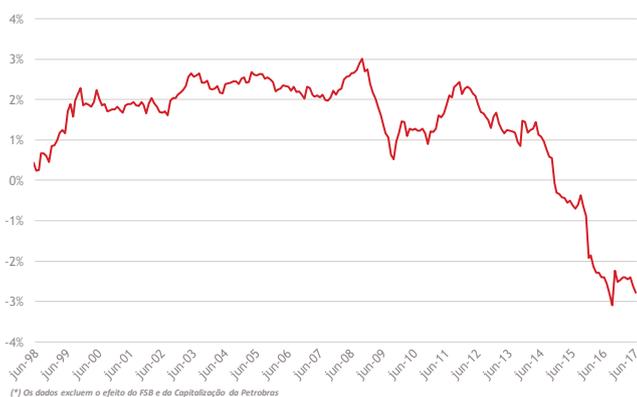


## CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

### UMA NOVA META FISCAL PARA 2017

**Gráfico 1 | RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (\*)**  
(% DO PIB - ACUMULADO EM 12 MESES)



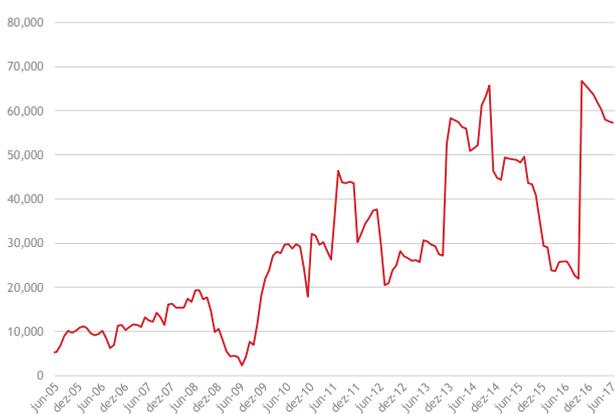
Fonte: STN, Bahia Asset / Data: 07/2017

**Gráfico 2 | DESPESAS: CONTINGENCIÁVEIS VS NÃO CONTINGENCIÁVEIS (% DO PIB)**



Fonte: STN, Bahia Asset / Data: 07/2017

**Gráfico 3 | RECEITAS ATÍPICAS**  
(EM VALORES REAIS R\$ ACUMULADOS EM 12 MESES)



Fonte: RFB, Bahia Asset / Data: 07/2017

No Relatório de Avaliação Bimestral de julho, o governo federal manteve a meta de déficit primário do setor público em R\$ 139 bilhões para 2017. Isso só foi possível devido ao aumento nas receitas de R\$ 10 bilhões e de um contingenciamento dos gastos de R\$ 45 bilhões. Contudo, conforme argumentamos em nossa carta de abr/17, antevemos uma recuperação muito gradual da atividade e dificuldades em implementar medidas de receitas atípicas, de forma que a meta atual deverá ser revista.

O resultado primário acumulado no ano até junho foi deficitário em R\$ 55 bilhões, o pior desde o início da série histórica. Dada a fraqueza da economia, a receita líquida caiu quase 3% em termos reais no acumulado até junho em comparação com o mesmo período do ano passado. Vale notar que esse déficit primário recorde ocorreu apesar de uma queda real de 1% nas despesas, a segunda maior redução desde 1998. Parte dessa redução é originada na antecipação de despesas pagas pelo governo em dez/16. Outro componente relevante é a queda nas despesas discricionárias<sup>1</sup>, que diminuíram 7% no acumulado do ano até junho, sendo o terceiro ano de declínio.

