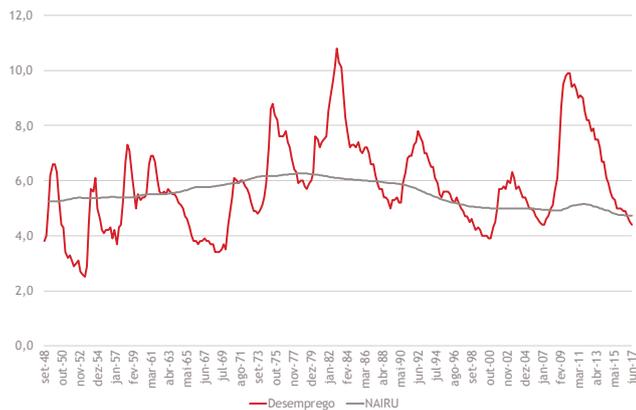


■ CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

## O FED COMETEU UM ERRO DE POLÍTICA MONETÁRIA EM JUNHO?

Gráfico 1 | TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: CBO, BLS, Bahia Asset / Data: 06/2017

Gráfico 2 | NÚCLEOS DE INFLAÇÃO: CPI E PCE (Variação anual)



Fonte: BLS, BEA, Bahia Asset / Data: 06/2017

Gráfico 3 | INDICADOR DE CONDIÇÕES FINANCEIRAS (Média de indicadores selecionados normalizados)



Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs, Chicago Fed, Kansas City Fed, Bahia Asset / Data: 06/2017

Ao longo dos últimos meses, a economia americana exibiu uma sequência de leituras mais baixas de inflação. Mais recentemente, os dados de atividade econômica também foram relativamente fracos, especialmente os referentes ao mês de maio. Apesar disso, o Fed decidiu, em sua reunião de junho, elevar pela quarta vez os juros básicos da economia, para a faixa entre 1,00% e 1,25%, e reafirmar a trajetória para a taxa de juros que havia sido anunciada em março, que previa juros na faixa entre 1,25% e 1,50% ao final de 2017 e quatro novas elevações em 2018. Estaria o Fed cometendo um erro de política monetária?

Para responder essa questão, é importante avaliar se as novas informações mudam de forma significativa o cenário da economia americana. O Fed terá cometido um erro caso a decisão de manter praticamente inalterada a trajetória de normalização monetária frente às novas informações leve a uma combinação entre desemprego e inflação pior do que trajetórias alternativas, e, no limite, precise ser revertida.

Examinando os dados recentes, é possível ver que o mercado de trabalho e os índices de preços trouxeram pressões em sentidos opostos sobre a política monetária. De um lado, apesar dos dados recentes de atividade mais fracos, a taxa de desemprego vem sendo surpreendentemente menor do que a esperada há alguns meses, encontrando-se no menor patamar desde 2001, e as expectativas para o crescimento (do Fed ou de analistas privados) não foram significativamente reduzidas. As defasagens entre ações de política monetária e seus efeitos sobre a atividade sugerem não ser adequado reagir a um enfraquecimento aparentemente temporário da atividade com uma trajetória de juros mais baixos, em um contexto de taxa de desemprego já abaixo do nível visto pelo Fed como sustentável no longo prazo e abaixo das próprias projeções realizadas pelo banco central para os próximos anos.

Por outro lado, a inflação recentemente também surpreendeu para baixo, com grandes surpresas negativas também sobre o núcleo, que recuou para o menor patamar desde que o Fed começou o atual processo de normalização de taxas de juros. Medidas alternativas de núcleos de inflação, calculadas pelos Feds de Dallas, Atlanta e Cleveland, também caíram nos últimos meses. Entre os fatores que causaram essa desaceleração há choques provavelmente transitórios (como a modificação de planos de telefonia móvel) e outros mais persistentes (como a fraqueza do custo de aluguéis e acomodações). Há incerteza, portanto, sobre o verdadeiro ritmo atual da inflação, mas parecem ter se elevado recentemente os riscos de uma inflação mais baixa por um período mais prolongado.

Finalmente, apesar das quatro elevações de juros já realizadas, indicadores de condições financeiras apontam uma postura monetária ainda acomodaticia, representando estímulos latentes à demanda privada e trazendo preocupações ligadas à estabilidade financeira e quanto à qualidade da alocação de capital na economia americana.

Vistas de hoje, portanto, trajetórias alternativas de política monetária provavelmente não atingiriam melhores resultados para a economia. Uma política mais restritiva desaceleraria o mercado de trabalho em um momento em que a inflação permanece ainda muito baixa. Já uma política que reagisse à redução da inflação interrompendo a trajetória de normalização (ou revertendo as elevações já realizadas) levaria a uma taxa de desemprego ainda mais distante das estimativas de longo prazo. Sobre esse último ponto, o ceticismo de alguns pesquisadores sobre a força da relação entre emprego e inflação, representada pela curva de Phillips, sugere que talvez fosse necessário causar uma redução muito grande do desemprego abaixo de seu equilíbrio de longo prazo para provocar um aumento suficiente da inflação. Uma atividade tão aquecida, por sua vez, traria dificuldades para a futura convergência de volta ao equilíbrio sem uma grande desaceleração econômica.

