

## Cenário e Perspectivas

### O Brasil na Crise Mundial

Em nossa visão, três fatores condicionam o desempenho relativo da economia brasileira quando comparada à economia mundial: a intensidade do choque que estamos vivenciando, a condição inicial e a resposta de política econômica. O Brasil está numa situação muito favorável em todos esses quesitos, tanto em comparação ao seu passado recente, quanto em relação a seus pares.

1. O Brasil não está no centro da crise, apesar de obviamente ser afetado por ela. A economia mundial já mostra sinais de estabilização no curto prazo e as condições financeiras voltaram a melhorar, beneficiando o fluxo de comércio e de capitais para o Brasil. A China, que hoje é o maior mercado para nossas exportações, continua crescendo a taxas elevadas, ainda que menores do que nos anos anteriores.
2. Sua condição inicial é muito boa, no que tange: (i) A qualidade do balanço do governo, atualmente credor em dólares, com reservas em cerca de US\$ 200 bilhões, até o momento, preservadas. A dívida líquida em relação ao PIB encontra-se no nível mais baixo desde 1998, e mesmo considerando o recente relaxamento fiscal, a dinâmica de médio prazo é razoavelmente bem comportada. (ii) O setor financeiro brasileiro, pouco alavancado, bem capitalizado e com provisões adequadas, não desenvolveu dinâmicas de bolha de ativos, especialmente no setor imobiliário.
3. Por fim, a reação de política econômica do Banco Central foi muito positiva: (i) permitiu uma flutuação do câmbio para corrigir o Balanço de Pagamentos sem perda de reservas, (ii) atuou nos mercados mais estressados, como derivativos, provendo *funding* para alguns setores específicos e (iii) iniciou um processo de relaxamento monetário que ainda está em curso, mantendo sempre as expectativas de inflação controladas.

Apesar dessa conjuntura inicial positiva, o Brasil foi duramente afetado pela crise e a economia passará por uma recessão este ano. Isso é consequência tanto da magnitude do choque externo, como da crescente integração do Brasil aos mercados mundiais; as exportações e o investimento foram afetados, apesar de o consumo doméstico ter ficado relativamente estável. O mais importante é que, em nossa opinião, as restrições externas e internas para a queda do juros não estão ativas, uma vez que não vislumbramos riscos significativos, seja para o financiamento de seu balanço de pagamentos, seja para um aumento relevante da inflação.

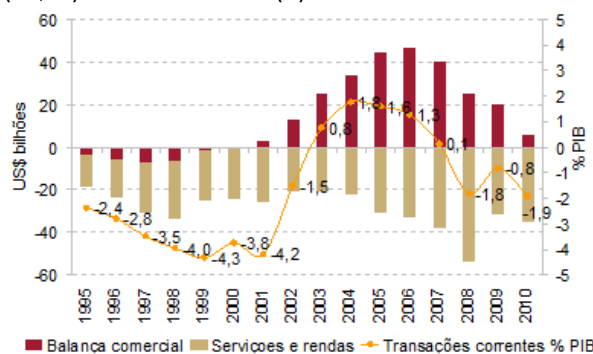
### Setor externo

As contas externas se ajustam hoje a um choque, de forma mais rápida e menos custosa em termos de perda de produto. Além de a economia ter se tornado mais aberta, a participação do investimento no passivo externo total cresceu em relação à dívida, o que torna o comportamento do balanço de pagamentos mais anticíclico do que no passado. A rápida deterioração do déficit em conta corrente, que se formava no ano passado, foi revertida. Projetamos um déficit em conta corrente de menos de 1% do PIB este ano, que deve ser facilmente financiado pela entrada de capitais. Esse ajuste se deu em função da rápida desvalorização do real, em parte já revertida, e da forte contração da demanda doméstica. Projetamos a manutenção do superávit comercial em 2009 e 2010. A conta de serviços e rendas teve uma reversão notável, devendo atingir, segundo nossas estimativas, um déficit de US\$ 35 bi em 2009 ante um de US\$ 53 bi em 2008, principalmente devido à queda na remessa de lucros e dividendos.

Adicionalmente, a recuperação da economia chinesa, impulsionada pelo estímulo oficial do crédito, nos ajuda diretamente via sustentação das cotações das *commodities*. A recente redução na aversão global ao risco também nos beneficia, pois o Brasil é classificado num grupo de países emergentes com situação macroeconômica estável, com o benefício da correlação positiva com a economia chinesa.

