

CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

INFLAÇÃO BRASILEIRA E SEU BALANÇO DE RISCOS

Gráfico 1 | TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: IBGE, Bahia Asset Management / Data: 03/2018

Gráfico 2 | HIATO
VAR. %



Fonte: Bahia Asset Management / Data: 03/2018

Gráfico 3 | IPCA
VAR. % ACUM. 12M



Fonte: IBGE, Bahia Asset Management / Data: 03/2018

Em 2017, pela primeira vez desde a adoção do regime de metas, o IPCA ficou abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância da meta de inflação de 4,50%, fechando o ano em 2,9%. Acreditamos que a inércia favorável e os mesmos fatores que levaram a inflação para baixo nos últimos anos – alta ociosidade e ancoragem das expectativas – a manterão em níveis reduzidos, alcançando apenas 3,4% em 2018 e 3,6% em 2019. Mais do que isso, achamos que o balanço de riscos vem se tornando mais assimétrico, de forma que a chance de observarmos um IPCA abaixo das nossas projeções vem aumentando.

Nosso cenário base de IPCA de 3,4% em 2018 e 3,6% em 2019 tem implícito uma projeção do nosso núcleo de serviços, mais ligado à atividade econômica, de 2,4% para 2018 e 3,8% em 2019. A manutenção da inflação baixa é causada principalmente por dois fatores, quais sejam, a ociosidade e a alta inércia. O hiato do produto está em níveis bastante desinflacionários e só deve fechar no ano de 2019, dificultando o aumento de preços pelas firmas. Somado a isso, a inflação acumulada em níveis baixos diminui a demanda por reajustes salariais elevados como os que ocorriam anteriormente.

Tão importante quanto os números abaixo da meta que projetamos para os próximos anos é o balanço de riscos que vemos para este cenário. Acreditamos que ele é assimétrico para baixo, ou seja, acreditamos que é mais provável que o resultado do IPCA fique abaixo das nossas projeções atuais que acima. Acreditamos que a principal razão para isso está na volta do hiato, que pode ser mais lenta que em nosso cenário base. Nele, o hiato se fecha no 1T19, com o desemprego, em especial, alcançando 11,1% em dez/18 e 10% em dez/19. Como o desemprego chegou a 12,4% sazonalmente ajustados em fev/18, isso representa uma queda de 1,3 pp de queda na taxa em apenas 10 meses, uma queda bastante relevante em termos históricos. Quando se percebe que o desemprego está estável há 6 meses por volta de 12,5%, esse cenário parece ainda mais desafiador. Os maiores riscos para essa diminuição da ociosidade são: crescimento mais gradual do PIB, retorno cíclico da produtividade e queda da NAIRU ocasionada pela reforma trabalhista.

A retomada econômica iniciada em 2017 é marcada pelo gradualismo, e mesmo assim os últimos dados, em especial na indústria e no setor de serviços, surpreenderam para baixo. Para o 1T18 revisamos a projeção de crescimento do PIB para baixo, de 1% contra o 4T17 para 0,7%. Se essa tendência se confirmar e se mantiver para os próximos trimestres, a ociosidade não será diminuída como em nosso cenário base e podemos ter ainda mais supresas baixistas para o IPCA.

Além disso, mesmo em um cenário no qual a atividade econômica tem uma recuperação mais forte, a ociosidade pode reduzir-se mais lentamente. A queda do PIB observada na recessão de 2014-2016 não levou a uma queda proporcional do emprego, de forma que parte do crescimento pode ocorrer por simples aumento cíclico da produtividade, sem necessidade de contratação. Por exemplo, no comércio varejista, a produtividade caiu tanto que, para voltar à mediana observada entre 2012-2014, poderiam ser demitidos 1,4 milhão de trabalhadores, ou alternativamente, poderia haver crescimento de 9,6% nas vendas sem necessidade de contratação adicional.