Pela definição utilizada acima, portanto, o Fed provavelmente não está cometendo um erro de política ao persistir na estratégia de gradual normalização de política monetária, e os dados mais recentes, ao contrapor leituras mais baixas de inflação ao menor desemprego, aumentaram a probabilidade de continuidade dessa trajetória de normalização apenas gradual da taxa de juros, na ausência de novos choques sobre a economia americana que mudem o balanço de riscos entre inflação e atividade. Dessa forma, as baixas observações recentes de inflação reduziram a probabilidade de serem necessários ajustes mais fortes sobre a política monetária, que poderiam trazer maiores riscos para a longevidade do atual ciclo de crescimento econômico.

## ■ FUNDOS MULTIMERCADOS

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Junho começou com poucas alterações no cenário global descrito nas cartas anteriores. O par crescimento/inflação moderado manteve os mercados com pouca volatilidade durante a primeira metade do mês. Na segunda metade, membros dos bancos centrais dos países desenvolvidos sinalizaram simultaneamente a continuação da retirada da acomodação monetária, com destaque para o Banco Central Europeu. Os mercados responderam com algum nervosismo e o aumento marginal na volatilidade, especialmente nas taxas de juros de países desenvolvidos, impactou ativos de risco.

No entanto, nosso cenário base de baixa probabilidade de recessão nos próximos meses e de um aumento moderado da inflação nesses países permitirá um ajuste gradual por parte dos seus bancos centrais, não gerando um aperto muito severo nas condições financeiras globais. Seguimos atentos para o risco de uma mudança no regime de volatilidade dos mercados que possa alterar o atual equilíbrio positivo para ativos de risco.

Quanto ao Brasil, seguimos com pouca previsibilidade do cenário político, porém a blindagem da equipe econômica segue dando suporte para os mercados locais. Nesse ambiente de incertezas elevadas, continuamos baseando as nossas posições em duas âncoras: a recuperação lenta da atividade e a inflação baixa. Nesse sentido, apesar da imprevisibilidade do cenário político, acreditamos que o Banco Central tem condições de implementar um ciclo de afrouxamento monetário em magnitude superior ao atualmente precificado pelo mercado.

### ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

#### RENDA FIXA

Em juros, as posições aplicadas no Brasil e no México e tomadas nos EUA e Alemanha contribuíram positivamente. Em moedas, as posições compradas em moedas europeias e vendidas em moedas asiáticas geraram ganhos.

#### RENDA VARIÁVEL

As estratégias de bolsa geraram pequenas perdas no mês, com destaque negativo para os setores de Educação, devido a rejeição pelo CADE da fusão entre Estácio e Kroton, e de Petróleo. Já a principal contribuição positiva veio da posição em Bradespar, que se beneficiou da recuperação do preço do minério e da reestruturação societária aprovada pela Assembleia Geral da Vale.

Atualmente, as maiores posições compradas das carteiras estão concentradas nos setores de Mineração, Shoppings e Petróleo. Já as maiores posições vendidas se concentram em Consumo Básico e Transportes.

## FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Junho foi um mês positivo para *equities* globais em geral. A bolsa brasileira, em moeda local, teve uma leve alta.

Após um período conturbado de muita volatilidade no mundo político, vimos um arrefecimento na onda de notícias negativas. Foi estabelecido um ambiente de espera quanto às denúncias em relação ao presidente. A reforma trabalhista, no entanto, parece caminhar bem, alheia a esse cenário.

Em relação às *commodities*, o petróleo seguiu movimento de queda nos mercados internacionais, caindo próximo de 5%. As *commodities* metálicas, no entanto, começaram a ensaiar algum tipo de recuperação. O minério de ferro teve uma das melhores performances, subindo em torno de 14%, níquel e cobre subiram perto de 5% e o aço plano cerca de 10% na China. A celulose no mercado chinês caiu levemente após oito meses seguidos de alta e a celulose no mercado europeu subiu 4%, mostrando algum sinal de estabilidade em patamares elevados de preço. Por fim, o açúcar teve mais um mês fraco, caindo 9% nos mercados internacionais.

O Ibovespa foi positivo em 0,30% no mês e o índice de Small Caps subiu 0,39%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation apresentou queda de 0,12% e o Bahia AM Smid Caps Valor caiu 0,42%.

### EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 35 papéis.
- A posição média comprada nos fundos foi de 92% e o beta médio foi de 96%.
- As maiores posições da carteira hoje estão concentradas nos setores de Bancos, Mineração e Utilities.

### CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

As principais contribuições positivas vieram de posições compradas em Consumo Discricionário e no Setor Elétrico. No setor de Consumo, a Localiza vem se beneficiando de um ambiente competitivo mais favorável de acordo com os últimos feedbacks da indústria de aluguel de carros. As ações da CVC também tiveram boa performance devido ao bom momento operacional da empresa, que tem apresentado crescimento de *same-store-sales* acima do esperado pelo mercado trimestre após trimestre. Já no Setor Elétrico, a Light foi destaque após o fato relevante da Cemig, que indicou interesse em vender sua participação inteira do bloco de controle da companhia.

### CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

O destaque negativo ficou concentrado em nossa posição no setor de Consumo Básico. BRF underperformou em função da discussão de margens abaixo do esperado para o mercado externo, que já deverão aparecer no resultado do segundo trimestre da empresa.

## MERCADOS

### JUROS BRASIL



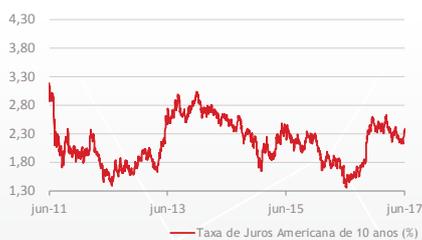
### BOLSA BRASIL



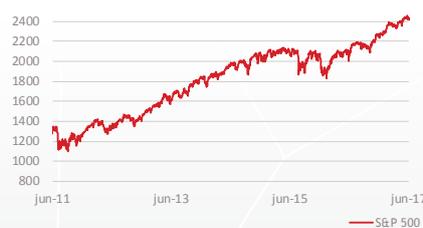
### REAL vs. DÓLAR



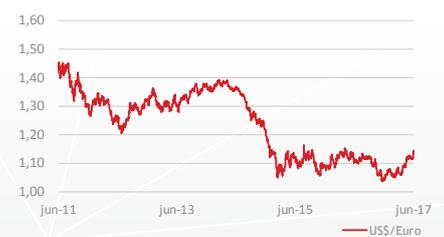
### JUROS AMERICANO



### BOLSA AMERICANA



### DÓLAR vs. EURO



## RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Jun/17	2017	2016	2015	2014	2013	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio <sup>1</sup>	Tx Adm <sup>2</sup> Tx Perf <sup>3</sup>	Início Status
Bahia AM Marau FIC de FIM	1,89%	9,19%	15,45%	18,26%	11,58%	14,14%	23,66%	89,71%	725.700.096	2,0%	28/12/2012
% CDI	232%	162%	110%	138%	107%	176%	183%	142%	536.165.590	20%	Aberto
Bahia AM FIC de FIM	1,21%	7,41%	13,31%	15,54%	9,99%	11,11%	18,40%	561,27%	21.144.257	2,0%	30/05/2008
% CDI	149%	131%	95%	118%	92%	138%	142%	359%	34.655.790	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Jun/17	2017	2016	2015	2014	2013	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio <sup>1</sup>	Tx Adm <sup>2</sup> Tx Perf <sup>3</sup>	Início Status
Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA	-0,42%	9,14%	24,07%	-10,62%	3,02%	4,23%	27,97%	321,61%	129.276.525	2,0%	30/05/2008
diferencial do SMLL	-0,80%	-10,11%	-7,69%	11,73%	19,98%	19,45%	-6,78%	301,40%	113.016.760	20%	Aberto
Bahia AM Valuation FIC de FIA	-0,12%	4,91%	30,28%	-9,72%	6,12%	2,08%	26,74%	59,49%	232.201.858	2,0%	26/07/2010
diferencial do IBOVESPA	-0,42%	0,47%	-8,65%	3,60%	9,03%	17,58%	3,41%	64,82%	172.828.057	20%	Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	-0,06%	5,03%	22,88%	0,04%	-	-	21,40%	29,11%	83.264.334	2,0%	30/12/2015
diferencial do IPCA + 6%	-0,39%	0,82%	10,19%	-0,02%	-	-	12,11%	11,61%	73.162.973	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Jun/17	2017	2016	2015	2014	2013	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio <sup>1</sup>	Tx Adm <sup>2</sup> Tx Perf <sup>3</sup>	Início Status
Bahia AM EdR Europe Synergy IE FIC de FIA	0,28%	17,33%	-17,79%	40,04%	2,84%	8,51%	25,50%	50,74%	38.118.603	1,0%	17/09/2013
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-0,72%	0,20%	-0,77%	-2,50%	-3,39%	-5%	0,69%	-16,52%	33.557.477	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Jun/17	2017	2016	2015	2014	2013	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio <sup>1</sup>	Tx Adm <sup>2</sup> Tx Perf <sup>3</sup>	Início Status
Bahia AM FI Cambial	2,15%	2,16%	-16,79%	49,59%	11,51%	15,25%	2,97%	496,67%	25.492.418	1,0%	30/10/1997
diferencial do US\$	0,16%	0,65%	-0,25%	2,58%	-1,88%	0,62%	0,98%	297,63%	25.409.093	15%	Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI	0,82%	5,53%	13,50%	12,92%	10,49%	7,82%	12,53%	226,00%	132.928.472	0,3%	13/02/2006
% CDI	101%	98%	96%	98%	97%	97%	97%	95%	125.631.651	-	Aberto