O balanço do setor público, atualmente credor em dólares, elimina dinâmicas perversas entre desvalorizações cambiais e deterioração na posição fiscal, que no passado levaram a piora nas expectativas e a desvalorizações cambiais subsequentes. Dessa forma, reduziu-se a volatilidade da taxa de câmbio, o que ajuda na formação das expectativas de inflação. Além disso, o cenário externo mais favorável reduz o risco de desvalorizações adicionais, permitindo o repasse da queda de preço das mercadorias transacionáveis para os preços domésticos. A deflação acumulada no núcleo do IPA industrial, de 4,8% entre dezembro de 2008 e abril deste ano, ilustra esse ponto.

**Gráfico: Externo – Saldo comercial e conta de serviços e rendas (US\$ bi.) e conta corrente / PIB (%)**



Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 2008 (Realizado) e 2009 – 2010 (Projetado)

## Condições internas

Nosso cenário considera que a ociosidade dos fatores de produção persistirá, pelo menos até ao final deste ano. Este é mais um aspecto da integração da indústria brasileira aos mercados mundiais. Com o excesso de oferta de bens industriais em todo o mundo, é extremamente improvável que este também não se manifeste aqui, através de uma produção industrial deprimida – cuja oferta está concentrada em bens mais cíclicos.

De qualquer modo, a queda na utilização de fatores na indústria se deve a uma queda nos estoques e na demanda. Fizemos um estudo tentando separar o efeito do ciclo dos estoques do efeito da queda da demanda, para podermos projetar a recuperação da produção industrial ao longo de 2009. Sendo assim, a partir de uma projeção da demanda, formada por consumo das famílias, pela absorção de bens de capital e pelas exportações, obtém-se a produção industrial que igualaria a demanda estimada. No nosso modelo, o erro dessa previsão corresponderia, então, à variação de estoques. Fizemos a hipótese de que os estoques retornarão à sua média histórica de cerca de 24 dias de vendas. Dessa forma, em nosso cenário a produção industrial se recuperará ao longo do ano de 2009, já levando em conta o fim do ciclo de estoques, mas o PIB deverá contrair-se 1,6% esse ano, o que fará com que o hiato do produto permaneça em cerca de -1% do PIB em 2009.

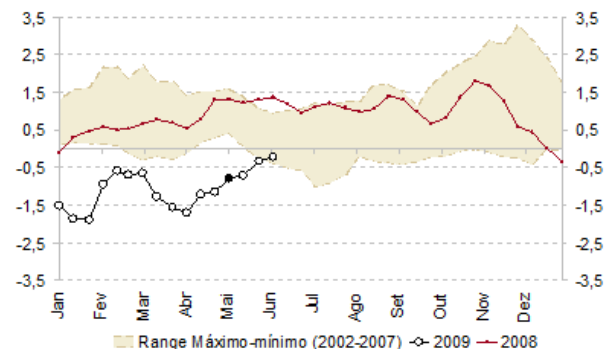
Todos esses fatores implicam um cenário benigno para inflação em 2009 e 2010, com espaço para relaxamento monetário adicional em 2009. Nossos modelos indicam uma trajetória onde a Selic pode chegar a 8,75% neste ano, voltando a 9,5% no próximo ano. Ou seja, em 2009 o juro básico deverá ficar abaixo de um juro teoricamente neutro, graças à existência de ociosidade na economia. Em nossas projeções, a inflação permanece praticamente no centro da meta em 2009 e 2010. É interessante notar que a inflação corrente ao consumidor tem caído lentamente, mesmo após a desaceleração súbita da produção industrial verificada nos últimos meses. Esse resultado é congruente com as previsões dos nossos modelos, que indicam uma persistência inflacionária superior àquela observada em outros países.

Por sua vez, apesar de o mercado de crédito doméstico já dar sinais de alguma estabilização, a inadimplência permanece crescendo no setor corporativo. O fluxo de capitais para o setor corporativo ainda não foi restabelecido plenamente, apesar de o Brasil ter sido muito menos atingido que outros mercados emergentes. As operações de emissão de títulos no mercado de capitais praticamente cessaram, e empresas de maior qualidade passaram a se financiar no mercado doméstico, quando no passado obtinham crédito de longo prazo no mercado externo com ampla facilidade. Empresas menores, em geral mais alavancadas, sofreram duplamente com os efeitos da redução de atividade e da menor disponibilidade de crédito.

