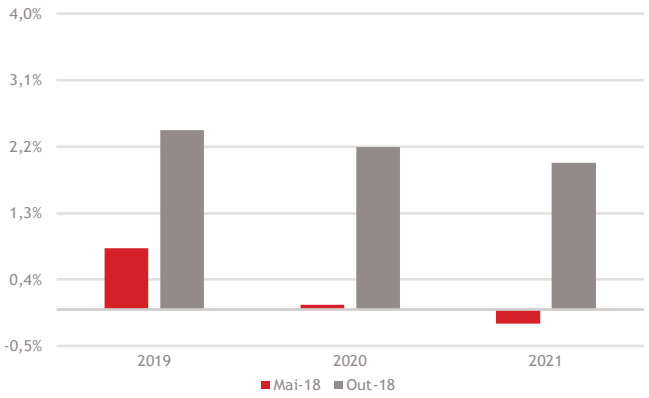
CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

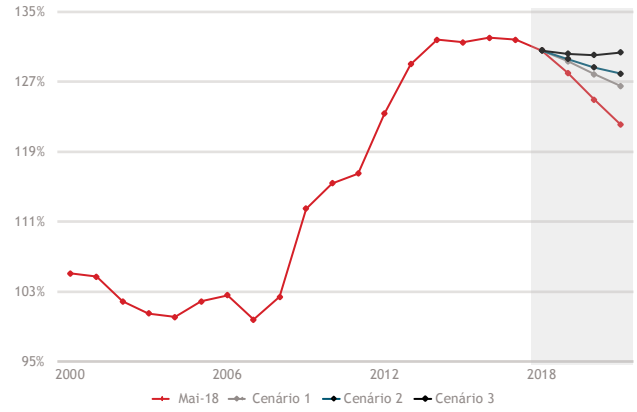
PERSPECTIVAS FISCAIS DA ITÁLIA E O PACTO DE ESTABILIDADE

Gráfico 1 | TRAJETÓRIAS DE DÉFICIT FISCAL (% DO PIB)



Fonte: Comissão Europeia, Governo Italiano / Data: 09/2018

Gráfico 2 | SIMULAÇÕES DO ENDIVIDAMENTO (% DO PIB)



Fonte: Comissão Europeia, Governo Italiano, Bahia Asset Management / Data: 09/2018

Gráfico 3 | SPREAD DOS TÍTULOS ITALIANOS COM RELAÇÃO AOS ALEMÃES(PONTOS PERCENTUAIS)

Fonte: Bahia Asset Management / Data: 09/2018

Nos últimos dias de setembro, o novo governo italiano indicou que planeja realizar déficits fiscais bem mais elevados nos próximos três anos do que os definidos pelo governo anterior. Desde a posse do novo governo, em junho, o mercado tenta medir seu comprometimento com a agenda de reformas e com a disciplina fiscal necessária para garantir a sustentabilidade da vultosa dívida pública italiana, que era, ao final de 2017, superior a 130% do PIB. Se confirmado, este anúncio marcará uma deterioração importante nesta percepção.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento da União Europeia, que coordena as políticas fiscais entre os países membros, tem como principais limites a manutenção dos déficits fiscais em menos de 3% do PIB e da dívida pública em menos de 60%. Ele é implementado em um exercício anual, o Programa de Estabilidade, onde os países enviam suas projeções fiscais de médio prazo e a Comissão Européia as compara com suas próprias estimativas. Além deste processo, os países enviam, em outubro de cada ano, seus planos orçamentários do ano seguinte para avaliação.

Na última rodada do Programa de Estabilidade, em maio deste ano, o antigo governo italiano projetou, para 2019, um déficit fiscal de 0.8% do PIB, que cairia para zero em 2020 e se tornaria um ligeiro superávit em 2021. A União Europeia, mais cética quanto à postura fiscal e ao crescimento, projetou um déficit de 1.7% em 2019. A União Europeia faz recomendações estritas para a trajetória dos gastos e do déficit para garantir a redução da dívida em países com endividamento muito maior do que o limite de 60% do PIB, como é o caso da Itália. Assim, apesar de o déficit italiano ser menor do que 3% do PIB, ela avaliou que a dívida vinha caindo mais lentamente do que o esperado e que o déficit seria maior do que o desejável, mas considerou que a boa vontade demonstrada no histórico recente de cumprimento das metas e aprovação de reformas contam a favor da Itália. A efetiva implementação das reformas e da trajetória planejada para a política fiscal seria, então, vital para garantir a manutenção da avaliação positiva.

