

Cenários e Perspectivas

Economia Internacional

Brasil: cenário externo – Forte deterioração das transações correntes em 2010

Na carta do gestor de set/09 apresentamos nosso cenário para as contas externas brasileiras em 2009/10. Naquele relatório argumentamos que o elevado nível de reservas internacionais e a posição credora em moeda estrangeira do setor público permitiram que o balanço de pagamentos se ajustasse à crise financeira internacional sem gerar muita volatilidade para a atividade econômica doméstica, com a flutuação cambial contribuindo para esse movimento. Adicionalmente, antevíamos que a estabilização das condições financeiras internacionais levaria a um aumento do fluxo de capital para os países emergentes em geral, e para o Brasil em particular, o que permitiria o financiamento de déficits em conta corrente mais elevados.

Desde então, a deterioração das transações correntes (TC) ocorreu de forma mais intensa e rápida do que esperávamos inicialmente, em função tanto da aceleração das importações quanto da reversão da tendência de queda nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Por outro lado, as condições prospectivas para o influxo de investimento estrangeiro direto (IED) e em carteira também foram reavaliadas positivamente. Em um ambiente de estabilização da economia mundial, com políticas monetária e fiscal ainda estimulativas nos países desenvolvidos, há espaço para o financiamento de um déficit em conta corrente mais elevado. Entretanto, a economia brasileira se torna mais vulnerável a mudanças abruptas neste cenário. Consideramos que ao final de 2010 as contas externas deverão apresentar uma posição menos benigna caso tenha que enfrentar condições mais adversas de financiamento, com a soma do déficit em TC e do IED devendo ser negativa em US\$ 25,0 bi (ambos acumulados em 12 meses), ante US\$ 12,2 bi positivos no início da última crise, em out/08.

Deterioração acelerada das transações correntes

A recuperação expressiva das importações nos últimos meses, aliada à reversão na trajetória de melhora do déficit de serviços e rendas ao longo de 2009, motivou uma revisão em nosso cenário para a conta corrente do balanço de pagamentos de 2010.

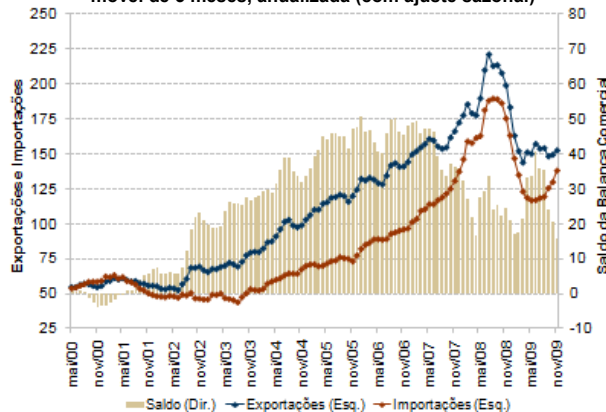
Ao longo da crise, a economia brasileira apresentou um desempenho muito superior ao da maioria dos seus parceiros comerciais. Nosso cenário para o crescimento já considerava uma forte recuperação da atividade econômica, com o PIB apresentando crescimento de 0,2% em 2009 e próximo de 6% em 2010. A demanda interna mostrou-se resiliente durante a crise, sobretudo o consumo. O ajuste da oferta agregada se deu de forma mais intensa vis-à-vis a demanda, na medida em que as empresas tentavam diminuir seu nível de estoques.

Quando analisamos a evolução do saldo comercial, a combinação de câmbio mais depreciado com o processo intenso de ajuste de estoques no final de 2008 e início de 2009 proporcionou uma queda das importações superior à das exportações, que foram sustentadas pela demanda relativamente mais robusta por commodities, especialmente por parte da China, como podemos observar no gráfico 1.

Nos últimos meses, dois fatores contribuíram para a aceleração do crescimento das importações, ambos relacionados à resiliência da economia brasileira: (i) a recuperação dos segmentos de bens intermediários e de bens de capital, e (ii) o fim do processo de redução de estoques, acompanhado da necessidade de recomposição em algumas indústrias específicas.

