

Cenários e Perspectivas

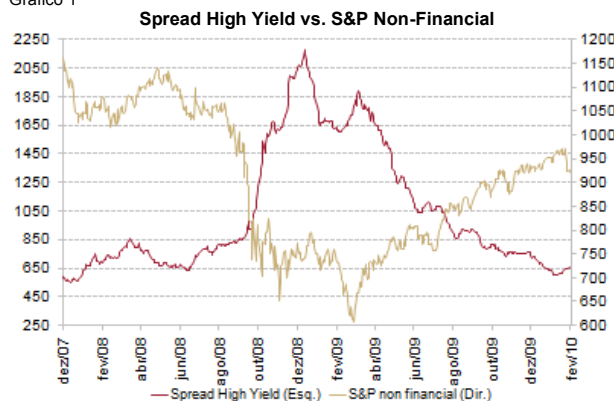
Desafios para a economia global em 2010

Recuperação da atividade econômica

Ao longo do 2º semestre de 2009, a atividade econômica global deu sinais mais claros de retomada do crescimento, em reação à adoção de estímulos fiscais e monetários sem precedentes, sobretudo nas economias desenvolvidas.

Essas medidas também contribuíram para a normalização das condições financeiras, o que acabou por reforçar o cenário de retomada do crescimento. Os mercados acionários globais continuaram a se recuperar ao longo do 2º semestre de 2009, com as bolsas ampliando seu valor de mercado em aproximadamente US\$ 20 trilhões em valor de mercado. Como podemos observar no gráfico 1, a redução dos spreads corporativos para as empresas com classificação abaixo de "grau de investimento" (empresas *high yields*) confirmam uma melhora significativa das condições de crédito no período.

Gráfico 1

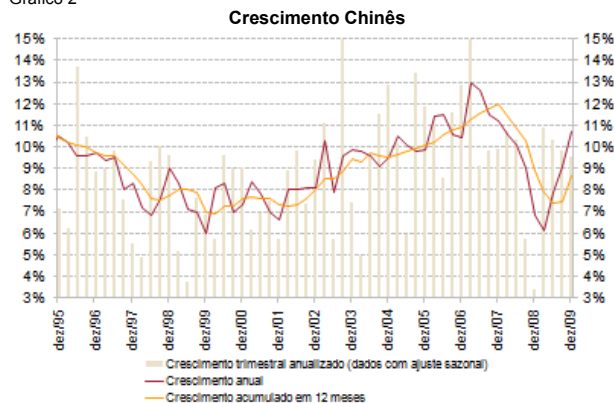


Fonte: Bloomberg / Data: 04/02/2010

Nos EUA, o crescimento do PIB alcançou 5,7% no 4T09 ante o trimestre anterior em termos anualizados. A forte recuperação da indústria contribuiu significativamente para esse resultado, graças à redução do ritmo de liquidação dos estoques no período. De fato, o componente de estoques contribuiu individualmente com mais da metade do crescimento no trimestre. As pesquisas já divulgadas referentes à indústria parecem apontar para a manutenção desse cenário ao longo dos primeiros meses de 2009.

A economia chinesa, por sua vez, continuou a acelerar seu ritmo de crescimento: como podemos observar no gráfico 2 abaixo, o PIB avançou 10,7% no 4T09 em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. O forte dinamismo da demanda doméstica chinesa contribuiu para uma recuperação mais acelerada dos países da região, através de mecanismos diretos, como o comércio, e indiretos, como a recuperação das cotações de diversas commodities. Esse efeito é ainda mais forte para alguns países emergentes, entre eles o Brasil, que também apresentaram uma retomada robusta da atividade econômica no fim do ano.

