

Cenários e Perspectivas

Países emergentes e desenvolvidos: recuperação econômica e estratégias de saída

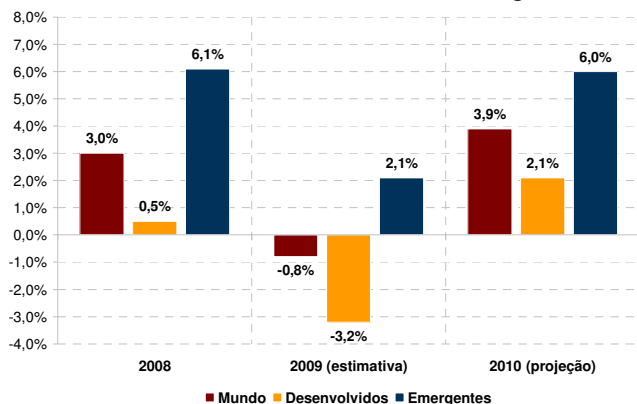
Recuperação assimétrica da atividade econômica

O ano de 2009 representou, para a maioria dos países, o auge dos impactos sobre a atividade econômica oriundos da crise financeira mundial. Entretanto, os efeitos foram sensivelmente distintos quando comparamos o desempenho de países desenvolvidos e emergentes. Segundo estimativas do FMI, as economias desenvolvidas apresentaram uma contração do PIB em 2009 da ordem de 3,2%, com destaque negativo para o Japão (-5,3%), Reino Unido (-4,8%) e EUA (-2,5%). Por sua vez, as economias emergentes apresentaram expansão do PIB de 2,1%, com destaque para a China (+8,7%) e Índia (+5,6%). Nesse contexto, o desempenho da economia brasileira, que apresentou contração de apenas 0,2% do PIB em 2009, foi bastante positivo.

Em função da adoção de estímulos fiscais e monetários sem precedentes, a economia global retomou o crescimento econômico em 2010, devendo avançar 3,9% em relação ao ano anterior segundo o FMI. O crescimento do PIB nas economias desenvolvidas deverá alcançar 2,1%, com a economia do Japão avançando 1,7%, a Zona do Euro 1,0%, o Reino Unido 1,3% e os EUA 2,7% - nossa estimativa para o crescimento da economia americana é um pouco mais otimista, de 3,2%. A severidade da crise e o caráter gradual da recuperação fazem com que, ao final de 2010, o PIB desses países ainda se encontre 1,2% abaixo do nível de 2008.

Gráfico 1

PIB 2008, 2009, 2010 mundo, desenvolvidos e emergentes



Fonte: FMI World Economic Outlook / Data: 01/2010

As economias emergentes irão liderar o processo de recuperação da atividade global, com crescimento de 6% em 2010, levando o PIB para um nível 8,2% acima do de 2008. O destaque fica por conta da China, com crescimento projetado de 10,0%, da Índia com 7,7% e do Brasil com 4,7% - nossa projeção é sensivelmente mais otimista, de crescimento de 6,3%.

Implicações para a inflação nos países emergentes e desenvolvidos

A recuperação diferenciada da atividade econômica trouxe implicações também distintas para o cenário inflacionário. Em meados de 2008, antes do agravamento da crise financeira, esse cenário era de inflação elevada, com os países desenvolvidos e em desenvolvimento apresentando índices de preço sensivelmente pressionados, em parte devido às cotações elevadas das commodities. Como podemos ver na [tabela 1](#) abaixo, a taxa de inflação ao consumidor acumulada em 12 meses em jul/08 alcançou, por exemplo, 5,6% nos EUA, 4,7% na Austrália, 14,7% na Rússia, 8,3% na Índia e 9,5% no Chile. A forte contração econômica após a intensificação da crise financeira corrigiu parte desses desequilíbrios internos observados na maior parte dos países, uma vez que a economia global estava possivelmente crescendo acima de seu potencial de longo prazo.