O novo governo divulgou, no entanto, que planeja submeter uma proposta de orçamento com uma trajetória de déficits bem mais elevada para os próximos três anos: 2.4%, 2.2% e 2.0% do PIB. A postura do novo governo também indica um menor comprometimento com a implementação das reformas já passadas, e fala até em reverter algumas (como a reforma Fornero do sistema de seguridade social). A nova trajetória traz uma deterioração menor do que a que se temia há alguns meses, mas se afasta bastante da prevista em maio pelo governo anterior e do que o próprio ministro das finanças, Giovanni Tria, indicava preferir (um déficit entre 1.5% e 2.0% do PIB em 2019). Os déficits mais elevados seriam utilizados para financiar políticas como uma renda básica universal e reduções de impostos.

CENÁRIOS E PERSPECTIVAS - CONTINUAÇÃO

Simulamos a dinâmica da dívida pública italiana nos próximos anos sob a nova trajetória fiscal e em dois cenários alternativos de déficit e crescimento, e a comparamos às projeções do último Programa de Estabilidade. Nos três cenários, a projeção da dívida ficaria bem acima da projeção realizada em maio, de redução de 131.8% do PIB em 2017 para 122% do PIB em 2021, e não parece ser compatível com uma trajetória de redução da dívida. No primeiro cenário, utilizamos como hipótese a nova expectativa do governo italiano para o déficit e para o crescimento (mais elevada do que nas projeções de maio); no segundo, utilizamos as novas projeções de déficit mas utilizamos as mesmas projeções de crescimento realizadas em maio; no terceiro, finalmente, simulamos a trajetória da dívida caso o déficit seja de 3% nos próximos três anos (pior do que o esperado pelo governo), mantendo as projeções de crescimento de maio. No primeiro cenário, o endividamento cairia de 131.8% do PIB em 2017 para 126.5% em 2021. No segundo, com crescimento mais fraco, o endividamento seria de 127.9% em 2021. Já no terceiro, com déficit mais alto, o endividamento atingiria 130.3% ao final de 2021.

Acreditamos, então, que a menos que haja uma moderação da trajetória pretendida, a nova postura fiscal pretendida pelo governo italiano não seja compatível com redução da dívida em uma velocidade adequada para seu tamanho, mesmo considerando que os novos déficits são menores do que os temidos pelo mercado há alguns meses. Além de trazer atritos entre o governo e as instituições europeias, aumentam o risco de *downgrades* no *rating* de crédito da dívida italiana. Isto é especialmente verdade ao se considerar, além dos déficits, a postura menos cooperativa do governo.

FUNDOS MULTIMERCADOS

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Ao longo do mês de setembro, os principais mercados globais apresentaram duas dinâmicas distintas. A primeira metade do mês foi uma extensão de agosto, com a continuidade da deterioração dos ativos de países emergentes. Em nossa opinião, a partir da segunda quinzena do mês, houve uma série de motivos que levaram a uma reversão desta trajetória maligna, pelo menos no curto prazo, para os preços dos ativos emergentes. Inicialmente, houve surpresa positiva na guerra comercial sino-americana com a adoção de alíquotas para produtos chineses menores do que as antecipadas. Em seguida, os dois principais países emergentes em crise, Argentina e Turquia, adotaram medidas emergenciais para trazer suas economias de volta à racionalidade. A Argentina subiu os juros para 60% a.a e negocia um pacote da ordem de US$ 60 bi com o FMI. Já a Turquia resolveu, entre outras medidas, subir os juros, medida sempre criticada pelo presidente do país. Por fim, consideramos que a correção de um posicionamento técnico excessivamente negativo em ativos de países emergentes ao longo dos últimos meses impulsionou esse movimento de alívio. Seguimos cautelosos, uma vez que (i) esta recuperação parece se dar em bases com pouco fundamentos; (ii) a disputa comercial entre EUA e China está longe de ser resolvida e (iii) embate sobre política fiscal entre Itália e União Europeia ainda não pode ser descartado.