Vale observar como a composição das despesas públicas dificulta o ajuste fiscal. Desde 2014, as despesas obrigatórias subiram de 15% para 18% do PIB. Se essas despesas não podem ser reduzidas senão através de emendas constitucionais, outras têm que cair mais para viabilizar um ajuste fiscal. As despesas discricionárias caíram 21% em termos reais desde 2014 e hoje representam cerca de R\$ 120 bilhões, ou seja, menos de 10% do teto dos gastos. Porém, cerca de R\$ 80 bilhões dessas despesas passíveis de corte são primordiais para financiar o custeio básico da máquina pública, como explicitado pela nota técnica do Ministério da Fazenda em mar/2017. Dessa forma, qualquer corte superior a R\$ 40 bilhões (R\$120 bi de despesas passíveis de corte menos R\$ 80 bi de custeio básico) poderia afetar a oferta de serviços públicos essenciais. Assim, o espaço para cortes adicionais no orçamento é bem limitado.

O lado das receitas também não é favorável para uma melhora fiscal. Para atingir a meta de primário em 2017, respeitando o teto dos gastos, a receita líquida deveria crescer próximo a 6% em termos nominais, e o crescimento do PIB deveria ser de 1,2% no ano, bem superior à nossa projeção de 0,3%. Assim, faz-se necessário o uso de receitas extraordinárias. Nessa rubrica, o governo prevê arrecadar aproximadamente R\$ 70 bilhões, enquanto acreditamos em uma arrecadação mais tímida, próxima a R\$ 45 bilhões. Nas projeções otimistas do governo destacam-se as receitas com Refis e concessões. Apesar da MP do Refis estar em vigor, a projeção de arrecadação de R\$ 6 bi do governo não deve se concretizar, em virtude de o projeto de renovação da MP ter sido desfigurado no Congresso. Com relação às concessões, o governo estima que irá arrecadar quase R\$ 26 bilhões esse ano. Se analisarmos a arrecadação acumulada até junho, ela está 25% abaixo da média histórica para o período, totalizando apenas R\$ 6 bilhões. O cenário é desafiador, pois o governo precisaria arrecadar, no segundo semestre, mais de três vezes o que recebeu até agora.

A falta de espaço para cortes de despesas e a possível frustração com receitas tornam a meta atual pouco crível. Acreditamos que um déficit primário superior a R\$ 150 bilhões seja realista para 2017. Apesar dessa mudança não poder ser desprezada, julgamos que o controle das despesas obrigatórias continua sendo a condição mais importante para garantir a estabilidade da dívida pública. Esse tipo de problema não se resolve com medidas de curto prazo, mas apenas com reformas estruturais que dependem do Congresso Nacional.

<sup>1</sup>Aqui consideramos todas as despesas que não são de natureza obrigatória e são passíveis de serem cortadas pelo governo. São compostas das despesas discricionárias deduzidos os gastos com Saúde, Educação e dos poderes com autonomia de execução orçamentária (Legislativo, Judiciário e MPU). Essas são as despesas "flexíveis" no orçamento. Todas as despesas restantes serão denominadas obrigatórias, pois não podem ser contingenciadas e tornam o orçamento mais rígido.

## FUNDOS MULTIMERCADOS

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Durante o mês de julho, o cenário global benigno para ativos de risco descrito nas cartas anteriores seguiu mostrando a sua robustez. Os atuais níveis de crescimento relativamente elevados, a sincronia entre os diferentes blocos econômicos e pressões inflacionárias contidas seguem como os principais pilares desse cenário. A *underperformance* da economia americana em relação aos demais blocos e a incapacidade do governo de Donald Trump de avançar com a sua agenda econômica deram continuidade a um movimento de dólar fraco no mês. O atrito nas relações geopolíticas aumentou marginalmente no mês e merece atenção como risco a esse cenário base.

No Brasil, no âmbito econômico, o destaque foi o reconhecimento por parte do Copom de que há um espaço maior do que o projetado anteriormente para a redução da taxa básica de juros da economia. A redução da Selic em 100 bps e a indicação da manutenção desse passo para a próxima reunião em setembro levaram o mercado a precificar um ciclo mais próximo do que prevemos. Ainda, cabe ressaltar a demonstração de força e compromisso com a situação fiscal por parte da equipe econômica do governo, que promoveu uma elevação relevante de PIS/Cofins sobre combustíveis.