Além da própria retomada da produtividade, é importante notar a importância da reforma trabalhista para o cenário inflacionário futuro. De fato, a flexibilização das regras trabalhistas tende a favorecer a contratação, ao diminuir os custos das empresas. Ora, essa flexibilização por sua vez tende a reduzir a NAIRU, ou seja, permite que o país tenha taxas de desemprego menores antes de surgirem pressões inflacionárias. A grande dificuldade deste fator é a incerteza sobre horizonte no qual essas mudanças começarão a fazer efeito e a magnitude exata do seu impacto.

Assim, acreditamos que o cenário inflacionário para os próximos anos continua bastante favorável, com resultados de inflação abaixo da meta para 2018 e 2019. Isso se torna ainda mais claro quando se consideram os riscos da volta mais lenta para o hiato. Segundos nossos modelos, em um cenário no qual ele só se fecha em 2020, projetamos inflação de 3,1% em 2018 e 2,8% em 2019. Esse cenário e tal balanço de riscos permitem que o Banco Central continue a política de flexibilização monetária e manutenção de juros baixos por um longo período.

■ FUNDOS MULTIMERCADOS

COMENTÁRIOS DO GESTOR

O mês de março foi marcado pela manutenção da volatilidade em um nível elevado após a correção nos ativos de risco no mês anterior. A negociação comercial entre EUA e China, questões específicas na indústria de tecnologia e uma desaceleração nos dados europeus contribuíram para a performance ruim dos mercados, com destaque para as principais bolsas globais. Acreditamos que esses fatores não estão correlacionados e, portanto, não os interpretamos como sinais de uma fragilidade estrutural mais grave. Dessa maneira, seguimos com cenário base benigno para ativos de risco, dado o atual nível de crescimento global elevado e distribuído entre blocos econômicos.

Por outro lado, cabe ressaltar que o balanço de riscos já foi mais favorável e o cenário de goldilocks, que vigorou durante o ano passado, perdeu força na margem. Nesse sentido, o Fed, na sua primeira reunião sob comando de Jerome Powell, deu sequência ao seu ciclo de elevações na taxa básica, ressaltando o trade-off entre evitar um superaquecimento da economia e apertar as condições financeiras de maneira gradual para não prejudicar o ciclo econômico. Como pontuado em cartas anteriores, enxergamos um aperto abrupto de condições financeiras como o principal risco ao nosso cenário benigno e assim estamos atentos a uma possível aceleração na inflação.

No Brasil, o Copom continuou seu ciclo de redução da taxa básica reagindo aos dados de inflação mais baixos e indicou mais uma redução como cenário mais provável para a reunião de maio. Para as reuniões subsequentes, acreditamos na manutenção da Selic por um longo período devido a uma recuperação gradual com pressões inflacionárias contidas. No aspecto político, o cenário eleitoral continua com baixa previsibilidade dada a indefinição de candidatos. Apesar das incertezas eleitorais, mantemos nosso relativo otimismo com o país com base na manutenção dos juros baixos possibilitados por uma inflação baixa à frente e, em menor grau, por entender que há algum nível de consenso por parte das lideranças políticas com relação à necessidade de implementar reformas e de alguma responsabilidade com as contas públicas.

ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

RENDA FIXA

Os destaques foram posições que se beneficiaram da queda de juros no Brasil e da compressão do risco de crédito de empresas europeias.

RENDA VARIÁVEL

As estratégias de renda variável geraram um resultado ligeiramente positivo no mês. As principais contribuições positivas vieram de posições compradas em Papel e Celulose, Aéreas, vendidas em Serviços Financeiros e relativas em Bancos. Já as principais perdas vieram de posições vendidas em Consumo Básico, compradas em Consumo Discricionário e Siderurgia.

No mês, a Suzano anunciou a fusão com a Fíbria, numa transação com parte em caixa e parte em ações, criando a maior produtora global de celulose, aumentando sua alavancagem à commodity e com potencial geração de sinergias substanciais.

Atualmente, as principais posições compradas do fundo se concentram em Papel e Celulose, Consumo Discricionário, Aéreas e Distribuição de Combustíveis. Já as principais posições vendidas estão em Consumo Básico, Serviços Financeiros e Telecomunicações.

FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Março foi mais um mês de muita volatilidade nos mercados globais. As bolsas de países desenvolvidos fecharam em queda enquanto as emergentes terminaram em território positivo. A bolsa brasileira fechou o mês perto da estabilidade em moeda local.

Em relação às commodities, o petróleo teve um mês forte subindo entre 5% e 7% nos mercados internacionais. As commodities metálicas tiveram uma performance em geral bem negativa. O aço laminado a quente e o vergalhão caíram entre 8% e 10%. O minério de ferro caiu perto de 19%, o níquel ao redor de 3% e cobre teve queda de 3%. A celulose no mercado chinês fechou estável e no mercado europeu em alta de 2%. Por fim, o açúcar terminou em queda de 8% nos mercados internacionais.

O Ibovespa foi praticamente estável em 0,01% e o índice de Small Caps em 0,07%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation II foi positivo em 0,05% e o Bahia AM Smid Caps Valor 0,94%.

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 95% e o beta médio foi de 104%.
- As maiores posições da carteira hoje estão concentradas nos setores de Petróleo, Consumo Discricionário e Indústria, Transporte e Logística.

CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

As principais contribuições positivas vieram de posições nos setores de Consumo Discricionário e Indústria, Transporte e Logística. Os bons resultados do 4º trimestre dessas empresas e as prévias operacionais nesse início de ano, que vieram acima do esperado, foram os principais catalisadores para essas posições.

CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

O destaque negativo veio do setor de Siderurgia. A discussão de aumento das tarifas de importação nos Estados Unidos e a queda do preço do aço nos mercados internacionais foram os responsáveis pela má performance do setor.

MERCADOS

JUROS BRASIL



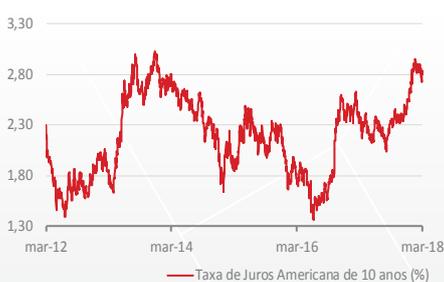
BOLSA BRASIL



REAL vs. DÓLAR



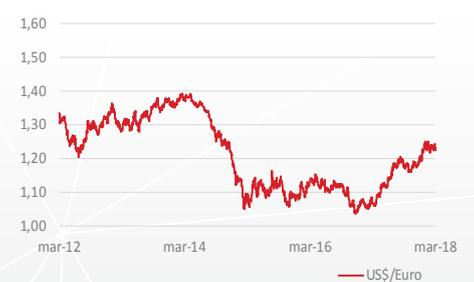
JUROS AMERICANO



BOLSA AMERICANA



DÓLAR vs. EURO



RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Mar/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master	Início
									PL Médio ¹	Atual ²	Status
Bahia AM Marau FIC de FIM	2,32%	5,92%	22,72%	15,45%	18,26%	11,58%	22,49%	125,84%	3.859.308.668	5.266.162.533	28/12/12
% CDI	437%	372%	228%	110%	138%	107%	260%	173%	1.755.951.514		Aberto
Bahia AM FIC de FIM	1,40%	4,05%	16,24%	13,31%	15,54%	9,99%	15,57%	644,63%	22.514.890	5.266.162.533	30/05/08
% CDI	262%	255%	163%	95%	118%	92%	180%	377%	21.358.230		Aberto

RENDA VARIÁVEL	Mar/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master	Início
									PL Médio ¹	Atual	Status
Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA	0,94%	13,87%	35,56%	24,07%	-10,62%	3,02%	37,71%	496,29%	178.721.018	179.209.294	30/05/08
diferencial do SMLL	0,86%	9,84%	-13,80%	-7,69%	11,73%	19,98%	1,13%	439,67%	147.739.848		Aberto
Bahia AM Valuation FIC de FIA	0,05%	15,03%	26,70%	30,28%	-9,72%	6,12%	34,45%	121,55%	564.290.221	566.132.488	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	0,04%	3,29%	-0,16%	-8,65%	3,60%	9,03%	0,76%	93,07%	330.618.534		Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	0,44%	11,17%	22,07%	22,88%	0,04%	-	27,60%	66,83%	131.757.383	134.178.938	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	-0,19%	8,98%	13,03%	10,19%	-0,02%	-	18,65%	41,20%	104.744.244		Aberto