O investimento também foi afetado. Primeiro, o investimento estrangeiro direto está positivamente correlacionado com os termos de troca, que se deterioraram. Além disso, a contração do crédito externo e doméstico, bem como a desvalorização cambial, embora já em parte revertida, encareceu o preço dos bens de capital. A queda de confiança dos empresários, num cenário global de maior incerteza e expectativas de rentabilidade menores, também indica uma forte retração no investimento.

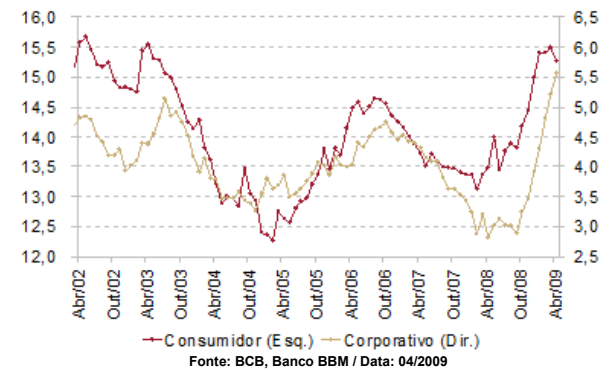
Uma consequência provável dessa contração do investimento será a redução do ritmo de crescimento da produtividade total dos fatores – que permitem ganhos diretos nos lucros e salários, e no padrão de vida em geral. No Brasil, na ausência de reformas estruturais, o crescimento da produtividade depende crucialmente do investimento. Como prevemos uma queda na taxa de investimento, esperamos uma queda no nível de crescimento do PIB potencial e, conseqüentemente, uma redução dos níveis de crescimento em relação ao verificado nos anos recentes. Neste sentido, acreditamos que o Brasil, na ausência de reformas econômicas, acompanhará o resto do mundo numa trajetória mais modesta de crescimento econômico nos próximos anos.

Gráfico: Inflação - Núcleo do IPA Industrial (Peso: 65% do IPA Industrial)



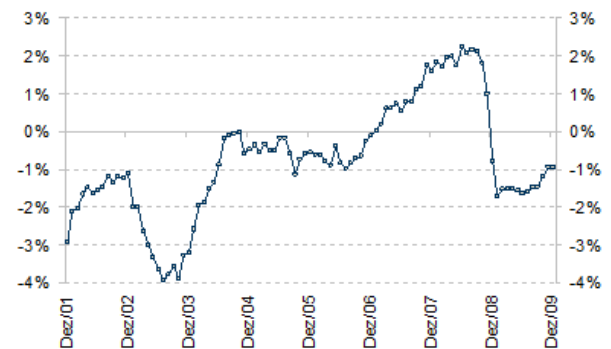
Fonte: FGV, Banco BBM / Data: IGP-10 de 05/2009 (Realizado) e do IGP-M de 05/2009 ao IGP-10 de 06/2009 (Projetado)

Gráfico: Crédito - Inadimplência como percentual do total de empréstimos (%)



Fonte: BCB, Banco BBM / Data: 04/2009

Gráfico: Hiato do Produto (%)



Fonte: Banco BBM / Data: 01/06/2009

## Renda Fixa & Multimercados Macro

O cenário benigno de inflação indica que há espaço para flexibilização adicional da política monetária, mesmo tendo em perspectiva a queda acumulada de 3,5 pontos percentuais da Selic até o mês de maio. A redução na volatilidade dos mercados nos levou a aumentar o tamanho de nossas posições vendidas na taxa de juros, tanto nominal quanto real.

No que tange ao setor externo, projetamos um déficit em transações correntes de menos de 1% do PIB em 2009, que deve ser facilmente financiado pela entrada de capitais. Adicionalmente, no último mês o BC retomou o processo de recomposição de reservas, comprando aproximadamente US\$ 3 bi no mercado à vista, ao mesmo tempo deixando de rolar parcela significativa dos swaps passivos.

Levando em conta a substancial redução do grau de aversão ao risco, que entre outras consequências leva à apreciação cambial de várias moedas em relação ao dólar, aumentamos nossa posição comprada em real ao longo do mês. Essa posição direcional havia sido construída inicialmente contra uma cesta de moedas, que inclui o dólar americano, o dólar australiano, o yen e o euro, de modo a diversificar riscos específicos a esses países. Contudo, ao longo do mês, optamos por concentrar a exposição vendida desta operação somente no dólar, zerando a posição em outras moedas.