Gráfico 2



Fonte: EcoWin / Data: Jan/2010

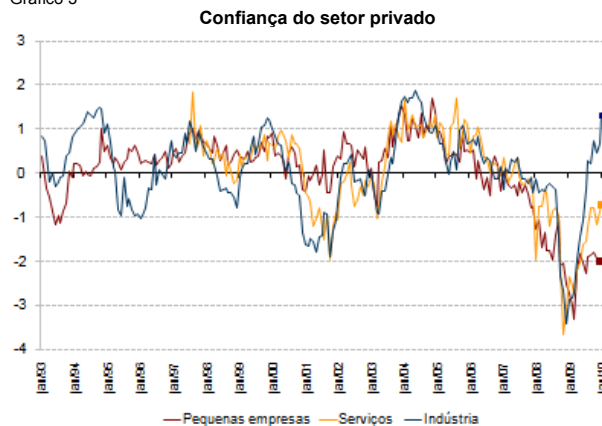
Portanto, há elementos concretos para que 2010 se configure como um ano de continuidade do processo de recuperação da atividade econômica global. A superação da fase aguda da crise financeira é, sem dúvida, uma pré-condição para a recuperação sustentável da economia, ainda que existam riscos importantes que podem reverter esse cenário. Conforme argumentamos, os estímulos fiscais e monetários sem precedentes adotados ao longo de 2009 foram de suma importância para a recuperação econômica ora em curso. O ano de 2010 será, porém, marcado pela discussão acerca da retirada gradual desses estímulos, cujas consequências para o crescimento global são de difícil dimensão.

Sustentabilidade do crescimento americano

Apesar dos sinais de retomada da atividade econômica nos EUA, ainda há dúvidas importantes com relação à sustentabilidade desse crescimento no médio prazo. A economia encontra-se em um período de transição importante no curto-prazo. A aceleração do crescimento está, até o presente momento, concentrada no setor industrial. Espera-se que ao longo dos próximos meses o crescimento da indústria se traduza em maior geração de emprego e ampliação da confiança dos consumidores e empresários, condições importantes para assegurar um crescimento mais generalizado da economia.

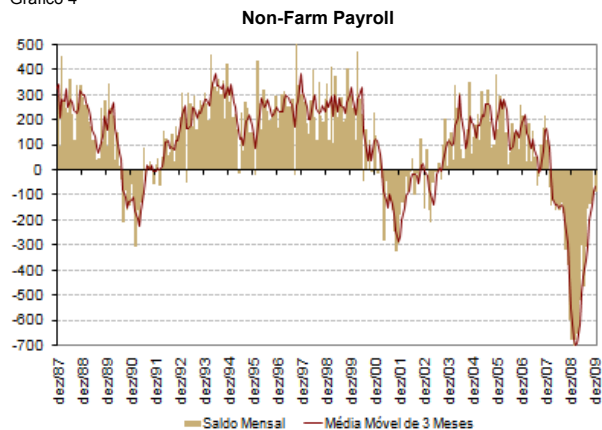
Entretanto, ainda não observamos sinais de que a confiança no setor de serviços e nas pequenas empresas esteja melhorando de forma consistente, como podemos observar no gráfico 3. No que tange ao mercado de trabalho, podemos observar no gráfico 4 abaixo que, apesar de o ritmo de demissões ter moderado nos últimos meses, a economia ainda não recuperou sua capacidade de gerar empregos. Sem uma expansão do nível de emprego, a renda disponível do trabalho não deve se recuperar, o que tenderia a pressionar negativamente o consumo das famílias. De fato, o consumo, que contribui com 1,4 p.p do crescimento do PIB do 4T09, já deu sinais de arrefecimento em dezembro.

Gráfico 3



Fonte: EcoWin / Data: Jan/2010

Gráfico 4



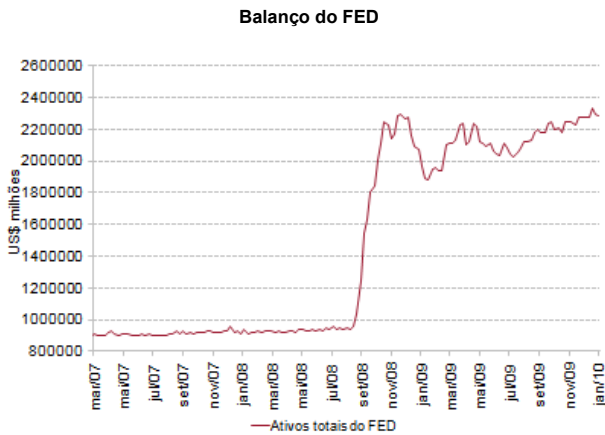
Fonte: EcoWin / Data: Jan/2010

Não existem, portanto, evidências claras de que o crescimento americano tornou-se auto-sustentável, o que aumenta o risco de uma retirada prematura dos estímulos econômicos. Devemos alertar também que, dado o atual estágio acomodativo das políticas monetária e fiscal, a margem de manobra do governo americano e a disponibilidade de instrumentos do FED para lidar com uma eventual deterioração do cenário de crescimento estão diminuindo.