Taxas de inflação para períodos selecionados

Inflação acumulada em 12 meses

	jul/08	jan/09	jul/09	fev/10
Economias desenvolvidas				
Reino Unido	4,4	3,0	1,8	3,0
Austrália*	4,7	3,3	1,4	2,1
Zona do Euro	4,0	1,1	-0,7	0,9
EUA	5,6	0,0	-2,1	2,1
Japão	2,3	0,0	-2,3	-1,1
Economias emergentes				
Brasil	6,4	5,8	4,5	4,8
Índia**	8,3	10,5	11,9	16,2
Rússia	14,7	13,4	12,1	7,2
África do Sul	13,0	8,1	6,7	5,7
Turquia	12,1	9,5	5,4	10,1
México	5,4	6,3	5,4	4,8
Colômbia	7,5	7,2	3,3	2,1
China	6,3	1,0	-1,8	2,7
Chile	9,5	6,3	0,3	0,3

Fonte: BCB (relatório de inflação do 1T10) / EcoWin

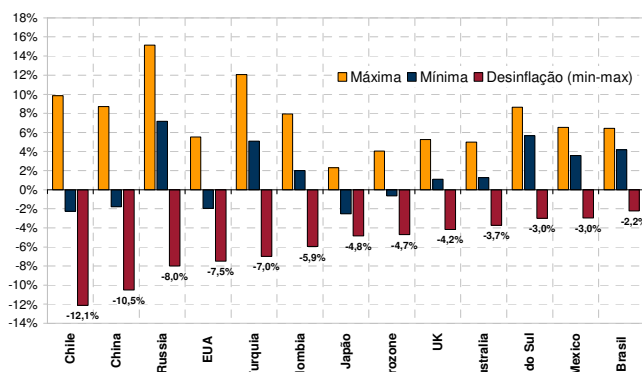
* - dado referente a dez/09 / ** dado referente a jan/10

Esse processo de desinflação foi bastante heterogêneo. O gráfico 2 abaixo apresenta para a trajetória de inflação ao consumidor desde 2008 (acumulada em 12 meses) o valor máximo alcançado, o mínimo e a desinflação no período. Alguns países apresentaram quedas significativas da inflação, o que levou as taxas acumuladas em 12 meses para patamares negativos ou muito próximos de zero.

Os países emergentes possuíam uma inflação inicial mais elevada em comparação à média dos países desenvolvidos. Um grupo desses países apresentou uma desinflação substancial, acima de 5 p.p., tais como Rússia, China, Colômbia e Chile. Outros, como México, África do Sul e Brasil apresentaram quedas da taxa de inflação do pico em relação ao vale inferiores a 3 p.p.. O Brasil apresentou a menor queda relativa dentre os países considerados no índice de preços ao consumidor (IPCA), que passou de uma máxima de 6,41% em out/08 para uma mínima de 4,17% em out/09, uma queda de 2,24 p.p.. Cabe aqui destacar a Índia, o único país a apresentar uma aceleração ininterrupta da inflação no período – ela saiu de 5,5% em jan/08 para 16,2% em jan/10.

Gráfico 2

Inflação ao consumidor (acumulada em 12 meses) - máxima e mínima desde Jan/08 e desinflação ao longo da crise*



* A Índia não apresentou recuo da inflação acumulada em 12 meses no período

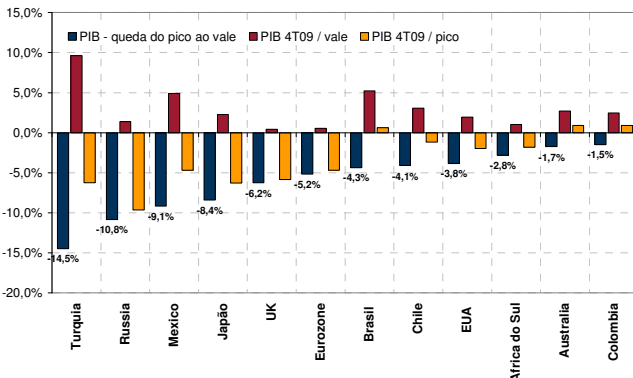
Fonte: EcoWin / Data: 03/2010

Parte do processo de desinflação se deveu à contração da atividade econômica. Uma maneira de relacionar as duas variáveis é através da "taxa de sacrifício", uma espécie de sensibilidade da inflação em relação a variações no PIB. Diversas variáveis econômicas, além do crescimento acima do potencial, afetam a trajetória de preços, como câmbio nominal, as expectativas de inflação dos agentes, entre outras. Dessa forma, o objetivo dessa análise é apenas ilustrar essa correlação e posicionar o Brasil em relação aos demais países.

