longo de 8 setores. O fundo rendeu 11,29%, contra 5,41% do Ibovespa, acumulando um ganho de 21,58% acima do índice nos últimos 12 meses.

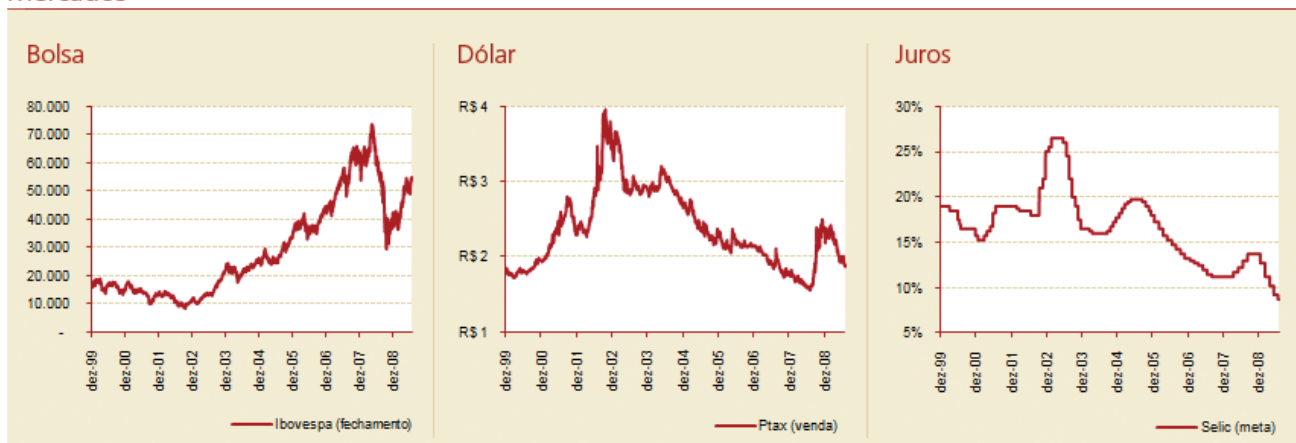
No fundo BBM EH 30 mantivemos as posições em empresas cujo resultado é mais correlacionado com o consumo doméstico. Adicionalmente, *spreads* intra-setoriais nos setores financeiro, imobiliário, de mineração, de siderurgia e de serviços públicos renderam bons resultados. Em julho, o fundo BBM EH 30 manteve em sua carteira uma média semanal de 94 ações distribuídas em 9 setores, rendendo um ganho de 2,29%, contra 0,79% do CDI (291%). Nos últimos 12 meses o fundo obteve um retorno de 163% do CDI.

BBM Allocation

O fundo BBM Allocation apresentou um resultado de 1,96% no mês de julho, equivalente a 249% do CDI, resultando em uma valorização no ano de 12,38% ou 200% do CDI. Todas as classes obtiveram uma boa performance, com destaque para as classes de fundos ligados à renda variável (Long Shorts e Ações).

A composição do portfólio sofreu alterações com a substituição de um fundo de Renda Variável e a aplicação em um novo fundo Long Short. Com isso, a carteira encerrou o mês contendo 11 fundos Macro (84,34%), 2 fundo Long Short (7,65%), 3 fundos de Renda Variável (7,79%) e 1 fundo Referenciado DI (0,18%).

Mercados



Rentabilidades dos Fundos

	Últ. 12 meses	Jul/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	Data de Início	PL Médio (R\$ mil)*	Taxa Adm.	Taxa Perf.**	Benchmark
CURTO PRAZO															
BBM DI 1	11,22%	0,72%	5,75%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	18,03%	03.10.95	7.281	0,5% a.a		CDI
REFERENCIADOS															
BBM Referenciado DI	11,38%	0,76%	5,93%	11,72%	11,30%	12,93%					13.02.06	188.401	0,3% a.a		CDI
RENDA FIXA															
BBM Yield Institucional R.F	11,95%	0,78%	6,17%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	18,76%	01.12.95	363.602	0,3% a.a		CDI
MULTIMERCADOS															
BBM Equity Hedge 30	19,48%	2,29%	17,70%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%				02.05.05	61.783	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Allocation FIC	14,01%	1,96%	12,38%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%				12.04.05	48.754	1,25% a.a		CDI
BBM Institucional	13,53%	0,86%	7,85%	11,57%	11,60%	3,79%					02.10.06	65.078	0,9% a.a	20%	CDI
BBM High Yield*	18,62%	1,23%	13,30%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	18,74%	10.08.95	78.912	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Gauss	39,34%	1,68%	24,57%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%				30.11.05	164.587	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Bahia FIC ¹	121,01%	4,24%	75,03%	37,04%							28.05.08	39.148	2,0% a.a	20%	CDI
AÇÕES															
BBM Valuation	16,72%	11,29%	75,29%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%				30.12.04	88.149	2,0% a.a	20%	Ibovespa
BBM Small Caps ¹	27,77%	17,81%	111,50%	-39,59%							30.05.08	11.157	2,0% a.a	20%	Sml
CAMBIAL															
BBM Cambial	21,90%	-4,67%	-19,92%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	66,94%	30.10.97	14.919	1,0% a.a	15%	US\$ + 6% a.a