No âmbito político, o governo deu sinais de capacidade de articulação com a aprovação da reforma trabalhista no Senado e com a rejeição da denúncia de Temer na Câmara dos Deputados. É um governo que se move. Assim, apesar das já antecipadas dificuldades na sua aprovação, entendemos que se abriu novamente uma janela de oportunidade para a discussão sobre as reformas, notadamente as reformas da previdência, política e tributária. Seguimos acreditando que o Banco Central tem condições de implementar um ciclo de afrouxamento monetário em magnitude superior ao atualmente precificado pelo mercado, dado o nosso cenário de recuperação lenta da atividade e de inflação baixa. O próprio BC admitiu essa possibilidade em seus últimos comunicados.

### ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

#### RENDA FIXA

As estratégias de renda fixa geraram ganhos, com destaque para posições que se beneficiaram da queda nos juros nominais e reais no Brasil e da compressão do risco de crédito de empresas nos EUA.

#### RENDA VARIÁVEL

As estratégias de Bolsa contribuíram com um resultado positivo expressivo no mês. A principal contribuição veio do direcional comprado. Em termos de setores, as posições compradas em Educação e Mineração tiveram os maiores ganhos. Já as principais perdas vieram de posições relativas (compradas e vendidas) em Consumo Básico.

Atualmente, as maiores posições compradas das carteiras estão concentradas nos setores de Mineração, Petróleo e Shoppings. Já as maiores posições vendidas se concentram em Serviços Financeiros, Concessões e Seguradoras.

## FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Julho foi um mês muito positivo para *equities* globais. A bolsa brasileira foi destaque, apresentando a maior alta dos últimos seis meses.

No cenário doméstico, a reforma trabalhista foi aprovada com folga no Senado. Além disso, o recesso parlamentar diminuiu a volatilidade política durante o período contribuindo positivamente para a performance dos ativos brasileiros.

Em relação às *commodities*, o petróleo teve um mês muito forte subindo perto de 8% com dados melhores dos estoques americanos. As *commodities* metálicas repetiram a boa performance de junho. O minério de ferro teve novamente uma das melhores performances, subindo em torno de 13%. Níquel foi positivo em 9%, cobre e aço plano subiram perto de 7% na China. A celulose no mercado chinês permaneceu flat enquanto no mercado europeu subiu ao redor de 4%. Por fim, o açúcar teve o primeiro mês de alta desde fevereiro, subindo 8% nos mercados internacionais.

O Ibovespa foi positivo em 4,8% no mês e o índice de Small Caps subiu 8,1%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation II apresentou alta de 6,3% e o Bahia AM Smid Caps Valor subiu 7,8%.

### EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 40 papéis.
- A posição média comprada nos fundos foi de 96% e o beta médio foi de 104%.
- As maiores posições da carteira hoje estão concentradas nos setores de Bancos, Petróleo e Shoppings.

### CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

As principais contribuições positivas vieram de posições compradas em Shoppings e no setor de Educação. O fechamento da curva de juros e os bons resultados das empresas contribuíram para uma boa performance dos shoppings. Estácio, por sua vez, reportou um resultado recorrente no segundo trimestre muito acima das expectativas do mercado, sendo a maior contribuição para o fundo no mês.

### CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

O destaque negativo novamente ficou concentrado em nossa posição no setor de Consumo Básico. BRF continua underperformando em cima da expectativa de um resultado ruim para o segundo trimestre.