O gráfico 3 relaciona a contração do PIB do pico anterior ao 3T08 em relação ao mínimo posterior, considerando a série de dados trimestrais com ajuste sazonal. A queda do PIB brasileiro, embora tenha durado apenas dois trimestres, foi de 4,3%, uma contração considerável se comparada à queda da Austrália (-1,7%), África do Sul (-2,8%) ou Colômbia (-1,5%). Dois países não se encontram no gráfico abaixo, Índia e China, por não terem apresentado contração do PIB trimestral no período considerado: a menor taxa de crescimento trimestral (série com ajuste sazonal) em termos anualizados foi de 1,2% para a Índia e de 3,4% para a China, ambas no 4T08.

Gráfico 3

Contração do PIB (pico ao vale) e recuperação ao longo da crise - países selecionados que apresentaram contração do PIB no período*



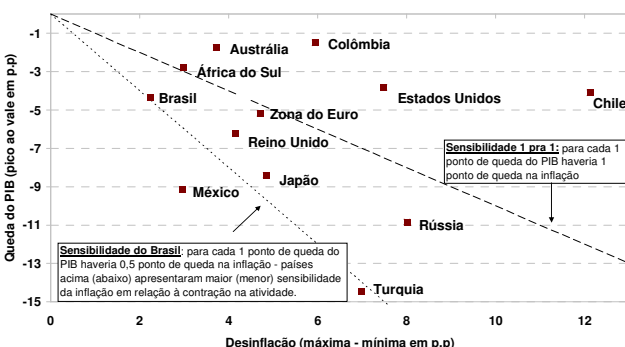
*Não considera Índia e China por não terem apresentado contração trimestral do PIB no período em questão

Fonte: EcoWin / Data: 03/2010

O gráfico 4, por sua vez, sintetiza a informação contida nos gráficos anteriores, relacionando no eixo vertical a queda do PIB do pico em relação ao vale e no eixo horizontal a desinflação máxima observada no período. Nele verificamos que o Brasil apresentou uma das menores sensibilidades da inflação em relação ao produto no período: para cada 1 p.p. de contração do PIB, o IPCA recuou aproximadamente 0,5 p.p. Todos os demais países, com exceção de México e Turquia, se situam à direita da linha correspondente a "taxa de sacrifício" apresentada pelo Brasil (0,5), sugerindo que a contração econômica gerou uma maior desinflação em termos relativos.

Gráfico 4

Relação entre desinflação e contração do PIB*



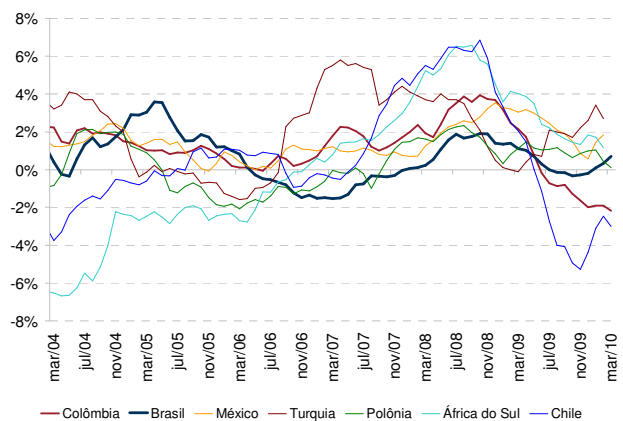
*Não considera Índia e China por não terem apresentado contração trimestral do PIB no período em questão

Fonte: EcoWin / Data: 03/2010

Adicionalmente, como podemos visualizar no gráfico 5, a inflação não caiu abaixo da meta para uma série de países emergentes, com exceção da Colômbia, do Chile e, marginalmente, do Brasil. Pelo contrário, para a maior parte dos países em questão, ela continua a rodar sensivelmente acima da meta, bem como parece ter alcançado seu ponto de inflexão. Por outro lado, para os países desenvolvidos, as medidas de inflação continuam em patamares muito baixos. O núcleo da inflação ao consumidor (exclui alimentos e energia) alcançou nos EUA 1,3% nos 12 meses acumulados até fev/10, patamar inferior à meta implícita de 1,5%-2%, 0,9% na Europa e uma deflação de 1,1% no Japão.

