

Cenários e Perspectivas

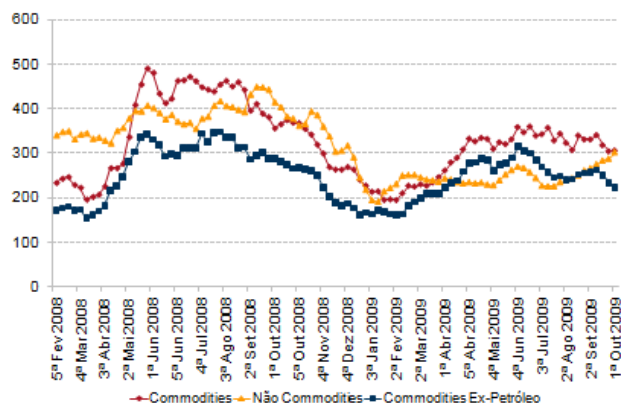
Balanco de pagamentos: ajuste anticíclico e perspectivas para 2010

Ao longo dos últimos anos, o fortalecimento da posição patrimonial das contas externas brasileiras, em particular o elevado nível de reservas internacionais e a posição credora em moeda estrangeira do setor público, permitiu que o balanço de pagamentos se ajustasse ao cenário de crise financeira internacional sem gerar muita volatilidade para a atividade econômica doméstica. Pelo contrário, a flutuação cambial cumpriu seu papel de amortecer o choque adverso da crise sobre a demanda por produtos brasileiros e sobre as condições de financiamento externo após set/08. Adicionalmente, as condições prospectivas para o financiamento das contas externas, sobretudo o influxo esperado de investimento estrangeiro direto (IED) e investimento estrangeiro em carteira até o final de 2009 e 2010, mostram-se positivas. Nesse sentido, a recente apreciação do real e a recomposição das reservas internacionais refletem o cenário benigno para o financiamento do balanço de pagamentos nos próximos trimestres.

A crise financeira internacional ocasionou uma queda acentuada nas exportações brasileiras, em virtude da desaceleração observada nos fluxos de comércio mundial e da recessão econômica em nossos principais parceiros comerciais. Contudo, o desempenho recente de exportações de commodities (ver gráfico 1), com destaque para os embarques de minério de ferro e soja para a China, contribuiu para uma recuperação mais rápida de nossas exportações. Vale destacar que, desde abr/09, a China passou a ser o principal parceiro comercial do Brasil.

Gráfico 1

Exportações de commodities e não-commodities \* (US\$ milhões)

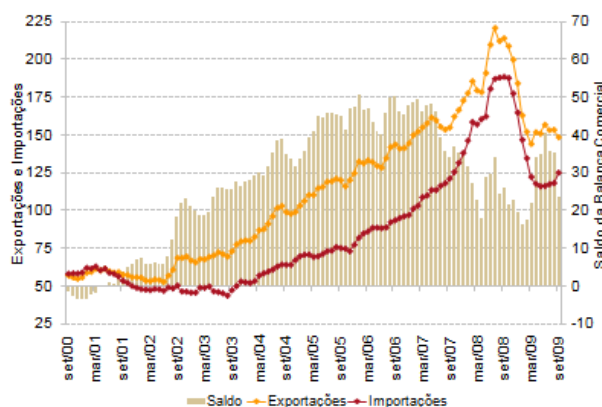


Fonte: MDIC, Banco BBM / Data: até a 1ª semana de out/09  
\* Média móvel de 4 semanas.

Por outro lado, a depreciação do câmbio real, combinada ao recuo da atividade econômica interna no final de 2008 e início de 2009, fez com que a queda das importações se desse de forma mais acentuada do que a das exportações. Nesse sentido, a maior contração da produção industrial contribuiu para esse ajuste, uma vez que a pauta de importações é composta majoritariamente por insumos para a indústria e bens de capital. De fato, como podemos observar no gráfico 2, o recuo mais forte das importações fez com que o saldo comercial se elevasse no período. A trajetória da balança comercial contribuiu favoravelmente para o desempenho do PIB no 2T09, que avançou 1,9% ante o trimestre anterior: o setor externo foi responsável por 1,8 p.p desse crescimento - o consumo das famílias e do governo contribuiu com 1,3 p.p, o investimento com 0 p.p. e a variação de estoques com -1,2 p.p.

