

Caso não consiga visualizar o email abaixo acesse [http://www.bbminvestimentos.com.br/gestor/04\\_09/cartagestor.htm](http://www.bbminvestimentos.com.br/gestor/04_09/cartagestor.htm)



## Carta do Gestor

Abril 2009

### Cenário e Perspectivas

#### Economia Mundial

A melhora recente das condições financeiras, em especial dos mercados acionários, está relacionada aos sinais de estabilização da demanda global que, em conjunto com o avanço no ciclo de estoques na indústria, abre espaço para uma moderação no ritmo da contração da atividade econômica nos próximos meses. A despeito dessa forte mudança na percepção dos mercados, julgamos ser ainda prematuro antecipar uma recuperação sustentada da economia global.

Recessões sincronizadas e acompanhadas de crises financeiras tendem a ser longas e severas. A forte deterioração do mercado de trabalho nos países desenvolvidos indica que os riscos para a evolução da demanda no médio prazo continuam elevados.

Como mencionado em cartas anteriores, uma recuperação sustentável da economia global depende crucialmente da estabilização do sistema financeiro dos países centrais. O plano do governo americano de avaliação dos balanços dos bancos e as indicações de que todas as instituições permanecem solventes reduziram os riscos sistêmicos, reforçando a melhora recente das condições financeiras. Porém, é provável que as condições de crédito continuem a restringir o crescimento por um prazo prolongado.

Mesmo que uma recuperação esteja a caminho, como resposta aos estímulos monetários e fiscais implementados ao longo dos últimos meses, é provável que esta seja lenta. A necessidade de desalavancagem das famílias americanas e do setor financeiro deverá manter o crescimento do consumo e do crédito americano fraco tomado de um ponto de vista de médio prazo. O baixo nível de utilização da capacidade instalada na indústria e o elevado nível de incerteza, por sua vez, deverão manter o setor privado cauteloso, restringido assim o crescimento do investimento e do emprego. Por fim, os elevados déficits fiscais decorrentes das ações dos governos nos países desenvolvidos deverão ser revertidos no médio prazo, o que poderá limitar a próxima expansão econômica.

#### Economia Brasileira

Os dados referentes a março reforçaram nossa visão benigna do balanço de pagamentos da economia brasileira. O déficit em conta corrente, cuja tendência de aumento foi revertida no início de 2009, será da ordem de 1% do PIB este ano ou cerca de US\$ 10 bi, e deverá ser facilmente financiado pela entrada de capitais. Contribuíram para essa melhora (1) a forte contração da demanda doméstica e a desvalorização do câmbio real, com efeitos positivos sobre a balança comercial e a conta de serviços e rendas; (2) a recuperação da economia chinesa, com reflexo positivo sobre as cotações das *commodities* e (3) a diminuição da aversão ao risco global e a percepção de que o Brasil possui fundamentos econômicos sólidos.

O saldo comercial não sofrerá uma deterioração acentuada em 2009, apesar da piora dos termos de troca da economia brasileira e da forte contração da demanda global. Além dos efeitos da desvalorização do real, cabe destacar que a retração da produção industrial interna levou a uma queda das importações de bens intermediários de 30,1% no 1º trimestre de 2009 na comparação com o mesmo trimestre de 2008 e de 25% na comparação com o 4º trimestre de 2008. Projetamos um superávit comercial de US\$ 22 bi em 2009, ante US\$ 23 bi de 2008, com uma queda nominal de 25% das importações, ligeiramente superior àquela das exportações, de 22%.

A maior participação dos investimentos diretos e em carteira no influxo de capitais ao longo dos últimos anos, em detrimento das emissões de dívida, contribuiu positivamente para o ajuste do balanço de pagamentos, ao tornar o saldo em conta corrente mais anticíclico: a queda da atividade econômica e a desvalorização do real diminuirão sensivelmente a rentabilidade em moeda estrangeira do nosso passivo externo. Segundo nossas estimativas, o déficit da conta de serviços e rendas passará de US\$ 57 bi em 2008 para US\$ 36 bi em 2009, sendo a maior contribuição da conta de lucros e dividendos, com déficit de US\$ 15 bi em 2009, ante US\$ 34 bi em 2008.