Gráfico 5

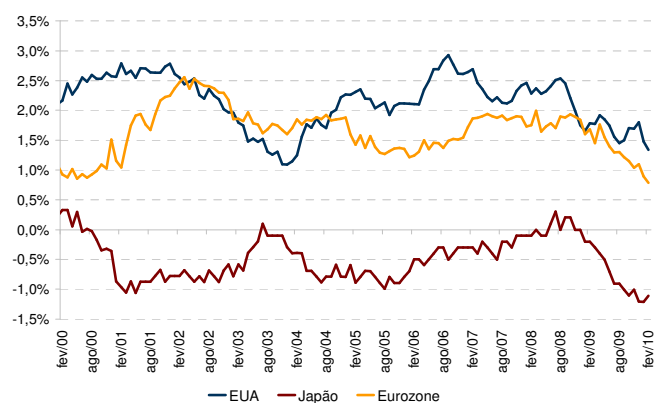
Desvios da inflação em relação à meta - países emergentes



Fonte: EcoWin / Data: 03/2010

Gráfico 6

Núcleo de inflação ao consumidor (acumulado em 12 meses) - países desenvolvidos



Fonte: EcoWin / Data: 03/2010

O cenário para a política monetária coloca de um lado grande parte dos países desenvolvidos, que apresentam um cenário inflacionário benigno, aliado a uma elevada ociosidade dos fatores de produção, sobretudo o mercado de trabalho. Segundo as projeções do FMI, dentre estes países somente os EUA alcançarão em 2010 um nível de PIB acima do de 2008, superando-o em apenas 0,1%.

De outro lado temos os países emergentes, bem como a Austrália, para o qual podemos considerar dois grupos: (i) no primeiro, que inclui o Brasil, a Austrália, a China e a Índia, a atividade econômica dá sinais de excessivo aquecimento, e com a inflação já tendo alcançado o ponto de inflexão, torna imprescindível a retirada dos estímulos. Dentro desse grupo, todos, com exceção do Brasil, já iniciaram um ciclo de aperto monetário com elevação da taxa juros; (ii) no segundo grupo o cenário é ainda incerto, pois os países exibem uma inflação corrente sensivelmente acima da meta, com a atividade econômica dando sinais de recuperação, embora apresentem ainda, em alguma medida, ociosidade dos fatores de produção. Para esse grupo, a evolução tanto da inflação quanto da velocidade de recuperação da atividade econômica nos próximos meses será crucial para determinar quão rapidamente as autoridades monetárias deverão ajustar sua política econômica.

Comentário dos Gestores

As condições de financiamento externo da economia brasileira continuaram a se mostrar positivas em mar/10. Entretanto, prevemos déficits em transações correntes elevados: US\$ 54 bi em 2010 e US\$ 75 bi em 2011, o que representa 2,9% e 3,7% do PIB, respectivamente. O influxo projetado de IED líquido, que considera os investimentos brasileiros no exterior, é de US\$ 25 bi em 2010 e US\$ 35 bi em 2011. Seria a primeira vez desde 2002 que esse fluxo não será suficiente para cobrir o déficit em transações correntes, fazendo com que o financiamento das contas externas dependa do fluxo para bolsa e renda fixa. Levando em conta esse cenário, aliado à expectativa de recuperação um pouco mais forte da economia americana, em função do comportamento do consumo e do mercado de trabalho, mantivemos uma alocação comprada em dólar e vendida em real.

Os dados divulgados corroboraram nosso cenário da recuperação acelerada da atividade econômica no Brasil, com destaque para: (i) o mercado de trabalho - segundo o IBGE a taxa de desemprego alcançou 7,1% em fev/10 (nosso ajuste sazonal), o menor valor para a série histórica, com criação recorde de vagas e elevação da massa nominal de salários e (ii) a produção industrial, que avançou 1,5% em fev/10 ante o mês anterior. Cabe destacar também os níveis recorde de confiança do empresário e do consumidor. Os fatores de produção já exibem uma margem de ociosidade reduzida e representam, portanto, uma pressão altista sobre a inflação, visão compartilhada pelo BC em seu último relatório de inflação.