Gráfico 2

Balança comercial (US\$ bilhões)



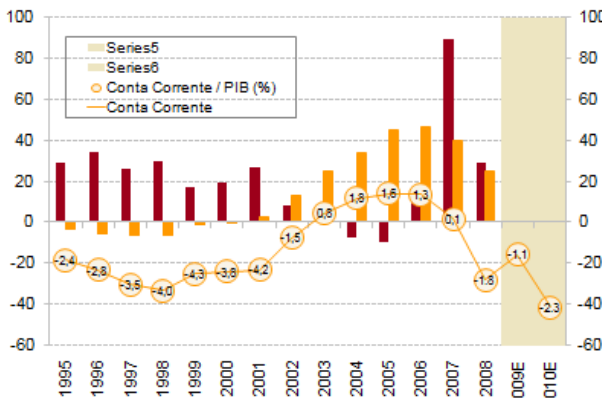
Fonte: MDIC, Banco BBM / Data: até a 1ª semana de out/09  
\* Média móvel mensal de 3 meses, anualizada.

O ajuste da conta de serviços e rendas foi ainda mais importante do que o desempenho da balança comercial para a melhora do saldo em transações correntes. Nos primeiros oito meses de 2009, as remessas de lucros e dividendos recuaram 32,4% em relação ao mesmo período de 2008 e, segundo nossas estimativas, devem terminar o ano em US\$ 23 bi, ante US\$ 34 bi em 2008.

Como ressaltou o BC em seu relatório de inflação de set/09, pelo terceiro ano consecutivo as remessas líquidas de lucros e dividendos permanecem maiores do que as despesas líquidas com juros. Esse comportamento está associado à predominância do estoque de investimentos estrangeiros diretos e em carteira no passivo externo total do país. De fato, a maior participação de capital, em detrimento de dívida na composição do nosso passivo externo, torna o ajuste de BP mais anticíclico: de maneira geral, os serviços de renda do capital tendem a ser mais sensíveis a depreciações cambiais, que reduzem a rentabilidade em dólares, e à atividade econômica, via redução das taxas de lucro em reais. O serviço da dívida, por sua vez, além de colocar todo o ajuste de desvalorizações sobre o credor, é pouco sensível às flutuações econômicas.

Gráfico 3

Balanço de pagamentos (US\$ bilhões)