Estratégias de saída da política monetária e fiscal

Continuamos a acreditar que a elevada ociosidade dos fatores de produção nos EUA levará o FED a manter uma postura acomodativa ao longo desse ano. Entretanto, nos próximos meses o banco central americano dará os primeiros passos na implementação de sua "estratégia de saída". Como podemos ver no [gráfico 5](#) abaixo, o FED promoveu uma expansão expressiva de seu balanço, visando não só a expansão da liquidez, mas também a intervenção em mercados específicos. Dentre os inúmeros programas, podemos destacar o de compra de títulos hipotecários, que teve impacto relevante sobre as taxas de hipotecas e sobre o setor residencial.

Gráfico 5

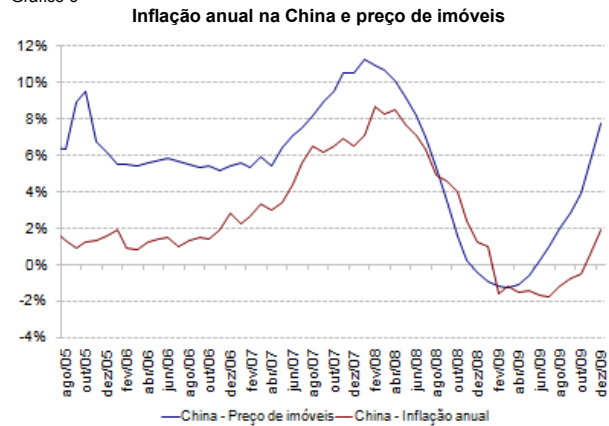


Fonte: EcoWin / Data: Jan/2010

Em função do caráter sem precedente de diversos desses programas, existe uma elevada incerteza em relação ao impacto da saída do FED desses mercados, e da conseqüente redução da liquidez, tanto nas taxas de juros longas americanas quanto nos preços de diversos ativos financeiros. Uma eventual elevação dessas taxas poderia trazer conseqüências negativas para a recuperação econômica, com destaque para o setor residencial. É consenso que a intervenção do FED contribuiu fortemente para a estabilização dos preços dos imóveis no segundo semestre de 2009. Novas quedas nos preços poderiam gerar perdas adicionais para o sistema financeiro, com conseqüências negativas sobre a ampliação da oferta de crédito.

No caso da China, a forte expansão do crédito, entre outras medidas, levou a uma recuperação da atividade econômica, que acabou por surpreender inclusive as próprias autoridades governamentais. Os sinais de que as pressões inflacionárias estão retomando são agora mais claros. Como podemos ver no [gráfico 6](#), houve uma aceleração da inflação acumulada em 12 meses, bem como os preços de casas parecem indicar que o mercado imobiliário estaria excessivamente aquecido. Esses desenvolvimentos levaram o governo chinês a anunciar as primeiras medidas para conter a expansão do crédito, dentre elas: (i) o compulsório foi elevado em 50 bps; (ii) aumento das taxas de juros nos mercados interbancários; (iii) novas medidas administrativas na tentativa de controlar diretamente a oferta de crédito, foram anunciadas no período.

Gráfico 6



Fonte: EcoWin / Data: Jan/2010

Embora o processo de normalização das condições monetárias seja saudável, existe uma elevada incerteza do impacto dessas medidas sobre a velocidade de recuperação da economia chinesa. O processo de transmissão da política monetária para a atividade econômica é pouco entendido, e qualquer desaceleração em um momento no qual o crescimento dos países desenvolvidos ainda se dá em bases frágeis teria efeitos negativos sobre a economia global, em especial para os países exportadores de commodities.