Essa posição externa robusta também contribui para reduzir o risco de pressões inflacionárias advindas da desvalorização da moeda. Pelo contrário, a queda no preço internacional das *commodities* e bens industriais tem reduzido a inflação no atacado. A deflação acumulada entre dez/08 e abr/09 pelos preços industriais (medidos a partir do IPA-DI) atingiu -4,8%, configurando um cenário extremamente benigno para a inflação de bens *tradables* ao consumidor.

No que tange à atividade econômica nossa visão pouco se alterou. Ainda consideramos que o consumo das famílias será o componente mais resiliente da demanda agregada em 2009. Contribuiu para este cenário a estabilização das condições de crédito para pessoa física em março, ainda que em patamares inferiores àqueles observados até o 3º trimestre de 2008. A taxa de inadimplência total (atraso superior a 15 dias) do crédito para pessoas físicas manteve-se estável em 15,5% no mês, com a taxa de juros recuando de 46,6% em fev/09 para 43,7% em mar/09.

A produção industrial cresceu apenas 0,7% em mar/09, com destaque negativo para o setor de bens de capital, que caiu 6,3% no mês, e de bens intermediários, com alta de apenas 0,3%. Frente a quedas mais modestas da demanda final, a lenta recuperação da indústria sinaliza que o processo de ajuste de estoques é mais profundo e tem se estendido mais do que era esperado há alguns meses.

Por sua vez, a absorção de bens de capital (*proxy* para o investimento em máquinas), apesar de apresentar um aumento de 3,1% em mar/09 na comparação com fev/09, ainda se mantém em níveis muito baixos, próximos aos patamares do 2º semestre de 2007. A deterioração adicional das condições de crédito para pessoa jurídica em mar/09 reforçou a visão de que o investimento será o componente da demanda agregada com maior retração em nosso cenário base para 2009. O índice de confiança do empresário medido pela FGV e os índices de utilização da capacidade instalada da indústria mantêm-se ainda, em patamares muito baixos, sinalizando que a retomada consistente dos investimentos demandará tempo.

Acreditamos que a conjunção da situação favorável de nossas contas externas com a lenta recuperação da atividade econômica e a permanência de um

significativo grau de ociosidade dos fatores de produção configuraram um cenário muito benigno para a inflação. Com as expectativas para o IPCA tanto em 2009 quanto em 2010 bem ancoradas e abaixo do centro da meta de 4,5%, acreditamos que BC prosseguirá no processo de distensão da política monetária.

## Renda Fixa & Multimercados Macro

---

O cenário benigno para a inflação levou o BC a reduzir novamente a taxa de juros Selic, desta vez em 100 bps, na reunião de abril. Acreditamos que, mesmo considerando-se a queda já acumulada de 3,5 pontos percentuais desde o início do movimento de distensão monetária, ainda existe espaço para flexibilização adicional.

Sendo assim, mantivemos nossas posições vendidas na taxa de juros. Ao longo do mês, a estratégia de composição da carteira entre taxas nominais pré-fixadas e títulos indexados à inflação, ou seja, o tamanho de nossa posição vendida em taxa nominal ou real de juros, ajusta-se ao nível de inflação esperado implicitamente pelo mercado na precificação dos papéis.

Nossas projeções para o Balanço de Pagamentos contemplam uma redução do déficit em transações correntes em 2009 para 1% do PIB, graças à forte contração das importações e ao recuo substancial das remessas de lucros e dividendos. Tanto os fundamentos favoráveis de nossas contas externas quanto a melhora nos fluxos de capital para o Brasil aumentam a probabilidade de apreciação do real.

A mudança no padrão das intervenções cambiais do BC reforça esse cenário. Desde set/08 o BC vendeu no mercado *spot* 14,6 US\$ bi e emitiu 32 US\$ bi em *swaps* passivos no mercado futuro. Desde fev/09, o BC vendeu apenas 220 US\$ mi, deixando de rolar 7,6 US\$ bi em *swaps* passivos - o que, na prática, representa uma compra de dólares.