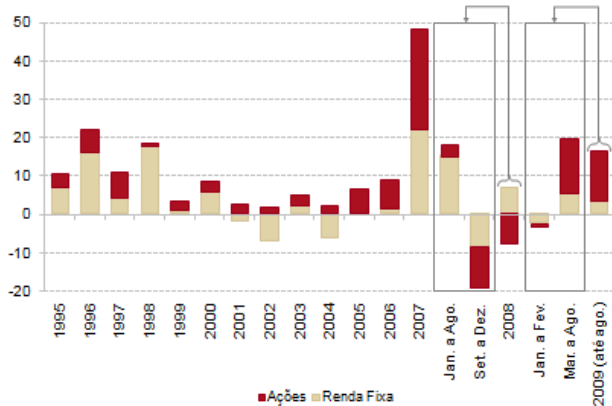


Fonte: BCB, Banco BBM / Data: até 2008, realizado, e 2009/2010, projetado

O rápido ajuste das transações correntes em resposta à crise financeira internacional, a recuperação mais rápida da economia brasileira e, por fim, a melhora do cenário econômico internacional, permitiram o retorno do financiamento externo. Em particular, o comportamento recente do investimento em carteira evidencia esse ponto, como podemos observar no gráfico 4. Em 2008, entre os meses de janeiro a agosto, o investimento estrangeiro em bolsa totalizou US\$ 3 bi enquanto o investimento em renda fixa somou US\$ 15,2 bi – para o ano de 2007 essas cifras atingiram, respectivamente, US\$ 26,2 bi e US\$ 21,9 bi. Quando consideramos o período entre set/08 e fev/09, os investimentos em bolsa apresentaram um fluxo negativo de US\$ 11,6 bi, enquanto os destinados à renda fixa registraram uma saída líquida de US\$ 10,4 bi. A partir de mar/09 configurou-se um cenário mais claro de recuperação, com os investimentos em carteira alcançando US\$ 14,2 bi para renda variável e US\$ 5,7 bi para renda fixa (valores acumulados de mar/09 a ago/09). Adicionalmente, o próprio comportamento do investimento estrangeiro direto (IED) vem contribuindo de forma benigna para o ajuste: em ago/09 o IED atingiu US\$ 1,9 bi e US\$ 36 bi no acumulado em 12 meses.

Gráfico 4

**Investimento estrangeiro em carteira (US\$ bilhões), acumulado em 12 meses**



Fonte: BCB, Banco BBM / Data: até ago/09, realizado, e de set/09 a dez/10, projetado

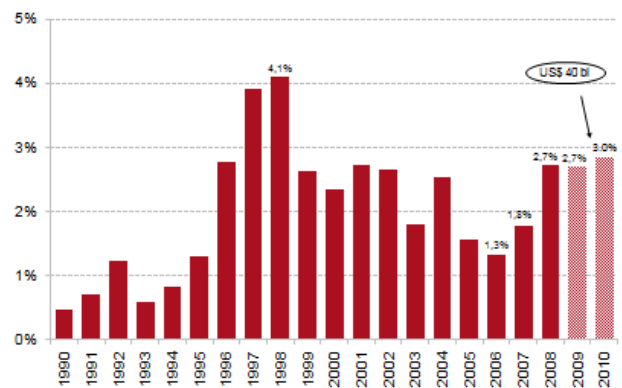
Para 2010, nossas projeções indicam uma deterioração do saldo em transações correntes: o déficit, após recuar para US\$ 18,8 bi, o equivalente a 1,1% do PIB em 2009, deverá atingir US\$ 41 bi em 2010, o que representa 2,3% do PIB. Contribuirão para essa dinâmica: (i) o recuo do saldo comercial, de US\$ 27 bi em 2009 para US\$ 16 bi em 2010 e (ii) o aumento das remessas de lucros e dividendos, que deverão atingir US\$ 32 bi em 2010 ante US\$ 23 bi em 2009, em função da recuperação da atividade econômica e da apreciação cambial recente.

No que tange especificamente à balança comercial, esse movimento se dará em função de um aumento maior das importações, de 29,1%, passando de US\$ 127 bi em 2009 para US\$ 164 bi em 2010. Essa recuperação esperada para as importações está relacionada à nossa projeção de crescimento econômico mais forte em 2010 – o PIB deverá avançar 5,7%, com a produção industrial crescendo 10%. Por sua vez, as exportações devem avançar 14,1%, passando de US\$ 154 bi para US\$ 179 bi em 2010. O crescimento das exportações, embora inferior ao das importações, mostra-se elevado em nosso cenário. O crescimento da participação de países do leste asiático, sobretudo a China, na pauta de exportações (com destaque para as *commodities*) reduz na prática o diferencial de crescimento da economia brasileira em relação aos seus parceiros comerciais, uma vez que essa região vem apresentando desempenho acima da média mundial.

Mesmo nesse cenário de piora das transações correntes em 2010, nossa posição externa deve permanecer confortável em função do ingresso de investimento estrangeiro direto e em carteira. A recuperação mais acelerada da atividade e a estabilidade macroeconômica colocam o Brasil em uma posição extremamente atrativa do ponto de vista do investidor internacional. Conforme podemos observar no gráfico 5, a participação do Brasil nos fluxos mundiais de IED atingiu 2,7% em 2008. Cabe notar que os recordes observados em 1997 e 1998, quando a participação chegou a atingir 4,1%, estão associados ao processo de privatizações. Nossas estimativas consideram que a participação deverá permanecer em 2,7% em 2009, aproximando-se dos 3% em 2010. Usando a estimativa de fluxo global de IED projetado pela UNCTAD, chegamos a um influxo aproximado de US\$ 40 bi em 2010. Dessa forma, apenas o influxo de IED, sem considerar o investimento em carteira, deverá ser da mesma ordem de grandeza do déficit projetado para a conta corrente de US\$ 41 bi em 2010. Em relação ao investimento em carteira, consideramos em nosso cenário uma entrada de US\$ 38 bi em 2010.