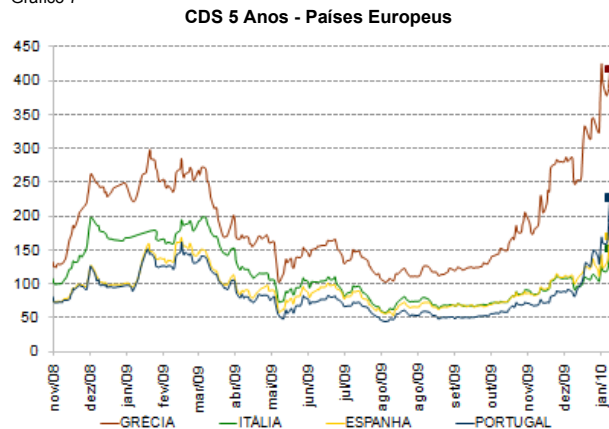
Fiscal

Os estímulos fiscais sem precedentes, adotados principalmente nos países desenvolvidos, foram de extrema importância para dar suporte à demanda agregada nos estágios mais agudos da crise, impedindo assim que a economia global entrasse em uma espiral deflacionária. Entretanto, a trajetória fiscal de diversos países é insustentável no longo prazo, já que se observa uma piora do perfil de endividamento para os principais países desenvolvidos.

A dificuldade do governo grego de rolar sua dívida, atualmente superior a 100% do PIB, reforça o sentimento de que deteriorações fiscais dessa magnitude não podem ser ignoradas. Alguns estudos recentes¹ indicam que, após severas crises financeiras, o aumento expressivo do endividamento público no esforço conjunto de salvamento do sistema bancário e sustentação da demanda agregada levou inúmeros países, desenvolvidos e em desenvolvimento, a experimentar episódios de default da dívida soberana.

A inexistência de ajustes fiscais voluntários por parte dos países pode levar a uma reação negativa dos mercados. Como podemos observar no [gráfico 7](#), a deterioração recente do CDS da Grécia parece indicar uma maior atenção dos agentes econômicos à sustentabilidade da dívida pública dos países.

Gráfico 7



Fonte: Bloomberg / Data: Jan/2010

¹ Ver, entre outros, Reinhart, Carmen e Rogoff, Keneth: "This time is different: eight centuries of financial folly".

Renda Fixa & Multimercados Macro

Ao longo do mês de janeiro, os dados referentes ao setor externo vieram em linha com o nosso cenário de deterioração das contas correntes do balanço de pagamentos em 2010. Destaca-se a surpresa negativa do déficit em transações correntes de dez/09, que alcançou US\$ - 5,9 bi, puxado pela conta de lucros e dividendos. Apesar de as condições de financiamento externo da economia brasileira ainda se mostrarem benignas, sobretudo o fluxo de investimento externo direto e em carteira, o aumento da necessidade de financiamento externo exerce pressão sobre o mercado de moedas: em cenários de aumento de aversão ao risco e redução do fluxo de capital, o ajuste necessário do câmbio é mais intenso.

Levando em conta esses fatores, optamos por zerar nossas posições compradas em real e vendidas em dólar no final de dezembro. Ao longo do mês, em função da deterioração nas condições de aversão ao risco, montamos uma alocação comprada em dólar e vendida em real.

Nosso cenário de médio prazo é de manutenção da recuperação da atividade econômica no Brasil. Embora em ritmo inferior ao do início da retomada a partir do 2T09, esse movimento continuará sustentando a recuperação do mercado de trabalho e do nível de utilização da capacidade instalada na indústria, que já exibem uma margem de ociosidade reduzida e representam, portanto, uma pressão alísta sobre a inflação.