O forte crescimento da economia americana, com taxas de desemprego baixas e surpresas altistas incipientes nos salários, somado a uma postura mais confiante com a trajetória de normalização da inflação na Zona do Euro impulsionaram as taxas de juros ao longo mês nos dois lados do Atlântico. Acreditamos na continuidade desse cenário de diminuição de capacidade ociosa e restrição gradual de liquidez nos países desenvolvidos e seguimos com uma carteira equilibrada. Para isso, continuamos balanceando apostas de abertura de juros em países desenvolvidos com outras mais defensivas que tendem a se beneficiar de possíveis efeitos colaterais desse processo e dos demais riscos comerciais e políticos, como posições vendidas em crédito americano.

Os ativos brasileiros tiveram retornos positivos no mês com a reversão dos mercados externos e o encaminhamento do segundo turno com sinalizações mais moderadas dos candidatos à frente nas pesquisas. Na carta anterior, levantamos como variáveis a serem acompanhadas: a capacidade de transferência de votos de Lula e a importância do tempo de televisão e palanques regionais. Quanto à primeira, a força eleitoral de Lula e a estratégia do PT parecem ter sido bem-sucedidas (muito embora tudo leve a crer que Lula não tenha transferido todo seu potencial de votos por não participar efetivamente dos palanques de campanha). Por outro lado, o tempo de televisão e a capilaridade regional tiveram efeito menor do que em eleições anteriores, explicando o fracasso do candidato do PSDB nas pesquisas até o momento. Com a expectativa atual de segundo turno entre Bolsonaro e Haddad, consideramos o cenário desafiador em ambos os casos dada a dimensão do ajuste fiscal necessário e seus riscos e desafios de execução. Com efeito, seguimos atentos à formação das equipes de ambos os candidatos, cujos programas de governo ainda estão bastante superficiais. A renovação do legislativo é um fato que merece atenção, uma vez que o congresso será de suma importância para o bom andamento das reformas. Por último, estaremos bastante atentos também ao enfrentamento ao poder judiciário qualquer que seja o candidato vitorioso. Dessa forma, nos parece prudente manter apostas locais direcionais reduzidas e com alocações táticas e em estratégias de valor relativo.

ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

RENDA FIXA

Em renda fixa, as posições vendidas em crédito corporativo americano geraram perdas contrabalanceadas por posições tomadas em juros europeus e aplicadas em juros mexicanos.

RENDA VARIÁVEL

O resultado das estratégias de bolsa foi positivo em setembro. Os principais ganhos vieram de posições compradas em Mineração e vendidas nos setores de Serviços Financeiros e de Consumo Básico, parcialmente compensados por perdas no direcional vendido em Bolsa Brasil.

O fundo se encontra com direcional neutro em Bolsa Brasil, risco baixo nas estratégias *Long* e *Short* e portfólio bastante líquido, conferindo flexibilidade e agilidade para navegar durante o período eleitoral. As principais posições compradas se concentram em Papel e Celulose, Mineração e Siderurgia. Já as principais posições vendidas estão em Consumo Básico, Serviços Financeiros e Telecomunicações.

FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Setembro foi um mês positivo para a bolsa brasileira. As demais bolsas no mundo tiveram um comportamento misto, predominando o idiossincrático de cada região. Nos países emergentes, os mercados de renda fixa como juros e crédito, em geral, apresentaram uma melhora mais acentuada.

Em relação às *commodities*, o petróleo teve mais um bom mês nos mercados internacionais subindo entre 5% e 7%. As *commodities* metálicas tiveram uma performance mista. O aço laminado a quente caiu perto de 3%, o vergalhão ficou inalterado e o minério de ferro subiu 6%. O níquel fechou em queda de 2% e o cobre em alta de 5%. A celulose ficou *flat* no mercado europeu e foi levemente negativo no mercado chinês. Por fim, o açúcar fechou o mês com queda de 2%.