Gráfico 5

**Participação do Brasil no fluxo de IED (investimento estrangeiro direto) mundial**

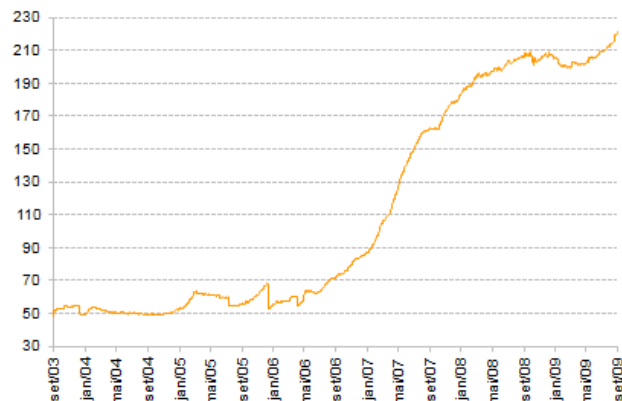


Fonte: UNCTAD, Banco BBM / Data: até 2008, realizado, e 2009/2010, projetado

Diante desse cenário benigno, o Banco Central retomou em maio as compras de divisas no mercado à vista de câmbio, com o objetivo de elevar as reservas internacionais: até o final de setembro o BC comprou aproximadamente US\$ 15 bi. No auge da crise financeira internacional o BC chegou a vender US\$ 14,5 bi. Dessa forma, contabilizando-se a valorização dos títulos mantidos em carteira pelo BC, ao final de set/09 as reservas internacionais se encontravam em US\$ 224 bi, nível superior ao registrado às vésperas da crise.

Gráfico 6

**Reservas internacionais, saldo diário (US\$ bilhões)**



Fonte: Bloomberg, Banco BBM / Data: 11/09/2009

## Renda Fixa & Multimercados Macro

No mercado de moedas, mantivemos uma visão favorável sobre os fluxos de capital direcionados ao Brasil em 2009 e 2010. Conforme discutido no cenário econômico acima, nossa expectativa para os investimentos diretos e em carteira é elevada, tendo em vista a recuperação econômica mais rápida do Brasil, em um ambiente de redução da aversão ao risco e ampla liquidez mundial, o que coloca o país em uma posição bastante confortável para o financiamento de suas contas externas. Em função desse cenário, ampliamos nossa posição comprada em real e vendida no dólar americano ao longo de setembro.

Com a divulgação de dados indicando a retomada mais acelerada da atividade econômica e em função dos movimentos de mercado no início de setembro, optamos por zerar nossas posições no mercado de juros, permanecendo apenas com uma alocação vendida na taxa de juros real de curto prazo. Em meados do mês, com a confirmação dos dados mais benignos de crescimento da economia brasileira, começamos a montar uma posição comprada na taxa nominal de juros, optando pela alocação em prazos intermediários.

## Renda Variável & Multimercados Long Short

As perspectivas para o desempenho da economia brasileira em 2010 permanecem muito favoráveis. Contudo, o cenário para a bolsa brasileira é de cautela no curto prazo em função de: (i) a nossa análise fundamentalista indicar um menor potencial de valorização para diversas empresas, (ii) o volume potencialmente elevado de emissões primárias e secundárias no 4º trimestre, que pode impactar os preços, (iii) a apreciação cambial que prejudica as empresas exportadoras e aumenta a concorrência de produtos importados e, finalmente, (iv) o fato de a curva de juros estar precipitando uma reversão da política monetária já no início de 2010.