Indicadores

	Últ. 12 meses	Jul/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
POUPANÇA	7,92%	0,61%	4,27%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%	9,14%
CDI	11,97%	0,79%	6,17%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%	19,09%
IGP-M	-0,39%	-0,18%	-1,41%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%	25,31%
DÓLAR	20,09%	-4,05%	-19,87%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%	52,27%
IBOVESPA****	-4,97%	6,41%	45,85%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%	-17,80%
IBX-100****	-6,60%	4,98%	39,48%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%	4,78%
SMLL*****	-12,94%	15,97%	69,37%	-55,31%	-	-	-	-	-	-

Equipe de Pesquisa

Bery Parnes
Diretor BBM Investimentos

Tomás Brisola
Pesquisa Macroeconômica Nacional

Leandro Rothmuller
Pesquisa Macroeconômica Internacional

Rio de Janeiro 21 2514-8387

São Paulo 11 3704-0505

www.bbminvestimentos.com.br

Ouvidoria tel: 0800 724 8448

fax: 0800 724 8449

e-mail: ouvidoria@bancobbm.com.br

www.bancobbm.com.br/ouvidoria



* PL médio referente aos últimos 12 meses. ** Percentual aplicado sobre o que exceder 100% do benchmark. Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, o fundo BBM Valuation deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. **** Tendo em vista o disposto na Instrução CVM nº 465, este indicador está composto de forma a permitir a correta comparação de rentabilidade, usando para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. ***** Índice BM&FBOVESPA Small Cap. Em 09 de janeiro de 2009 o BBM Long-Short Fundo de Investimento Multimercado, que nesta data teve seu nome alterado para BBM Equity Hedge 30 Fundo de Investimento Multimercado, incorporou os fundos: BBM Private EH Fundo de Investimento Multimercado, BBM Equity Hedge Fundo de Investimento Multimercado, BBM Ibiza Fundo de Investimento Multimercado e BBM Long-Short 30 Fundo de Investimento Multimercado. Tais incorporações foram aprovadas pela Assembleia Geral Extraordinária de cada um dos fundos, todas realizadas em 01 de dezembro de 2008. Em 09 de junho de 2009, o Fundo BBM High Yield Fundo de Investimento Multimercado, anteriormente denominado BBM High Yield 1 Fundo de Investimento Multimercado, incorporou o BBM High Yield 30 Fundo de Investimento Multimercado conforme aprovado em Assembleia Geral de Cotistas realizada em 04 de maio de 2009. No ato da incorporação foram emitidas novas cotas do BBM High Yield Fundo de Investimento Multimercado e entregues aos cotistas do BBM High Yield 30 Fundo de Investimento Multimercado em substituição e proporcionalmente aos seus direitos extintos. No dia 11 de junho de 2008, a taxa de administração do BBM Yield Institucional FI Renda Fixa Crédito Privado foi reduzida de 0,35% para 0,30% a.a. No dia 01 de maio de 2009, a taxa de administração do BBM Referenciado DI foi reduzida de 0,50% para 0,30% a.a. Fundos de Investimento não contam com a garantia do Administrador do Fundo, do Gestor da Carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Público Alvo: Fundos para Investidores Qualificados => BBM Cambial, BBM Allocation FIC e Bahia FIC FIM. Fundos para Investidores Não-Qualificados => BBM DI 1, BBM Yield Institucional RF Cred. Priv., BBM High Yield, BBM Valuation 1, BBM Gauss, BBM Referenciado DI, BBM Equity Hedge 30, BBM Institucional e BBM Small Caps. Importante: De acordo com os novos procedimentos de divulgação de rentabilidade informados pela ANBID, as rentabilidades deste informativo desde abril de 2005 estão sendo calculadas de forma a criar padrão único de comparação para toda a indústria de fundos. Assim, ficam os Srs. cotistas cientes que eventual diferença entre a rentabilidade acumulada divulgada no passado e aquela aqui demonstrada se deve, apenas, a mudança efetuada na sua sistemática de apuração, não significando perda ou ganho real para o cotista, de vez que não há qualquer impacto no valor da cota do fundo, que permanece sendo calculada segundo o que dispõe o Regulamento e a regulamentação vigente. Para mais informações em relação aos fundos sobre (i) objetivo; (ii) categoria do fundo segundo ANBID; (iii) administrador e gestor; (iv) rentabilidade desde o início do ano corrente, entre outras, disponibilizamos, no seguinte site, as lâminas dos fundos: www.bbminvestimentos.com.br