## Renda Variável & Multimercados Long Short

Frente à magnitude do choque externo, a economia brasileira, passará por um processo de ajuste intenso em 2009. Em linhas gerais, nossa visão sobre os fundamentos da bolsa se manteve inalterada, dado que ainda julgamos que os papéis ligados à atividade econômica interna tendem a apresentar desempenho melhor do que aqueles ligados a produtores de *commodities*. Contudo, como argumentamos no cenário macro, a economia brasileira se encontra em posição privilegiada dentre os países emergentes e está sendo diretamente beneficiada pela expansão da economia chinesa. Dessa forma, apesar de trabalharmos com um cenário desfavorável para o desempenho de *commodities* em função da desaceleração da atividade econômica global, reconhecemos que os investidores internacionais estão propensos a pagar um prêmio para deter papéis da bolsa brasileira. Do ponto de vista operacional, esta análise nos levou a adotar uma posição mais cautelosa em todos os fundos de renda variável ao longo do mês de maio.

Quanto ao desempenho individual, mantivemos o fundo BBM Valuation posicionado em empresas ligadas ao consumo doméstico, permanecendo *underweight* em *commodities*, em especial o setor de mineração, o que rendeu ganhos no mês. Adicionalmente, foram mantidas as posições compradas nos setores imobiliário, saúde, logística e alimentos, que renderam ganhos significativos.

Ao longo do mês a carteira do fundo teve em média 50 ações, distribuídas em 9 setores. O retorno foi de 13,58% ante 12,49% do Ibovespa, com um ganho acumulado nos últimos 12 meses de 17,22% acima do Ibovespa.

No fundo BBM EH 30, mantivemos uma carteira direcional comprada pequena e evitamos posições intersetoriais. A única exceção ficou por conta de uma posição específica no setor de consumo contra uma carteira diversificada de papéis, que rendeu ganhos significativos no mês. Posições direcionais nos setores de saúde, indústria e transporte renderam os maiores ganhos no mês.

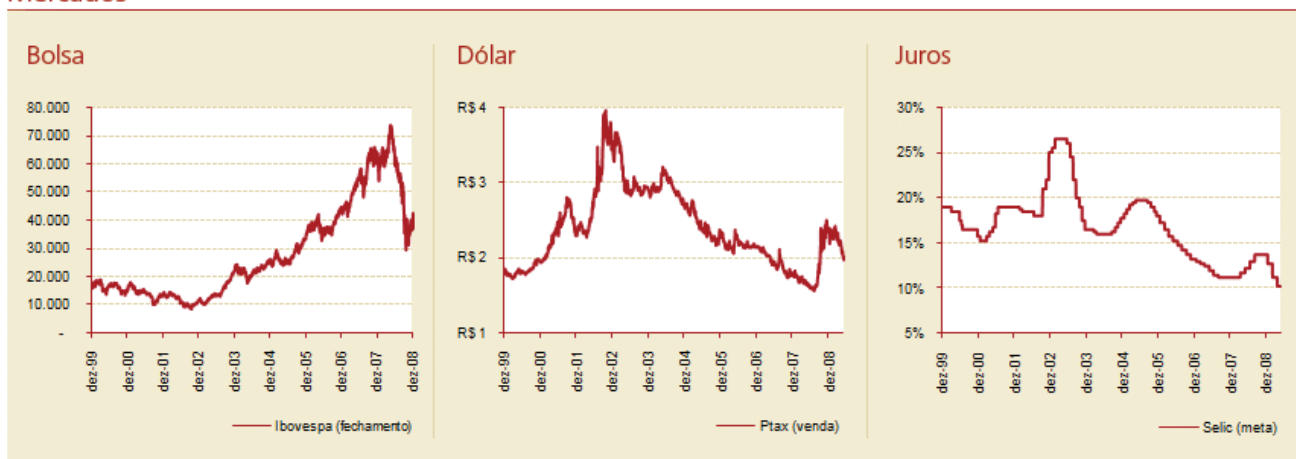
Ao longo de maio o fundo BBM EH 30 apresentou uma carteira com 89 ações na média, distribuídas entre 10 setores. O retorno foi de 3,0% (389,02% do CDI), acumulando nos últimos 12 meses um ganho de 19,47% (155,78% do CDI).