De maneira geral, nossas posições se concentram em empresas voltadas para o consumo interno, com destaque para posições específicas nos setores de utilities, homebuilders e saúde, que deverão ser beneficiados pelo ritmo consistente de crescimento da economia no segundo semestre de 2009 e em 2010.

Individualmente, os ganhos no mês de setembro do fundo BBM Valuation vieram de uma estratégia overweight no setor de bancos, empresas específicas no setor de utilities, uma alocação individual no setor de petróleo e de uma estratégia underweight no setor de aço. Parte dos ganhos foi compensada negativamente por uma estratégia underweight no setor de mineração. Em setembro, o fundo BBM Valuation manteve em sua carteira uma média semanal de 45 ações, distribuídas ao longo de 11 setores. O fundo rendeu 9,12%, contra 8,9% do Ibovespa, acumulando um ganho de 41,9% acima do índice nos últimos 12 meses.

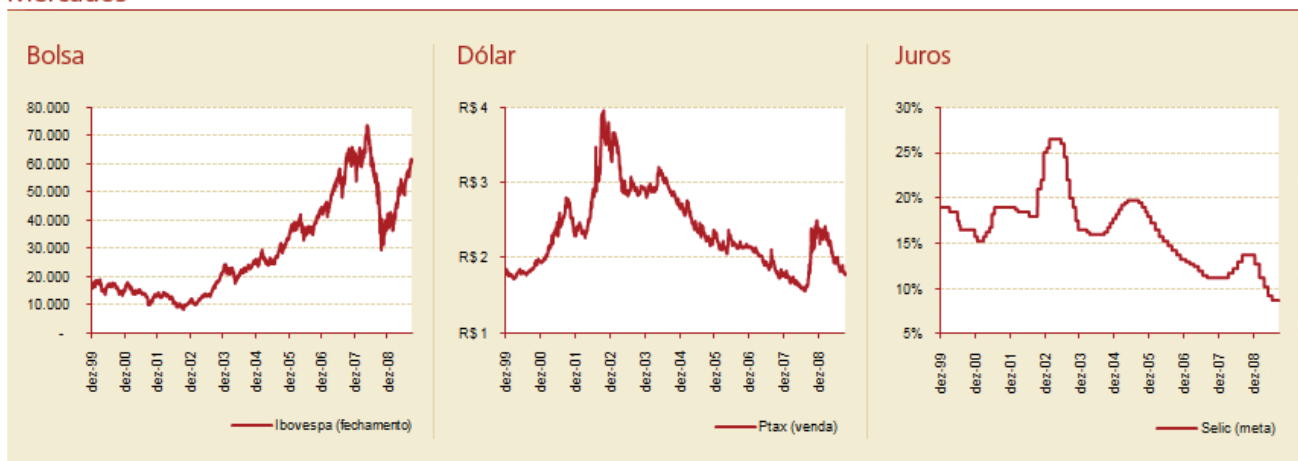
No fundo BBM EH 30, os maiores ganhos no mês vieram de posições compradas nos setores de petróleo, elétrico, tecnologia e saúde. Os demais ganhos vieram de spreads intra-setoriais em consumo e no setor financeiro. Ao longo do mês, o fundo BBM EH 30 manteve em sua carteira uma média semanal de 89 ações, distribuídas em 11 setores. O ganho do fundo foi de 1,19% no mês, ante 0,69% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo obteve um retorno de 182,78% do CDI.

## BBM Allocation

O fundo BBM Allocation apresentou um retorno de 2,28% em setembro, equivalente a 330% do CDI, resultando em uma valorização no ano de 16,09% ou 210% do CDI. O destaque da performance veio das classes de fundos ligados à renda variável (Long Shorts e Ações).

A composição do portfólio não sofreu alterações significativas. Com isto, a carteira encerrou o mês composta por 10 fundos Macro (79,44%), 2 fundos Long Short (8,95%), 3 fundos de Renda Variável (8,95%) e 1 fundo Referenciado DI (2,66%).