RENDA FIXA E MOEDAS	Mar/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master	Início
									PL Médio ¹	Atual	Status
Bahia AM FI Cambial	1,75%	0,00%	2,68%	-16,79%	49,59%	11,51%	7,04%	499,67%	18.996.736	-	30/10/97
diferencial do US\$	-0,68%	-0,48%	1,18%	-0,25%	2,58%	-1,88%	0,78%	299,23%	20.634.339		Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI	0,50%	1,50%	9,65%	13,50%	12,92%	10,49%	8,35%	243,81%	141.882.035	-	13/02/06
% CDI	94%	94%	97%	96%	98%	97%	96%	95%	134.150.061		Aberto

INDICADORES	Mar/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses
CDI	0,53%	1,59%	9,95%	14,00%	13,23%	10,81%	8,66%
IBOVESPA	0,01%	11,73%	26,86%	38,94%	-13,31%	-2,91%	33,69%
IbRX-100	0,08%	11,29%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	33,52%
SMLL	0,07%	4,03%	49,36%	31,75%	-22,36%	-16,96%	36,58%
IPCA + 6%	0,63%	2,19%	9,04%	12,68%	17,25%	12,83%	8,95%
Dólar (PTAX)	2,43%	0,48%	1,50%	-16,54%	47,01%	13,39%	6,25%

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



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

1 Média aritmética do PL mensal dos últimos 12 meses. 2 Considera a soma dos PLs atuais dos fundos Bahia AM Marau Master RFC FIM e Bahia AM Marau Master RV FIM. | Taxa de administração (soma das taxas de administração mínimas do fundo e dos fundos investidos): Bahia AM Marau FIC de FIM, Bahia AM FIC de FIM, Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA, Bahia AM Valuation FIC de FIA e Bahia AM Long Biased FIC de FIM: 2,0%; Bahia AM FI Cambial: 1,0% e Bahia AM FI RF Referenciado DI: 0,3%. Taxa de administração máxima (que compreende a taxa de administração mínima do fundo somada às máximas dos fundos em que possa investir): Bahia AM Marau FIC de FIM, Bahia AM FIC de FIM, Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA, Bahia AM Valuation FIC de FIA e Bahia AM Long Biased FIC de FIM: 2,20%; Bahia AM FI Cambial: 1,10% e Bahia AM FI RF Referenciado DI: 0,35%. Taxa de performance (percentual aplicado sobre o que exceder 100% do benchmark do fundo, índice de mercado compatível com a política de investimento dos fundos): Bahia AM Marau FIC de FIM e Bahia AM FIC de FIM (CDI), Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA (SMLL), Bahia AM Valuation FIC de FIA (Ibovespa) e Bahia AM Long Biased FIC de FIM (IPCA + 6%): 20%. 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 FI Cambial. Investidores em geral: Bahia AM Marau FIC de FIM, Bahia AM FIC de FIM, Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA, Bahia AM Valuation FIC de FIA, Bahia AM Long Biased FIC de FIM 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 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 Marau FIC de FIM, Bahia AM FIC de FIM e Bahia AM Long Biased FIC de FIM 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 Marau FIC de FIM, Bahia AM FIC de FIM, Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA e Bahia AM Valuation FIC de FIA aplicam em fundo de investimento que podem estar expostos à significativa concentração em ativos financeiros 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. Para Lâmina de Informações Essenciais, Regulamento, lista de distribuidores e demais documentos, acesse www.bradescobemdtvm.com.br.

"COPYRIGHT © 2018 - TODOS OS DIREITOS RESERVADOS"