Neste cenário de redução do grau de aversão ao risco, optamos por montar uma posição comprada em real ao longo de abril. Essa posição direcional foi construída contra uma cesta de moedas, que inclui o dólar americano, o dólar australiano e o euro, de modo a diversificar riscos específicos a esses países.

A despeito dessa redução da volatilidade e da incerteza no cenário econômico global, ainda é recomendável uma utilização parcimoniosa dos limites de risco de nossos fundos, de modo que os gestores estejam preparados para tirar proveito de eventuais oportunidades no futuro.

## Renda Variável & Multimercados Long Short

---

Os dados positivos da economia mundial e algumas divulgações de resultados corporativos, acima das estimativas dos analistas contribuíram para diminuir o grau de aversão ao risco em abril, impulsionando as bolsas mundiais, com reflexos favoráveis para a bolsa brasileira.

O ganho de confiança do investidor beneficiou a estratégia do fundo BBM Valuation. O posicionamento em papéis de empresas de menor porte, mais sensíveis a variações no índice, gerou ganhos significativos. O fundo manteve também suas posições em papéis com fundamentos atrelados ao mercado doméstico, nos setores de consumo, imobiliário e saúde, responsáveis pelos maiores ganhos no mês. Uma posição específica no setor de telecomunicações gerou elevados rendimentos.

Ao longo do mês a carteira do fundo BBM Valuation foi diversificada em 68 ações distribuídas em 17 setores. O retorno em abril foi de 22,81% contra 15,55% do Ibovespa, acumulando nos últimos 12 meses 15,06% acima do índice.

O fundo BBM EH 30 detém em sua carteira papéis de menor liquidez, não ligados ao índice, comprados a preços atrativos ao longo de 2009, em função do cenário econômico desfavorável. Em abril, com a diminuição do grau de aversão ao risco e a melhora das condições de mercado, os papéis se valorizaram de forma significativa. Dessa forma, o fundo optou por realizar parte dessas posições. Os maiores ganhos no mês vieram de posições em empresas ligadas ao mercado interno, a partir de *spreads* contra o índice nos setores imobiliário, consumo e telecomunicações. Outros ganhos representativos para o fundo vieram de *spreads* intra-setoriais em energia, papel e celulose.

Ao longo do mês o fundo BBM EH 30 apresentou baixa exposição ao risco, com uma carteira diversificada entre 129 ações distribuídas em 18 setores. O retorno foi de 4,21% (501,38% do CDI), acumulando nos últimos 12 meses um ganho de 18,02% (141,89% do CDI).

## BBM Allocation

---

O BBM Allocation apresentou uma variação de 1,56% no mês de abril, equivalente a 186% do CDI, resultando em uma rentabilidade no ano de 6,33% ou 168% do CDI. Todas as classes contribuíram com retorno positivo, com destaque para a categoria dos fundos de Renda Variável.

Com relação à composição do portfólio, fizemos realocações marginais entre os fundos Macro e substituímos um fundo da categoria Renda Variável. Com isso, a carteira encerrou o mês dividida em 10 fundos Macro (84,30%), 1 fundo Long Short (7,93%), 2 fundos de Renda Variável (3,69%) e 1 fundo Referenciado DI (4,08%).