## BBM Allocation

O BBM Allocation apresentou uma variação de 2,65% no mês de maio, equivalente a 345% do CDI, resultando em uma rentabilidade no ano de 9,14% ou 200% do CDI. A classe de fundos Macro foi a que obteve maior contribuição sobre o resultado da carteira, seguido pela classe de fundos de Renda Variável e de fundos Long Short.

Com relação à composição do portfólio, incluímos um fundo na categoria Macro e elevamos a participação da categoria Renda Variável, com a inclusão de mais um fundo. Com isso, a carteira encerrou o mês dividida em 11 fundos Macro (83,50%), 1 fundo Long Short (7,54%), 3 fundos de Renda Variável (6,90%) e 1 fundo Referenciado DI (2,07%).

## Mercados



## Rentabilidades dos Fundos

	Últ. 12 meses	Mai/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	11,76%	0,71%	4,26%	11,73%	11,20%	14,36%	17,87%	15,15%	22,23%	18,03%	03.10.95	8.268	0,5% a.a		CDI
<b>REFERENCIADOS</b>															
BBM Referenciado	11,86%	0,74%	4,37%	11,72%	11,30%	12,93%					13.02.06	166.001	0,3% a.a		CDI
<b>RENDA FIXA</b>															
BBM Yield Institucional R.F	12,49%	0,77%	4,55%	12,39%	12,00%	15,83%	18,60%	16,19%	23,18%	18,76%	01.12.95	394.197	0,3% a.a		CDI
<b>MULTIMERCADOS</b>															
BBM Equity Hedge 30	19,25%	3,00%	12,79%	7,28%	6,70%	25,58%	19,78%				02.05.05	48.074	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Allocation FIC	10,91%	2,65%	9,14%	3,71%	11,62%	22,82%	13,05%				12.04.05	58.128	1,25% a.a		CDI
BBM Institucional	14,03%	1,19%	5,95%	11,57%	11,60%	3,79%					02.10.06	64.658	0,9% a.a	20%	CDI
BBM High Yield 1	18,72%	2,47%	10,28%	9,54%	8,33%	24,23%	19,08%	11,25%	32,77%	18,74%	10.08.95	88.845	2,0% a.a	20%	CDI
BBM High Yield 30	18,84%	2,57%	10,39%	9,56%	-0,90%						31.07.07	20.861	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Gauss	38,93%	4,30%	19,69%	15,10%	11,67%	24,30%	2,89%				30.11.05	99.316	2,0% a.a	20%	CDI
BBM Bahia FIC	115,69%	14,00%	57,38%	37,04%							28.05.08	24.280	2,0% a.a	20%	CDI
<b>AÇÕES</b>															
BBM Valuation	-9,58%	13,58%	59,24%	-42,03%	35,45%	47,46%	34,09%				30.12.04	86.151	2,0% a.a	20%	Ibovespa
BBM Small Caps	5,85%	19,05%	75,23%	-39,59%							30.05.08	8.743	3,5% a.a		Sml
<b>CAMBIAL</b>															
BBM Cambial	23,25%	-9,11%	-15,05%	34,80%	-12,59%	-4,33%	-10,57%	-8,59%	-14,32%	66,94%	30.10.97	15.162	1,0% a.a	15%	US\$ + 6% a.a

## Indicadores

	Últ. 12 meses	Mai/09	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
<b>POUPANÇA</b>	8,04%	0,52%	3,03%	7,90%	7,65%	8,53%	9,21%	8,25%	11,16%	9,14%
<b>CDI</b>	12,49%	0,77%	4,56%	12,37%	11,82%	15,05%	19,00%	16,17%	23,28%	19,09%
<b>IGP-M</b>	3,54%	-0,07%	-1,14%	9,81%	7,75%	3,48%	1,20%	12,42%	8,70%	25,31%
<b>DÓLAR</b>	20,89%	-9,24%	-15,58%	31,94%	-17,15%	-8,66%	-11,82%	-8,13%	-18,23%	52,27%
<b>IBOVESPA****</b>	-26,01%	12,49%	41,67%	-41,22%	43,68%	33,73%	27,06%	17,74%	97,10%	-17,80%
<b>IBX-100****</b>	-27,48%	11,03%	38,36%	-41,77%	48,35%	35,92%	37,26%	29,29%	79,71%	4,78%
<b>SMLL*****</b>	-33,82%	12,23%	45,23%	-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). 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.