Ao longo do mês de janeiro, nossas projeções de inflação foram sucessivamente revisadas para cima e apontavam para um IPCA sensivelmente maior do que o centro da meta em 2010. Cabe destacar que as estimativas dos analistas econômicos, medidas pelo Banco Central (FOCUS), também se situavam ao final do mês de janeiro acima do centro da meta de 4,5% para o IPCA - a mediana da projeções para o IPCA de 2010 já se encontrava em 4,62% e a média em 4,68%. Levando em conta esse cenário, optamos por montar ao longo do mês alocações compradas na taxa nominal de juros e na taxa de inflação implícita nos contratos de juros futuro, ambas em prazos curtos.

Renda Variável & Multimercados Long Short

No mercado de renda variável, iniciamos o mês de janeiro ainda relativamente otimistas, entretanto mantivemos nossas posições concentradas em empresas de maior liquidez. Ao longo do mês, dados mais fracos de atividade, com destaque para o mercado de trabalho nos EUA, bem como o início da retirada de estímulos por parte das autoridades chinesas, nos levaram a diminuir a exposição dos fundos. Essa redução foi concentrada nos papéis para os quais julgávamos existir pouco potencial de upside. Adicionalmente, a intensificação das discussões acerca da sustentabilidade da dívida de alguns países desenvolvidos, como a Grécia, nos levou a adotar uma postura mais conservadora nos fundos, dado o significativo aumento na volatilidade do mercado.

A partir desse cenário, o fundo BBM Valuation, que iniciou o ano com uma posição mais conservadora, apresentou um ganho em relação ao índice (que fechou o mês em -4,65%), obtendo rentabilidade de 1,91%. Tal performance é explicada pelo bom desempenho de nossas posições *underweight* em petróleo e aço e *overweight* em industriais, utilities e bancos. Além disso, o fundo teve boa diversificação em 38 ações e 10 setores, rendendo um ganho de 2,74% acima do Ibovespa e acumulando nos últimos 12 meses um ganho de 50,86% acima do índice.

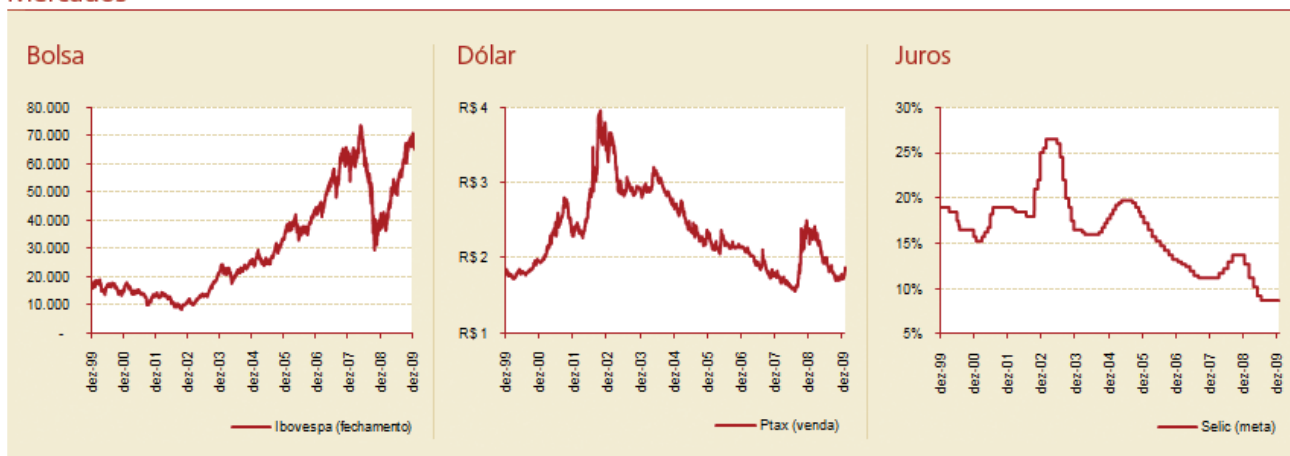
Essa mudança de cenário também alterou nossa composição do fundo BBM EH 30. Ao longo do mês de janeiro, diminuimos nossa posição comprada, evitamos spreads de liquidez e mantivemos posições mais líquidas. Os maiores ganhos do fundo no mês vieram de spreads intra-setoriais nos seguintes setores: commodities, financeiro, consumo e petróleo. Nas posições direcionais, o fundo optou por pequenas posições líquidas e específicas em empresas sem correlação com o mercado e com bom fundamento, e os setores que mais renderam nessa estratégia foram: saúde, industriais e imobiliário. Por fim, ao longo do mês o fundo obteve uma rentabilidade de 1,46% contra 0,66% do CDI, acumulando nos últimos 12 meses 285% do CDI.

