

CARTA DO GESTOR

JULHO | 2018

■ CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

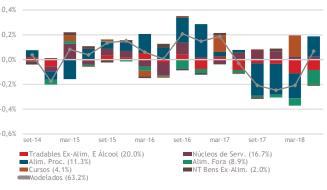
PERSPECTIVAS DA INFLAÇÃO BRASILEIRA E VARIAÇÕES CĂMBIAIS

Gráfico 1 | HIATO DO PRODUTO



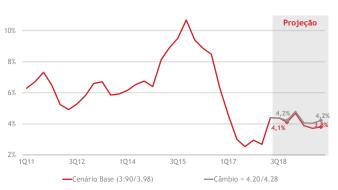
Fonte: IBGE, CNI, Bahia Asset Management / Data: 06/2018

Gráfico 2 | MODELO DE INFLAÇÃO



Fonte: IBGE, Bahia Asset Management / Data: 06/2018

Gráfico 3 | IPCA: CENÁRIOS ALTERNATIVOS DE CÂMBIO (VARIAÇÃO % ACUM. 12M)



Fonte: IBGE, Bahia Asset Management / Data: 06/2018

O ano de 2018 tem sido marcado pela imprevisibilidade do cenário eleitoral no Brasil, assim como um ambiente externo menos favorável para o financiamento de países emergentes. A consequência mais direta desse cenário foi uma depreciação do real em relação ao dólar superior a 10% no acumulado do ano. Historicamente, um movimento cambial dessa magnitude deveria levar a um aumento do IPCA de aproximadamente 0,80 p.p. depois de doze meses. No entanto, acreditamos que a inflação corrente baixa e a alta ociosidade tendem a mitigar os efeitos inflacionários de variações cambiais, de tal sorte que o IPCA deve continuar abaixo da meta em 2018 e 2019.

Em primeiro lugar, deve-se notar que mesmo com o choque recente da greve dos caminhoneiros, o IPCA acumulado em doze meses está em 4,4% em jun/18, com os núcleos em níveis baixos. A inflação subjacente de serviços, por exemplo, está no menor nível desde mai/01 em apenas 3,0% nos últimos doze meses. Essa conjuntura de inflação baixa permanece desde 2017, quando o IPCA alcançou apenas 2,95%, abaixo do limite inferior da meta do Banco Central (BC). Esses níveis baixos de inflação corrente em conjunto com expectativas de inflação ancoradas fazem com que o efeito inercial da inflação seja menor e, assim, a propagação de choques no câmbio sobre os preços fique limitada.

Soma-se a isso a ociosidade continuar em níveis historicamente elevados, CONTRIBUIÇÃO NO ERRO (REALIZADO - PROJEÇÃO) notadamente, estimamos que o produto está 3% abaixo do seu potencial. Como defendemos há muito tempo, e como tem ocorrido até aqui, essa ociosidade é desinflacionária e limita potenciais efeitos inflacionários de variações cambiais. Ademais, esse efeito deve perdurar por mais algum tempo, pois estimamos que o hiato só passará a ser inflacionário em 2020, graças à lenta recuperação da economia brasileira, que deve crescer 1,3% em 2018 e 2,1% em 2019.

> Com relação a inflação dos bens comercializáveis, o grupo diretamente mais sensível ao câmbio, nossos modelos sugeriam que o câmbio já teria efeito altista sobre esses preços no 2T. Contudo, esse grupo tem apresentado resultados abaixo de nossas projeções nos últimos trimestres, em especial no último trimestre, o que nos leva a suspeitar que o grau de repasse do câmbio para esses preços estaria menor do que já foi no passado.

> Entendemos que há o risco de uma depreciação cambial adicional relacionada a uma maior percepção de risco com a eleição. No entanto, acreditamos que esse repasse deve ser mitigado pela fraqueza da atividade econômica associada a esse cenário de aumento da percepção do risco e, assim, há alguma margem até que a meta seja ameaçada. Em uma simulação na qual o câmbio deprecia para R\$ 4,20 até o fim de 2018 e a confiança dos agentes cai na magnitude observada nas eleições de 2002 (17%), o PIB cresceria apenas 1% em 2018 e o IPCA permaneceria abaixo da meta em 2018 (4,2%) e próximo do centro da meta em 2019 (4,2%).

> Assim, projetamos IPCA de 4,1% para 2018 e 3,8% para 2019 com câmbio terminando em R\$ 3,90 em 2018 e R\$ 4,00 em 2019, abaixo das metas do BC. Mesmo uma depreciação adicional do real até R\$ 4,20 não seria suficiente para levar ao descumprimento das mesmas. O grande risco em nosso cenário é de uma guinada da política econômica que interrompa a atual diretriz reformista e que leve a uma repetição das políticas econômicas que geraram a recessão de 2015-2016, com perda da credibilidade da política econômica e desancoragem das expectativas de inflação.