Gráfico 1

Balança comercial: exportações, importações e saldo US\$ bi. Média móvel de 3 meses, anualizada (com ajuste sazonal)

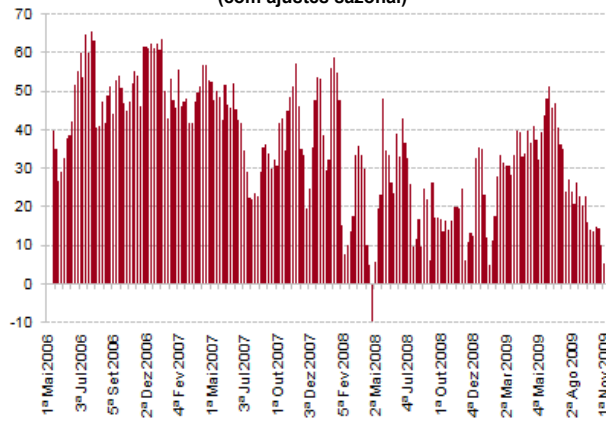


Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 10/2009

Com a relativa estabilidade das exportações, a deterioração do saldo comercial se deu de forma bastante acelerada: a média móvel de quatro semanas do saldo anualizado (com ajuste sazonal) passou de US\$ 32,2 bi na 4ª semana de ago/09 para US\$ 15,6 bi em out/09, rodando próximo de US\$ 11,4 bi em nov/09, como podemos observar no gráfico abaixo.

Gráfico 2

Saldo comercial US\$ bi - média móvel de 4 semanas, anualizado (com ajustes sazonais)



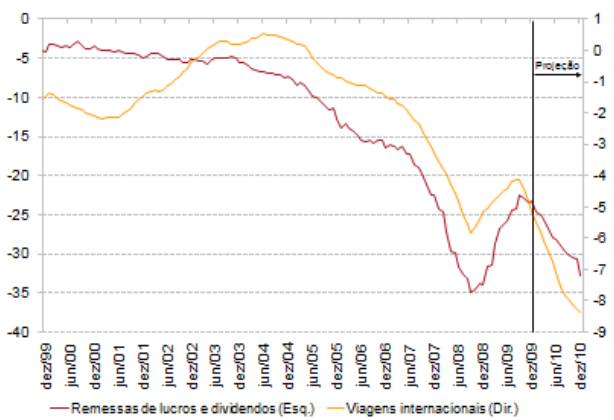
Fonte: MDIC, Banco BBM / Data: 11/2009

Nosso cenário base para a balança comercial, cuja hipótese de câmbio é de R\$ / US\$ 1,70, contempla: (i) importações de US\$ 173 bi em 2010, um crescimento de 36% sobre 2009 (nossa projeção é de US\$ 127 bi) e (ii) exportações de US\$ 169 bi em 2010, um crescimento de 12% ante 2009 (US\$ 152 bi). O crescimento mais robusto das importações deve-se ao desempenho positivo da demanda doméstica no Brasil, superior à média de nossos parceiros comerciais. O saldo comercial deverá alcançar um déficit de US\$ 3 bi em 2010, após registrar um superávit de US\$ 24 bi em 2009. Em termos de trajetória, prevemos uma deterioração acelerada, com o saldo saindo dos atuais US\$ 23,4 bi no 3T09 (dado trimestral anualizado, com ajuste sazonal), para US\$ 9 bi no 4T09 e finalmente um déficit de US\$ 2 bi no 1T10.

Na conta de serviços e rendas, destaca-se o comportamento das remessas de lucros e dividendos. Conforme argumentamos em nossa carta de set/09, o ajuste da conta de serviços e rendas foi mais importante do que o desempenho da balança comercial para a melhora do saldo em transações correntes no final de 2008 e 1º semestre de 2009. Grande parte desse ajuste foi na conta de lucros e dividendos, cujas remessas acumuladas no ano até outubro recuaram 39% em relação ao mesmo período de 2008, passando de US\$ 29 bi para US\$ 17,9 bi em 2009.

Observando-se a composição do nosso passivo externo, a maior participação de capital, na forma de investimento direto e em carteira, em detrimento de dívida, torna o ajuste da conta de serviços e rendas, sobretudo as remessas de lucros e dividendos, mais anticíclico. Nosso cenário de forte crescimento da economia brasileira em 2010, aliado ao nível de câmbio mais apreciado, implica em um aumento expressivo das remessas de lucros e dividendos: para o ano que vem projetamos remessas da ordem de US\$ 33 bi, ante US\$ 23 bi em 2009. Cabe destacar também o comportamento da conta de "viagens internacionais", para a qual projetamos um déficit de US\$ 8 bi em 2010 (US\$ 5 bi em 2009).