## MERCADOS

### JUROS BRASIL



### BOLSA BRASIL



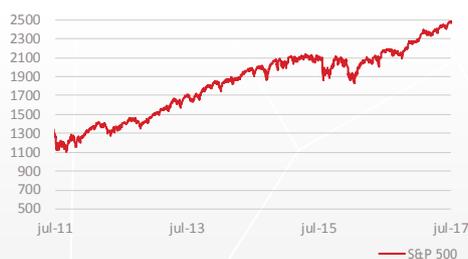
### REAL vs. DÓLAR



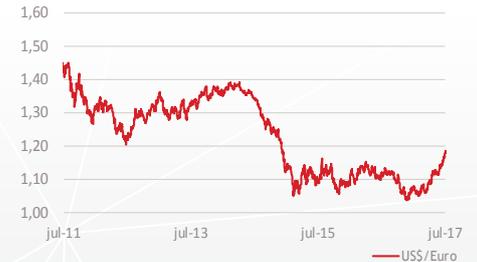
### JUROS AMERICANO



### BOLSA AMERICANA



### DÓLAR vs. EURO



## RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Jul/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	5,12%	14,77%	15,45%	18,26%	11,58%	14,14%	26,77%	99,42%	818.190.022	2,0%	28/12/2012
% CDI	639%	227%	110%	138%	107%	176%	213%	154%	572.433.525	20%	Aberto
Bahia AM FIC de FIM	3,19%	10,84%	13,31%	15,54%	9,99%	11,11%	19,90%	582,39%	21.027.988	2,0%	30/05/2008
% CDI	399%	167%	95%	118%	92%	138%	158%	367%	32.255.296	20%	Aberto
RENDA VARIÁVEL	Jul/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	7,84%	17,70%	24,07%	-10,62%	3,02%	4,23%	23,95%	354,68%	133.395.147	2,0%	30/05/2008
diferencial do SMLL	-0,30%	-11,26%	-7,69%	11,73%	19,98%	19,45%	-4,77%	324,69%	115.389.836	20%	Aberto
Bahia AM Valuation FIC de FIA	6,35%	11,57%	30,28%	-9,72%	6,12%	2,08%	21,23%	69,61%	256.658.295	2,0%	26/07/2010
diferencial do IBOVESPA	1,55%	2,12%	-8,65%	3,60%	9,03%	17,58%	4,90%	70,40%	182.777.767	20%	Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	5,20%	10,49%	22,88%	0,04%	-	-	19,19%	35,83%	87.846.648	2,0%	30/12/2015
diferencial do IPCA + 6%	4,63%	5,74%	10,19%	-0,02%	-	-	10,42%	17,73%	76.043.778	20%	Aberto
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Jul/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	-2,35%	14,56%	-17,79%	40,04%	2,84%	8,51%	15,77%	47,19%	37.221.371	1,0%	17/09/2013
diferencial do MSCI Europe (BRL)	-0,07%	0,11%	-0,77%	-2,50%	-3,39%	-5%	-0,77%	-16,25%	33.980.458	-	Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Jul/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	-5,64%	-3,60%	-16,79%	49,59%	11,51%	15,25%	-4,49%	463,00%	24.030.467	1,0%	30/10/1997
diferencial do US\$	-0,28%	0,34%	-0,25%	2,58%	-1,88%	0,62%	-0,12%	280,01%	24.975.676	15%	Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI	0,78%	6,35%	13,50%	12,92%	10,49%	7,82%	12,20%	228,55%	129.381.569	0,3%	13/02/2006
% CDI	98%	98%	96%	98%	97%	97%	97%	95%	124.194.546	-	Aberto
INDICADORES	Jul/17	2017	2016	2015	2014	2013	Ult. 12 meses				
CDI	0,80%	6,50%	14,00%	13,23%	10,81%	8,05%	12,58%				
IBOVESPA	4,80%	9,45%	38,94%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	16,33%				
IbrX-100	4,91%	10,59%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	16,77%				
SMLL	8,14%	28,96%	31,75%	-22,36%	-16,96%	-15,22%	28,73%				
IPCA + 6%	0,57%	4,75%	12,68%	17,25%	12,83%	12,29%	8,77%				
Dólar (PTAX)	-5,37%	-3,94%	-16,54%	47,01%	13,39%	14,64%	-4,38%				
Euro (PTAX)	-1,92%	7,69%	-19,10%	31,71%	0,02%	19,70%	1,93%				
MSCI Europe (BRL)	-2,28%	14,45%	-17,02%	42,55%	6,24%	43,63%	16,54%				

☒ 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 EdR Europe Synergy IE aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos à significativa concentração em ativos de 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 ativos de 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, SAC: 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).