INDICADORES	Jun/17	2017	2016	2015	2014	2013	Ult. 12 meses
CDI	0,81%	5,66%	14,00%	13,23%	10,81%	8,05%	12,93%
IBOVESPA	0,30%	4,44%	38,94%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	23,33%
IbRX-100	0,30%	5,41%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	23,63%
SMLL	0,38%	19,24%	31,75%	-22,36%	-16,96%	-15,22%	34,76%
IPCA + 6%	0,34%	4,21%	12,68%	17,25%	12,83%	12,29%	9,29%
Dólar (PTAX)	1,99%	1,51%	-16,54%	47,01%	13,39%	14,64%	1,99%
Euro (PTAX)	3,57%	9,79%	-19,10%	31,71%	0,02%	19,70%	4,68%
MSCI Europe (BRL)	1,00%	17,12%	-17,02%	42,55%	6,24%	43,63%	24,81%

☒ Clientes institucionais: o fundo observa, no que lhe é aplicável, as Resoluções do CMN n.º 3.792/09 e/ou 3.922/10.

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO

[www.bahiaasset.com.br](http://www.bahiaasset.com.br)


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

1 PL médio referente aos últimos 12 meses. 2 Soma das taxas de administração mínimas do fundo e dos fundos investidos. Taxa de administração máxima (que compreende a taxa de administração mínima do fundo somada às máximas dos fundos em que possa investir): Bahia AM, Bahia AM Marau, Bahia AM Smid Caps Valor, Bahia AM Valuation e Bahia AM Long Biased: 2,20%; Bahia AM FI Cambial: 1,10% e Bahia AM FI RF Referenciado DI: 0,35%. 3 Percentual aplicado sobre o que exceder 100% do benchmark, índice de mercado compatível com a política de investimento dos fundos de investimento. | O Bahia AM Renda Variável Ltda. e o Bahia AM Renda Fixa Ltda. não comercializam nem distribuem cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Público-alvo: Investidores Qualificados: Bahia AM EdR Europe Synergy IE e Bahia AM FI Cambial. Investidores em geral: Bahia AM, Bahia AM Marau, Bahia AM Smid Caps Valor, Bahia AM Valuation, Bahia AM Long Biased e Bahia AM FI RF Referenciado DI. A informação "Últimos 12 Meses" utiliza 252 dias úteis como padrão para cálculo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E, SE FOR O CASO, DE TAXA DE SAÍDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM A GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. Os regulamentos dos fundos mencionados nesse material estabelecem data de conversão de cotas e pagamento

do resgate diversa da data de solicitação do resgate, salvo o fundo Bahia AM FI Cambial que estabelece data de pagamento diversa da data de solicitação/conversão, e o fundo Bahia AM FI RF Referenciado DI que estabelece data de conversão de cotas e pagamento do resgate iguais à data da solicitação. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Bahia AM, Bahia AM Marau, Bahia AM Long Biased e Bahia AM EdR Europe Synergy aplicam em fundos de investimento que estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O Bahia AM FI Cambial está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Bahia AM, Bahia AM Marau, Bahia AM Smid Caps Valor, Bahia AM Valuation e Bahia AM Long Biased aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos à significativa concentração em poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Bahia AM FI RF Referenciado DI e Bahia AM FI Cambial podem estar expostos à significativa concentração em poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Administradora: BEM DTVM Ltda., CNPJ: 00.066.670/0001-00, Cidade de Deus, Prédio Prata, 4º andar, Vila Yara, Osasco-SP, CEP 06029-900, Tel: (11) 3684-9432, [www.bradescobemdtvm.com.br](http://www.bradescobemdtvm.com.br), SAC: [centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br) ou 0800 704 8383, Ouvidoria: 0800 727 9933.

Mais informações do fundo (objetivo, categoria, gestor, rentabilidade dos últimos anos e outras): acesse [www.bahiaasset.com.br](http://www.bahiaasset.com.br).

Para Lâmina de Informações Essenciais, Regulamento, lista de distribuidores e demais documentos, acesse [www.bradescobemdtvm.com.br](http://www.bradescobemdtvm.com.br).