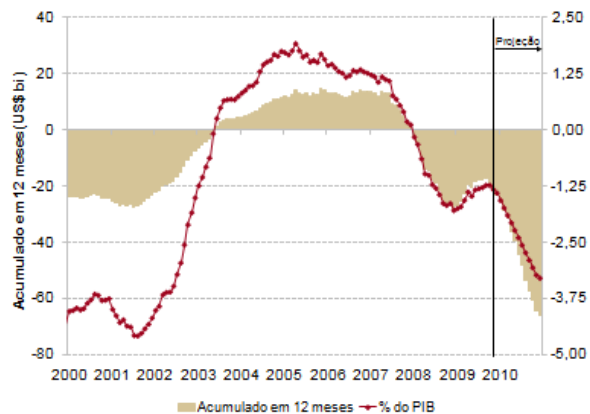
Gráfico 3
Remessa líquida de lucros e dividendos, e viagens internacionais US\$ bi; acumulado em 12 meses



Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 10/2009 (Realizado), e de 11/2009 a 12/2010 (Projetado)

O déficit em transações correntes, após recuar de US\$ 28 bi em 2008 (1,8% do PIB) para US\$ 22 bi em 2009 (1,4% do PIB), alcançará US\$ 65 bi em 2010 (3,3% do PIB), uma deterioração bastante significativa.

Gráfico 4
Saldo em transações correntes US\$ bi e como percentual do PIB (%) - acumulado em 12 meses

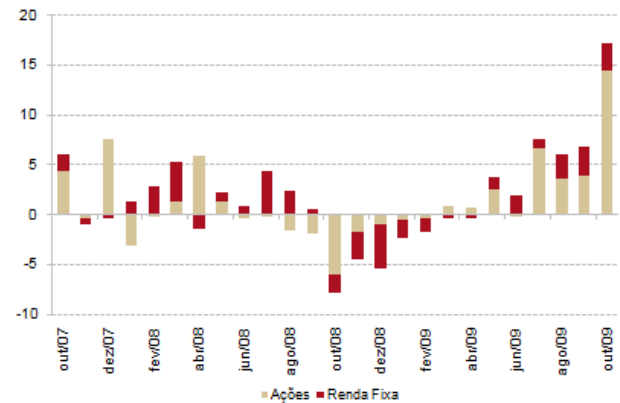


Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 10/2009 (Realizado), e de 11/2009 a 12/2010 (Projetado)

Conta financeira: otimismo e influxo de capitais para o Brasil

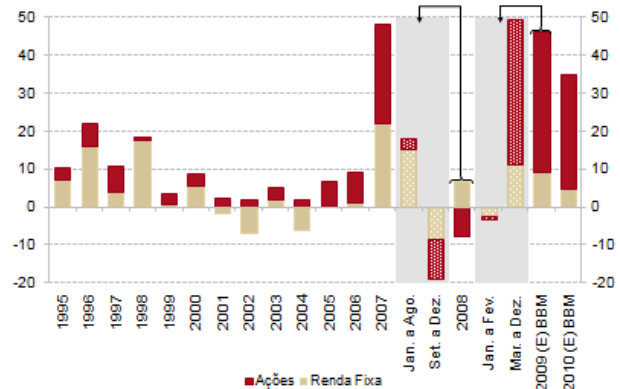
Apesar da ampliação do déficit em transações correntes, as perspectivas para o seu financiamento permanecem bastante favoráveis. Nos últimos meses, temos observado um forte influxo de capitais para as economias emergentes, em um ambiente de políticas fiscais e monetárias expansionistas nas economias maduras, conforme ressaltamos na carta de out/09. Nesse contexto, o Brasil ganhou destaque em função da resiliência apresentada pela economia frente ao choque externo, das perspectivas de crescimento favoráveis para 2010 e da importância relativa do mercado interno. A análise dos dois gráficos abaixo ilustra bem esse ponto.

Gráfico 5
Investimento estrangeiro em carteira, renda fixa e renda variável US\$ bi; dados mensais



Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 10/2009

Gráfico 6
Investimento estrangeiro em carteira, renda fixa e renda variável US\$ bi; dados anuais



Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 10/2009 (Realizado), e de 11/2009 a 12/2010 (Projetado)

No dia 19 de outubro o governo decidiu taxar os ingressos de capital estrangeiro tanto em renda fixa quanto em renda variável, com a cobrança de IOF de 2% no momento da entrada. Acreditamos que essa medida isoladamente deverá ter um impacto limitado sobre os ingressos esperados para 2010. Esse impacto se concentrará nos investimentos para renda fixa, que deverão alcançar US\$ 5 bi em 2010, uma redução de aproximadamente 50% ante 2009. Por sua vez, o investimento em ações deverá sofrer menos, alcançando US\$ 30 bi em 2010, ante US\$ 38 bi em 2009. Com relação ao IED, projetamos um aumento dos ingressos nos próximos trimestres. Para 2010 o fluxo deverá ser de US\$ 40 bi, após alcançar US\$ 24 bi em 2009.