Nosso cenário básico para a inflação continua a apresentar um IPCA sensivelmente maior do que o centro da meta em 2010 e 2011. Ao longo do mês houve deterioração adicional das expectativas para o IPCA, medidas pelo Banco Central (FOCUS): a mediana das projeções já se encontra em 5,18% para 2010 e 4,74% para 2011, ambas acima do centro da meta de inflação (4,5%), embora ainda abaixo de nossas estimativas.

Levando em conta esse cenário, mantivemos uma alocação comprada na taxa nominal de juros em prazos intermediários. Adicionalmente, também mantivemos as alocações compradas na taxa de inflação implícita nas NTNBS de prazos mais curtos.

Com relação ao mercado de renda variável, diversos indicadores divulgados ao longo do mês de mar/10 deram sinais de que a economia global está se recuperando num ritmo mais robusto. Adicionalmente, as perspectivas de manutenção de juros baixos no curto e médio prazo nas economias desenvolvidas e a diminuição da percepção de risco soberano na Europa fizeram com que as principais bolsas do mundo apresentassem elevados ganhos no mês. No caso específico de Brasil, dado a importância do setor de mineração no índice, a expectativa de aumentos mais pronunciados do minério de ferro foi um fator extremamente positivo no mês.

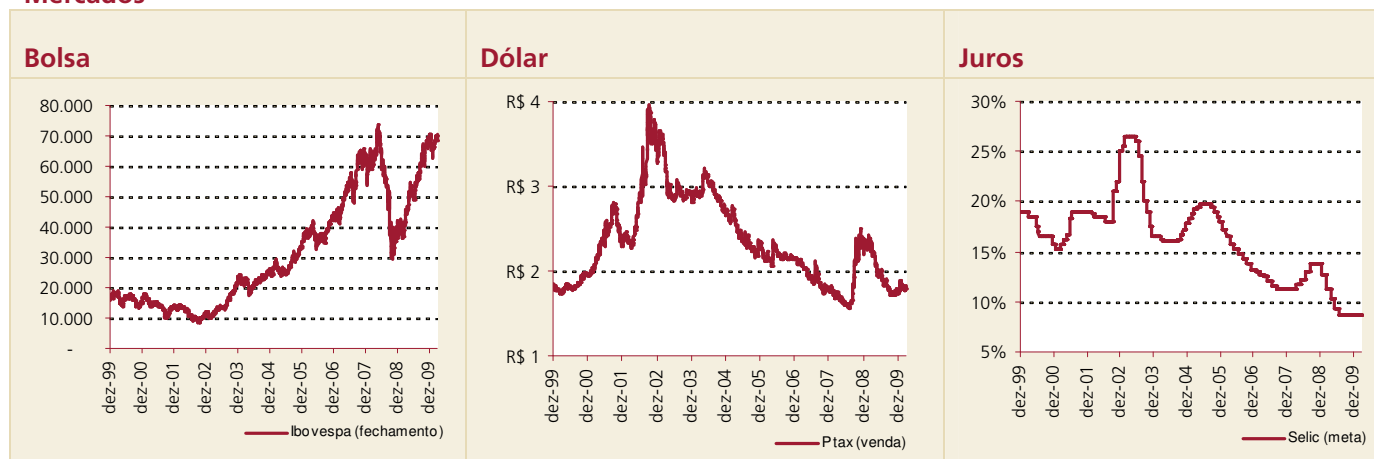
O maior otimismo com a atividade econômica global criou condições para uma forte rotação dos setores mais ligados ao mercado doméstico para os setores de *commodities*, assim como uma maior procura por ativos de maior liquidez. Nossa alocação *underweight* no setor de siderurgia exibiu um desempenho muito fraco, não compensado pelo aumento da exposição ao setor de mineração. Adicionalmente, diversas posições nos setores de consumo não discricionário, *utilities* e setor imobiliário contribuíram para o desempenho inferior ao índice ao longo do mês.

BBM Allocation

Em março, o fundo BBM Allocation apresentou um retorno de 0,54%, acumulando rentabilidade de 16,11% ou 180% do CDI em 12 meses. A divergência do mercado quanto à decisão do COPOM foi determinante para a performance discrepante dos fundos. A classe de multimercados (macro e long short) desempenhou abaixo do esperado; sendo destaque negativo os fundos Axio 30 Hedge e Kondor 60, com retornos de -0,72% e -0,51% respectivamente, e como destaque positivo o fundo Safra Galileo com retorno de 3,21%.