■ FUNDOS MULTIMERCADOS

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Após dois meses negativos para os mercados globais, os prêmios de risco voltaram a ser comprimidos no mês de julho. Desdobramentos positivos nas negociações comerciais entre os Estados Unidos e Europa contribuíram para a melhora do apetite ao risco e para a interrupção do movimento de fortalecimento do dólar. Por outro lado, a escalada da retórica com relação à China e a implementação de ações ao longo mês sugerem que essa disputa pode perdurar por mais tempo do que pensávamos inicialmente. Apesar de uma "guerra comercial" propriamente dita ser contra a lógica econômica no curto prazo, disputas estratégicas de longo prazo e a postura errática do governo americano aumentam a imprevisibilidade do resultado final.

No aspecto econômico, o crescimento global continua forte com destaque para a economia americana que apresentou crescimento acima de 4% no segundo trimestre do ano impulsionado pela sua demanda interna. Na China, por sua vez, afrouxamentos pontuais nas políticas monetária e fiscal foram realizados para diminuir receios de uma desaceleração mais pronunciada, porém sem comprometer o processo de desalavancagem da economia. Consideramos um possível superaquecimento da economia americana e a necessidade de um aperto abrupto das condições financeiras como o principal risco ao nosso cenário ainda benigno. No entanto, é importante ressaltar que, devido à baixa volatilidade histórica dos núcleos da inflação americana, atribuímos baixa probabilidade a esse cenário.

Quanto ao Brasil, o principal vetor doméstico é o cenário eleitoral, que continua com baixa previsibilidade. No mês, consideramos relevante a articulação do candidato Geraldo Alckmin com os partidos de centro, mas a grande quantidade de candidatos viáveis e a ativação ainda incipiente do eleitorado dificultam previsões com grau de confiança razoável. No âmbito econômico, o Banco Central optou novamente por manter a taxa básica estável na reunião do início de agosto mantendo foco na inflação corrente, expectativas e o balanço de risco para a mesma. Conforme mencionado em cartas anteriores, seguimos com apostas direcionais reduzidas e com alocações táticas e em estratégias de valor relativo.

ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

RENDA FIXA

Em renda fixa, os principais ganhos vieram de posições em juros no Brasil e de posições em juros externos.

RENDA VARIÁVEL

O resultado das estratégias de bolsa foi positivo em julho. As principais contribuições vieram do direcional comprado em bolsa Brasil, de posições vendidas nos setores de Serviços Financeiros e Telecomunicações e compradas em Papel e Celulose e Mineração. As principais perdas vieram de posições compradas em Indústria e Transportes e vendidas em Consumo Básico.

O fundo se encontra com direcional levemente comprado e portfólio bastante líquido, conferindo flexibilidade e agilidade para navegar durante o período eleitoral. As principais posições compradas se concentram em Papel e Celulose, Bancos, Industria e Transportes. Já as principais posições vendidas estão em Consumo Básico e Serviços Financeiros.

■ FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Julho foi um mês positivo para os mercados de bolsa mundiais em geral. Brasil foi destaque de alta dentre os países emergentes após dois meses com bastante volatilidade e performance negativa. Do lado macro, houve um arrefecimento no movimento de depreciação do real (influenciado tanto pelas atuações constantes do Banco Central quanto por um movimento de dólar mais fraco no mundo) e, ao mesmo tempo, um alívio para o mercado de taxas de juros do Brasil. Algumas notícias que saíram ao longo do mês foram bem relevantes para a definição do cenário eleitoral (que, apesar de tudo, continua bastante indefinido).

O bloco de partidos do centro político, o chamado "centrão", declarou apoio à candidatura de Geraldo Alckmin. Com isso, dependendo das coligações finais entre esses partidos e o PSDB, Geraldo pode conseguir quase 50% do tempo de televisão e 60% das prefeituras do país (que são potenciais palanques regionais). Isso é importante não só pela sinalização do meio político, que historicamente escolhe candidatos competitivos, como pelo enfraquecimento de outras candidaturas (principalmente a de Ciro Gomes). De acordo com as últimas pesquisas divulgadas, o nível de indecisão do eleitor nunca esteve tão alto historicamente. Hoje, os não-votos em pesquisas espontâneas rodam perto de 70% do total. O tempo de TV, rádio e propaganda é essencial para a ativação desse eleitor.

Em relação às commodities, o petróleo teve um mês fraco nos mercados internacionais caindo entre 5% e 6%. As commodities metálicas tiveram uma performance mista. O aço laminado a quente caiu 2%, o vergalhão subiu 2% e o minério de ferro ficou flat. O níquel e o cobre fecharam entre 4% e 6% de queda. A celulose ficou flat no mercado chinês e no mercado europeu. Por fim, o açúcar teve um mês bem negativo fechando em 6% de queda.

O Ibovespa subiu 8,88% e o índice de Small Caps subiu 5,09%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation foi positivo em 8,16% e o Bahia AM Smid Caps Valor em 6,27%.

EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 37 papéis.
- A posição média comprada nos fundos foi de 93% e o beta médio foi de 95%.
- As maiores posições da carteira hoje estão concentradas nos setores de Bancos, *Commodities* e Petróleo.

CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

As principais contribuições positivas vieram de posições em Siderurgia e Bancos. Mesmo com a constante preocupação do mercado com o *trade war*, o preço do aço permaneceu forte nos mercados internacionais impulsionando as ações das empresas siderúrgicas. Além disso, a greve dos caminheiros teve um impacto menor e menos duradouro nos volumes domésticos do que o esperado. Nossas posições no setor de Bancos tiveram uma boa performance, acompanhando o beta da melhora do mercado e os bons resultados divulgados do segundo trimestre. Os bancos se encontravam em um *valuation* bastante descontado no início do mês..

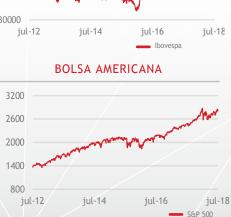
CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

O destaque negativo veio do setor de Transporte. Embraer teve uma má performance depois da oferta apresentada pela Boeing para a JV entre as companhias. O preço proposto para a compra de 80% da divisão de aviação comercial foi considerado baixo pelo mercado e a companhia ainda deve esclarecer alguns detalhes da operação como: os termos da parceria na divisão de segurança e defesa e o destino do dinheiro obtido com a venda da participação na aviação comercial.

MERCADOS











■ RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Jul/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio ¹	PL Master Atual ²	Início Status
Bahia AM Maraú FIC de FIM	0,89%	7,45%	22,72%	15,45%	18,26%	11,58%	15,83%	129,11%	5.699.336.135	10.073.228.035	28/12/12
% CDI	165%	199%	228%	110%	138%	107%	221%	169%	3.388.783.865		Fechado
Bahia AM FIC de FIM	0,78%	5,97%	16,24%	13,31%	15,54%	9,99%	11,76%	658,40%	29.538.148	10.073.228.035	30/05/08
% CDI	144%	160%	163%	95%	118%	92%	164%	372%	22.850.115		Aberto
RENDA VARIÁVEL	Jul/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 📧	6,27%	6,28%	35,56%	24,07%	-10,62%	3,02%	24,29%	456,58%	184.015.357	184,493.025	30/05/08
diferencial do SMLL	1,19%	10,66%	-13,80%	-7,69%	11,73%	19,98%	12,05%	412,61%	165.931.798		Aberto
Bahia AM Valuation FIC de FIA	8,16%	11,26%	26,70%	30,28%	-9,72%	6,12%	28,46%	114,31%	584.599.921	586.421.178	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	-0,72%	7,57%	-0,16%	-8,65%	3,60%	9,03%	7,10%	95,08%	440.019.057		Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	5,57%	13,08%	22,07%	22,88%	0,04%	-	26,68%	69,70%	144.614.714	146.037.712	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	4,72%	6,63%	13,03%	10,19%	-0,02%	-	15,93%	38,82%	122.556.308		Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Jul/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12	Desde o	PL Atual	PL Master	Início
							meses	Início	PL Médio ¹	Atual	Status
Bahia AM FI Cambial	-2,94%	14,56%	2,68%	-16,79%	49,59%	11,51%	20,53%	587,03%	22.080.016	-	30/10/97
diferencial do US\$	-0,32%	1,05%	1,18%	-0,25%	2,58%	-1,88%	1,38%	347,62%	19.587.625		Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI	0,51%	3,51%	9,65%	13,50%	12,92%	10,49%	6,79%	250,62%	115.384.809	-	13/02/06
% CDI	94%	94%	97%	96%	98%	97%	95%	95%	135.844.667		Aberto

INDICADORES	Jul/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses
CDI	0,54%	3,73%	9,95%	14,00%	13,23%	10,81%	7,17%
IBOVESPA	8,88%	3,69%	26,86%	38,94%	-13,31%	-2,91%	21,36%
IBrX-100	8,84%	3,14%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	20,04%
SMLL	5,09%	-4,38%	49,36%	31,75%	-22,36%	-16,96%	12,24%
IPCA + 6%	0,86%	6,45%	9,04%	12,68%	17,25%	12,83%	10,74%
Dólar (PTAX)	-2,62%	13,51%	1,50%	-16,54%	47,01%	13,39%	19,15%

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 Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento.

A presente instituição aderiu ao Cádigo ANBIMA de Regulação Mehores Páticas para os Fundos de Investimento dos fundos en que possa investir): Bahia AM Maraú 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, Bahia AM Maraú FIC de FIM, Bahia AM Maraú FIC de FIM, Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA (SMLI), Bahia AM Valuation FIC de FIA, Bahia AM Long Biased FIC de FIM, Bahia AM FI Cambial, Investidores cem geral: Bahia AM Amaraú FIC de FIM, Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA, Bahia AM Valuation FIC de FIA, Bahia AM Long Biased FIC de FIM, Bahia AM AM FIR FREferenciado DI. A informação "Últimos 12 Meses" utiliza 252 dias úteis como padrão para cálculo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO EXPRESENTA GARANTIA DE A RENTABILIDADE FUTURA FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM A CARANTIA DO ADMINISTRADO, 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 dor resgate, salvo o fundos mencionados nesse material estabelecem data de conversão de cotas e pagamento dor resgate diversa da data de solicitação dor resgate, salvo o fundos mencionados a