## Mercados



## Rentabilidades dos Fundos

	Últ. 12 meses	Set/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	Data de Início	PL Médio (R\$ mil)*	Taxa Adm.	Taxa Perf.**	Benchmark
<b>CURTO PRAZO</b>															
BBM DI 1	10,46%	0,63%	7,07%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	18,03%	03.10.95	7.187	0,5% a.a		CDI
<b>REFERENCIADOS</b>															
BBM Referenciado DI	10,74%	0,66%	7,34%	11,72%	11,30%	12,93%					13.02.06	202.715	0,3% a.a		CDI
<b>RENDA FIXA</b>															
BBM Yield Institucional R.F	11,16%	0,68%	7,62%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	18,76%	01.12.95	342.826	0,3% a.a		CDI
<b>MULTIMERCADOS</b>															
BBM Equity Hedge 30	22,43%	1,19%	21,42%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%				02.05.05	89.899	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Allocation FIC	19,61%	2,28%	16,09%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%				12.04.05	44.010	1,25% a.a		CDI
BBM Institucional	13,28%	0,75%	9,35%	11,57%	11,60%	3,79%					02.10.06	68.505	0,9% a.a	20%	CDI
BBM High Yield	19,66%	0,76%	15,01%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	18,74%	10.08.95	76.536	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Gauss	42,25%	0,94%	26,89%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%				30.11.05	260.627	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Bahia FIC	141,25%	1,82%	81,38%	37,04%							28.05.08	52.099	2,0% a.a	20%	CDI
<b>AÇÕES</b>															
BBM Valuation	66,08%	9,12%	101,59%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%				30.12.04	109.854	2,0% a.a	20%	Ibovespa
BBM Small Caps	49,17%	8,44%	146,94%	-39,59%							30.05.08	13.474	2,0% a.a	20%	Sml
<b>CAMBIAL</b>															
BBM Cambial	-5,40%	-6,09%	-23,89%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	66,94%	30.10.97	14.556	1,0% a.a	15%	US\$ + 6% a.a

## Indicadores

	Últ. 12 meses	Set/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
POUPANÇA	7,60%	0,50%	5,34%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%	9,14%
CDI	11,22%	0,69%	7,65%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%	19,09%
IGP-M	-0,39%	-0,01%	-1,60%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%	25,31%
DÓLAR	-7,11%	-5,74%	-23,92%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%	52,27%
IBOVESPA****	24,17%	8,90%	63,83%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%	-17,80%
IBX-100****	18,39%	9,82%	56,10%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%	4,78%
SMLL*****	45,13%	7,44%	96,35%	-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](http://www.bbminvestimentos.com.br)

Ouvidoria tel: 0800 724 8448

fax: 0800 724 8449

e-mail: [ouvidoria@bancobbm.com.br](mailto:ouvidoria@bancobbm.com.br)

[www.bancobbm.com.br/ouvidoria](http://www.bancobbm.com.br/ouvidoria)



A presente instituição aderiu ao Código ANBID de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento

\*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. 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.. 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. Em 10 de julho de 2009, a taxa de administração do BBM Small Caps 90 Fundo de Investimento em Ações reduziu de 3,5% a.a. para 2,0% a.a. e na mesma data foi instituída taxa de performance devida ao Gestor no valor de 20% do rendimento das cotas do fundo que exceder a 100% da variação diária do SMLL (Índice BM&FBOVESPA Small Cap), divulgado pela BM&FBOVESPA. Tais alterações foram aprovadas pela Assembleia Geral de Cotista do fundo, realizada em 08 de junho de 2009. 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 e Bahia FIC. Fundos para Investidores Não-Qualificados => BBM DI 1, BBM Yield, BBM High Yield, BBM Valuation, BBM Gauss, BBM Referenciado DI, BBM Equity Hedge 30, BBM Institucional e BBM Small Caps. Para maiores informações sobre os fundos relacionados a objetivo, categoria, administrador e gestor, rentabilidade dos últimos anos e outros, acesse o site [www.bbminvestimentos.com.br](http://www.bbminvestimentos.com.br).