BBM Allocation

Em janeiro o fundo BBM Allocation apresentou um retorno de 0,24%, acumulando rentabilidade de 18,31% ou 193% do CDI em 12 meses. A classe de fundos *long short* sobressaiu-se no mês, com os fundos rendendo acima de 130% do CDI. O destaque individual foi o fundo Quest Equity Hedge, com retorno de 243% do CDI. A contribuição negativa ficou por conta da classe de renda variável.

O *portfolio* sofreu alteração em virtude do aumento na classe de renda variável. Com isto, a carteira encerrou o mês composta por 9 fundos Macro (73,3%), 3 fundos Long Short (17%), 4 fundos de Renda Variável (8,3%) e 1 fundo Referenciado DI (1,3%).

Mercados



Rentabilidades dos Fundos

	Últ. 12 meses	Jan/10	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	Data de Início	PL Médio (R\$ mil)*	Taxa Adm.	Taxa Perf.**	Benchmark
CURTO PRAZO															
BBM DI 1	8,80%	0,59%	0,59%	9,08%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	03.10.95	6.710	0,5% a.a.		CDI
REFERENCIADOS															
BBM Referenciado DI	9,23%	0,63%	0,63%	9,50%	11,72%	11,30%	12,93%				13.02.06	210.597	0,3% a.a.		CDI
RENDA FIXA															
BBM Yield Institucional R.F	9,56%	0,65%	0,65%	9,84%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	01.12.95	335.113	0,3% a.a.		CDI
MULTIMERCADOS															
BBM Equity Hedge 30	27,51%	1,46%	1,46%	26,89%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%			02.05.05	213.123	2,0% a.a.	20%	CDI
BBM Allocation FIC	18,47%	0,24%	0,24%	20,19%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%			12.04.05	45.034	1,25% a.a.		CDI
BBM Institucional	11,06%	0,66%	0,66%	11,69%	11,57%	11,60%	3,79%				02.10.06	84.486	0,9% a.a.	20%	CDI
BBM High Yield	16,09%	0,62%	0,62%	17,82%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	10.08.95	87.226	2,0% a.a.	20%	CDI
BBM Gauss	26,89%	0,71%	0,71%	30,74%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%			30.11.05	566.291	2,0% a.a.	20%	CDI
BBM Bahia FIC	94,53%	1,28%	1,28%	92,07%	37,04%						28.05.08	80.375	2,0% a.a.	20%	CDI
AÇÕES															
BBM Valuation	119,86%	-1,91%	-1,91%	133,59%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%			30.12.04	194.960	2,0% a.a.	20%	Ibovespa
BBM Small Caps	195,96%	-0,08%	-0,08%	205,75%	-39,59%						30.05.08	21.088	2,0% a.a.	20%	Sml
CAMBIAL															
BBM Cambial	-18,70%	8,03%	8,03%	-25,11%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	30.10.97	12.048	1,0% a.a.	15%	US\$ + 6% a.a.

Indicadores

	Últ. 12 meses	Jan/10	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
POUPANÇA	6,89%	0,50%	0,50%	6,98%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%
CDI	9,63%	0,66%	0,66%	9,90%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%
IGP-M	-0,72%	0,63%	0,63%	-1,71%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%
DÓLAR	-18,87%	7,67%	7,67%	-25,49%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%
IBOVESPA****	69,00%	-4,65%	-4,65%	82,66%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%
IBX-100****	62,85%	-4,22%	-4,22%	72,84%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%
SMLL*****	133,75%	-3,67%	-3,67%	137,73%	-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



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

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 Assembléia 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 Assembléia 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 Assembléia Geral de Cotistas 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 apresenta 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 (desde 16/12/2009). 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.