Dessa forma, apesar da deterioração significativa do saldo em transações correntes, o resultado consolidado do balanço de pagamentos ainda permanecerá positivo em 2010, ao redor de US\$ 10 bi, após um resultado projetado de US\$ 40 bi em 2009.

Cenário econômico global ainda complexo e riscos do aumento da alavancagem externa

A deterioração das contas externas analisada acima não representa um risco significativo para a economia brasileira em 2010 em função do: (i) elevado volume de reservas internacionais, atualmente em US\$ 240 bi; (ii) posição credora do governo em dólares e balanço dos agentes privados pouco alavancado em moeda estrangeira, o que atenua os problemas de eventuais correções da taxa de câmbio e (iii) padrão de ajuste contra-cíclico do BP, conforme observado durante a crise financeira de 2008. O crescimento mais elevado da economia brasileira, sobretudo em relação aos países desenvolvidos, alcançaria seu ponto máximo em 2010. Na medida em que haja alguma convergência das taxas de crescimento, é de se esperar uma redução dos déficits em transações correntes a partir de 2011.

Contudo, o Brasil caracteriza-se por ser um país de baixa poupança doméstica, tanto privada quanto pública, o que implica necessariamente o recurso à poupança externa em momentos de aceleração do crescimento econômico e das taxas de investimento. Assim, acreditamos que a economia brasileira deverá conviver com níveis mais elevados de déficits externos nos próximos anos.

A questão sobre qual seria o nível sustentável desses déficits permanece em aberto. Embora a economia brasileira seja capaz de enfrentar um cenário de piora nas condições de financiamento externo e depreciação cambial, a reversão do saldo em transações correntes não é isenta de riscos. De fato, a posição das contas externas no início da última crise era muito sólida: em out/08 a soma do saldo em transações corrente (TC) e do investimento estrangeiro direto (IED) acumulados em 12 meses era positiva em US\$ 12,2 bi (US\$ 38,2 bi de IED acumulado em 12 meses). Em nosso cenário, ao final de 2010 a "posição inicial" será menos benigna, com a soma do déficit em TC e o IED sendo negativa em US\$ 25,0 bi. Os ajustes de taxa de câmbio e no crescimento econômico que se fariam necessários em um cenário de reversão abrupta de fluxos de capital tendem a ser mais severos do que os observados recentemente.

Renda Fixa & Multimercados Macro

No mercado de moedas, o cenário permanece positivo para os fluxos de capital direcionados aos países emergentes, em especial ao Brasil, tendo em vista a recuperação mais rápida da economia doméstica e o ambiente global de redução da aversão ao risco e ampla liquidez. Desta forma, mantivemos posições compradas em real e vendidas no dólar americano.

Entretanto, conforme exposto na análise do cenário macroeconômico, a aceleração recente no crescimento das importações e a reversão da tendência de queda nas remessas de lucros e dividendos contribuem para ampliar de forma expressiva o déficit em transações correntes, especialmente nossas expectativas para o resultado de 2010. Adicionalmente, as incertezas quanto à eventual adoção de medidas de aumento do controle de capitais, como foi a taxação do IOF implementada em outubro último, tendem a ampliar a volatilidade no mercado de câmbio. Neste contexto, optamos por reduzir o risco alocado nas posições de moedas.

O cenário para a política monetária caracteriza-se por uma inflação benigna no curto prazo. A inflação de *tradables* permanece bem comportada e a elevada inércia dos preços administrados e dos serviços contribuirá para manter baixa a pressão inflacionária até meados de 2010. Nesse cenário, mantivemos uma alocação vendida na taxa de juros real de curto prazo.

Renda Variável & Multimercados Long Short

No mercado de renda variável, nossas posições mantiveram-se concentradas em empresas de maior liquidez e voltadas para o consumo interno, com destaque para posições específicas nos setores de *utilities*, imobiliário, aviação e saúde. Cabe destacar que a postura mais cautelosa adotada em outubro, com preferência por empresas líquidas diante do aumento da volatilidade, foi importante para o resultado de novembro, uma vez que facilitou a realocação dos nossos fundos. Esse reposicionamento teve como objetivo explorar oportunidades de ganhos em empresas específicas, em função de nossa análise fundamentalista, sobretudo após a queda do IBOVESPA para próximo de 60 mil pontos no início de novembro.