Mercados



Rentabilidades dos Fundos

	Últ. 12 meses	Abr/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	11,90%	0,78%	3,53%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	18,03%	03.10.95	9.171	0,5% a.a		CDI	
<b>REFERENCIADOS DI</b>																
BBM Ref. DI	11,96%	0,80%	3,60%	11,72%	11,30%	12,93%					13.02.06	158.091	0,5% a.a		CDI	
<b>RENDA FIXA</b>																
BBM Yield Créd. Priv.	12,61%	0,83%	3,75%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	18,76%	01.12.95	405.355	0,3% a.a		CDI	
<b>CAMBIAL</b>																
BBM Cambial	34,07%	-5,42%	-6,54%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	66,94%	30.10.97	15.008	1,0% a.a	15%	US\$ + 6% a.a	
<b>MULTIMERCADOS</b>																
BBM Equity Hedge 30	17,55%	4,21%	9,51%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%				02.05.05	47.128	2,0% a.a	20%	CDI	
BBM Allocation FIC	8,89%	1,56%	6,33%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%				12.04.05	61.888	1,25% a.a		CDI	
BBM Institucional	13,59%	0,84%	4,70%	11,57%	11,60%	3,79%					02.10.06	66.929	0,9% a.a	20%	CDI	
BBM High Yield 1	16,55%	1,13%	7,62%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	18,74%	10.08.95	94.487	2,0% a.a	20%	CDI	
BBM High Yield 30	16,53%	1,11%	7,62%	9,56%	-0,90%						31.07.07	21.365	2,0% a.a	20%	CDI	
BBM Gauss	34,10%	2,86%	14,75%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%				30.11.05	90.009	2,0% a.a	20%	CDI	
BBM Bahia FIC <sup>1</sup>	89,19%	8,55%	38,05%	37,04%							28.05.08	22.122	2,0% a.a	20%	CDI	
<b>RENDA VARIÁVEL</b>																
BBM Valuation	-16,40%	22,81%	40,20%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%				30.12.04	90.599	2,0% a.a	20%	Ibovespa	
BBM Small Caps <sup>1</sup>	-11,09%	31,87%	47,18%	-39,59%							30.05.08	8.219	3,5% a.a		Sml	

Indicadores

	Últ. 12 meses	Abr/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
<b>POUPANÇA</b>	8,10%	0,55%	2,50%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%	9,14%
<b>CDI</b>	12,61%	0,84%	3,76%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%	19,09%
<b>IGP-M</b>	5,30%	-0,15%	-1,07%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%	25,31%
<b>DÓLAR</b>	31,70%	-6,11%	-6,98%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%	52,27%
<b>IBOVESPA****</b>	-31,83%	15,55%	25,94%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%	-17,80%
<b>IBX-100****</b>	-31,67%	13,17%	24,62%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%	4,78%
<b>SMLL****</b>	-42,16%	32,64%	29,41%	-55,31%	-	-	-	-	-	-

## Equipe de Pesquisa

**Bery Parnes**  
Diretor BBM Investimentos

**Tomás Brisola**  
Economista-Chefe de 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)



\* 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, este fundo 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. De forma a permitir a correta comparação, as rentabilidades deste indicador têm como base a data de início do fundo BBM Small Caps (30/05/2008). <sup>1</sup> Este fundo tem menos de 12 (doze) meses, e, para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. As informações constantes das colunas "Últ. 12 meses" e

"PL Médio R\$ (mil)" relativas aos fundos Bahia FIC FIM e do BBM Small Caps se baseiam no período compreendido entre 30/05/2008 (data de início de funcionamento de ambos os fundos) e 30/04/2009. 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. Informamos que as referidas incorporações não geraram modificação na política de investimento ou nas taxas de administração e performance que vinham sendo aplicadas ao fundo incorporador e aos fundos incorporados. 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 28 de fevereiro de 2007 o Fundo BBM Yield Institucional FI Renda Fixa Crédito Privado incorporou o Fundo BBM Yield II Institucional FI Renda Fixa, anteriormente denominado BBM Yield FI Referenciado DI, conforme aprovado em Assembleia Geral de Cotistas realizada em 28 de fevereiro de 2007. No ato da incorporação foram emitidas novas cotas do BBM Yield Institucional FI RF e entregues aos cotistas do BBM Yield II Institucional FI RF em substituição e proporcionalmente aos seus direitos extintos. O fundo BBM High Yield 1 FIM está temporariamente fechado para aplicações. 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 1, BBM Valuation 1, BBM Gauss, BBM Referenciado DI, BBM Equity Hedge 30, BBM Institucional, BBM High Yield 30 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.