Durante o mês o *portfolio* foi alterado com a inclusão do fundo Safra Galileo na classe macro. Dessa forma, a carteira encerrou o mês composta por 9 fundos Macro (73%), 3 fundos Long Short (17%), 4 fundos de Renda Variável (5%) e 1 fundo Referenciado DI (5%).

Mercados



Rentabilidade dos Fundos

	Últ. 12 meses	Mar/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	8,20%	0,68%	1,82%	9,08%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	03.10.95	6.412	0,5% a.a		CDI
REFERENCIADOS															
BBM Referenciado DI	8,69%	0,73%	1,94%	9,50%	11,72%	11,30%	12,93%				13.02.06	212.041	0,3% a.a		CDI
RENDA FIXA															
BBM Yield Institucional R.F	8,97%	0,74%	1,99%	9,84%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	01.12.95	340.582	0,3% a.a		CDI
MULTIMERCADOS															
BBM Equity Hedge 30	24,18%	-0,10%	2,43%	26,89%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%			02.05.05	290.314	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Allocation FIC	16,23%	0,54%	1,14%	20,19%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%			12.04.05	48.506	1,25% a.a		CDI
BBM Institucional	9,60%	0,59%	1,78%	11,69%	11,57%	11,60%	3,79%				02.10.06	94.705	0,9% a.a	20%	CDI
BBM High Yield	12,35%	0,34%	1,32%	17,82%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	10.08.95	92.935	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Gauss	19,15%	0,20%	1,25%	30,74%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%			30.11.05	746.238	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Bahia FIC	61,69%	-0,57%	0,83%	92,07%	37,04%						28.05.08	95.541	2,0% a.a	20%	CDI
AÇÕES															
BBM Valuation	108,92%	3,38%	3,24%	133,59%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%			30.12.04	241.780	2,0% a.a	20%	Ibovespa
BBM Small Caps	178,35%	-0,62%	1,63%	205,75%	-39,59%						30.05.08	25.385	2,0% a.a	20%	Sml
BBM Femat ¹	39,02%	2,78%	4,60%	40,69%							18.08.09	55.482	2,0% a.a	20%	IBX
CAMBIAL															
BBM Cambial	-22,14%	-1,47%	2,01%	-25,11%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	30.10.97	10.729	1,0% a.a	15%	US\$ + 6% a.a

Indicadores

	Últ. 12 meses	Mar/10	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
POUPANÇA	6,75%	0,58%	0,58%	6,98%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%
CDI	9,05%	0,76%	2,02%	9,90%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%
IGP-M	1,88%	0,94%	0,94%	-1,71%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%
DÓLAR	-21,70%	-1,66%	2,29%	-25,49%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%
IBOVESPA****	67,92%	5,82%	2,60%	82,66%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%
IBX-100****	55,90%	5,21%	1,92%	72,84%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%
SMLL****	136,42%	-1,37%	-1,96%	137,73%	-55,31%	-	-	-	-	-

Equipe de Pesquisa

Beny 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 de Auto-Regulação da ANBID 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 n° 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 n° 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 31 de março de 2010, conforme Prospecto registrado no site da CVM, o valor mínimo para as aplicações iniciais dos funcionários da BBM Administração de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. e/ou de empresas de seu grupo econômico no BBM Femat Fundo de Investimento em Ações passou a ser R\$ 20.000,00 (vinte mil reais). Em 23 de março de 2010, conforme aprovado na Assembléia Geral de Cotistas realizada em 25 de fevereiro de 2010, o Administrador do BBM Femat Fundo de Investimento em Ações passou a ser a BBM Administração de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A. Em 23 de março de 2010, conforme aprovado na Assembléia Geral de Cotistas realizada no dia 08 de fevereiro de 2010, o BBM EQUITY HEDGE 30 FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO teve incluído na sua política de investimento a possibilidade de aquisição de ativos localizados no exterior, respeitados os limites previstos na legislação em vigor. Em 01 de fevereiro de 2010, passou a vigorar o Saldo Mínimo no BBM SMALL CAPS 90 FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES. 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 Ibovespa 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 e BBM FERMAT. 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.