No fundo BBM Valuation mantivemos em média uma posição comprada em 95% da carteira. Individualmente, os maiores ganhos vieram de posições *overweight* nos setores imobiliário, de saúde e empresas do setor aéreo. A menor exposição relativa aos setores de siderurgia e mineração também renderam ganhos acima do índice em novembro. Ao longo do mês o fundo teve em média em sua carteira um total de 40 ações, distribuídas em 10 setores. O retorno no mês foi de 11,47% contra 8,93% do Ibovespa. Nos últimos 12 meses o fundo obteve um ganho de 56,8 pontos percentuais acima do índice.

No fundo BBM EH 30, em função do cenário de maior incerteza, optamos por manter a estratégia de evitar posições direcionais expressivas, buscando oportunidades em papéis específicos. Com isso o fundo apresentou uma menor exposição comprada, que girou em torno de 6% ao longo do mês de novembro. Os maiores ganhos no mês vieram de spreads intrasetoriais nos setores financeiro, telecomunicações e consumo. Adicionalmente, spreads intersetoriais nos setores de indústria, transporte, *utilities* e petroquímico renderam ganhos positivos. Posições compradas nos setores de saúde, tecnologia e telecomunicações também contribuíram positivamente. Ao longo do mês o fundo teve em média 95 ações distribuídas em 11 setores. O rendimento alcançou 1,76%, contra 0,66% do CDI. Nos últimos 12 meses o fundo acumulou um ganho de 27,19%, o que representa 266% do CDI.

BBM Allocation

Em novembro, o fundo BBM Allocation apresentou um retorno de 1,37%, equivalente a 208% do CDI, acumulando rentabilidade de 18,58% ou 204% do CDI em 2009. A maior contribuição para o resultado do mês veio das classes de renda variável e de *long shorts*.

O portfólio sofreu alteração em virtude da substituição de um fundo por outro da mesma gestora e do resgate total de um fundo, ambos na classe macro; assim como também pela redução da exposição em ações, com a saída de um fundo da classe de renda variável. Com isto, a carteira encerrou o mês composta por 9 fundos Macro (74,11%), 2 fundos Long Short (11,07%), 3 fundos de Renda Variável (6,92%) e 1 fundo Referenciado DI (7,90%).

Mercados



Rentabilidades dos Fundos

	Últ. 12 meses	Nov/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	9,63%	0,59%	8,38%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	18,03%	03.10.95	7.016	0,5% a.a		CDI
REFERENCIADOS															
BBM Referenciado DI	10,02%	0,63%	8,74%	11,72%	11,30%	12,93%					13.02.06	208.356	0,3% a.a		CDI
RENDA FIXA															
BBM Yield Institucional R.F	10,37%	0,65%	9,06%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	18,76%	01.12.95	332.977	0,3% a.a		CDI
MULTIMERCADOS															
BBM Equity Hedge 30	27,93%	1,76%	25,00%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%				02.05.05	137.131	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Allocation FIC	22,25%	1,37%	18,58%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%				12.04.05	42.995	1,25% a.a		CDI
BBM Institucional	12,55%	0,71%	10,83%	11,57%	11,60%	3,79%					02.10.06	75.901	0,9% a.a	20%	CDI
BBM High Yield	19,30%	0,58%	16,39%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	18,74%	10.08.95	80.624	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Gauss	36,00%	0,63%	28,51%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%				30.11.05	393.001	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Bahia FIC	115,75%	0,80%	84,19%	37,04%							28.05.08	65.873	2,0% a.a	20%	CDI
AÇÕES															
BBM Valuation	144,72%	11,47%	125,70%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%				30.12.04	148.265	2,0% a.a	20%	Ibovespa
BBM Small Caps	72,16%	13,34%	184,99%	-39,59%							30.05.08	16.902	2,0% a.a	20%	Sml
CAMBIAL															
BBM Cambial	-22,05%	-0,30%	-24,71%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	66,94%	30.10.97	13.319	1,0% a.a	15%	US\$ + 6% a.a

Indicadores

	Últ. 12 meses	Nov/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
POUPANÇA	7,23%	0,50%	6,39%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%	9,14%
CDI	10,43%	0,66%	9,11%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%	19,09%
IGP-M	-1,55%	0,10%	-1,46%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%	25,31%
DÓLAR	-24,62%	0,37%	-25,10%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%	52,27%
IBOVESPA****	83,84%	8,93%	78,55%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%	-17,80%
IBX-100****	79,33%	8,46%	69,90%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%	4,78%
SMLL*****	140,95%	12,59%	126,77%	-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. 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 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.