O Ibovespa subiu 3,48% e o índice de Small Caps caiu 1,96%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation foi positivo em 3,30%, Bahia AM Smid Caps Valor em 1,19% e o Bahia AM Long Biased em 2,10%.

EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 37 papéis.
- A posição média comprada nos fundos Long Only foi de 81% e o beta médio foi de 82%. A posição média comprada no fundo Long Biased foi de 48% e beta médio foi de 47%.
- As maiores posições da carteira Long hoje estão concentradas nos setores de Mineração e Siderurgia, Petróleo e Transporte e Logística. As maiores posições vendidas no Long Biased estão em Consumo Básico, Serviços Financeiros e Telecomunicações.

CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

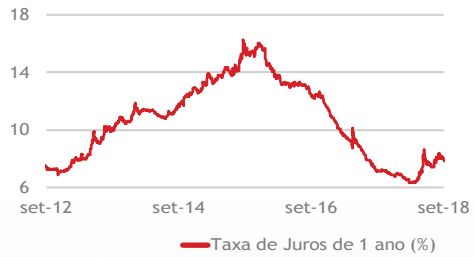
As principais contribuições positivas vieram de posições em Petróleo, Mineração e Siderurgia. Petrobras se beneficiou com a alta do petróleo nos mercados internacionais. Embora a empresa tenha um beta considerável com o mercado doméstico, a alta da *commodity* tem sido tão expressiva que o movimento vem predominando no comportamento da ação. O minério também teve uma forte alta impulsionando as ações da Vale. A China divulgou o plano de corte de produção de aço para o inverno desse ano e, embora sem surpresa para o número dos analistas, confirma o bom momento para o minério premium de maior qualidade. Nossa posição em Siderurgia se beneficiou dos números acima do esperado divulgados pelo Instituto Aço Brasil para demanda de aço longo no mês de setembro e nas recentes prévias divulgadas para o resultado do terceiro trimestre.

CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

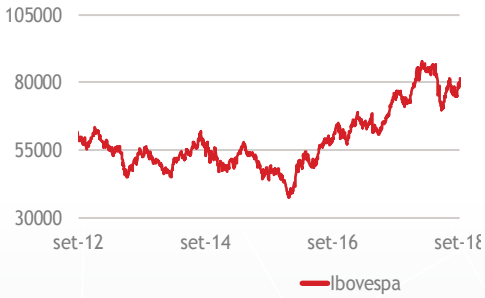
O destaque negativo veio do setor de Distribuição de Combustíveis. As prévias de resultados do terceiro trimestre dos analistas para o setor vêm vindo com números muito abaixo do esperado. A demanda mais fraca do ciclo Otto (gasolina e etanol) no mercado doméstico e o imediato impacto nas margens das companhias são os principais responsáveis pela surpresa negativa.

MERCADOS

JUROS BRASIL



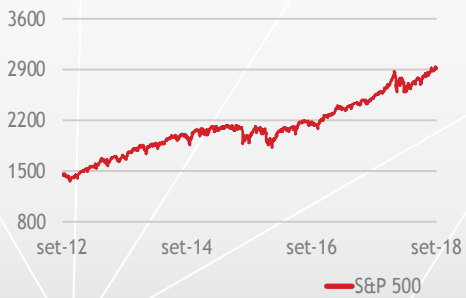
BOLSA BRASIL



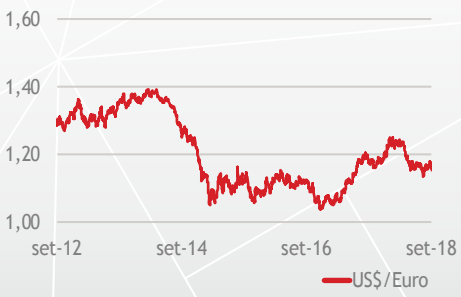
REAL vs. DÓLAR

JUROS AMERICANO

BOLSA AMERICANA



DÓLAR vs. EURO



RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Set/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	**0,43%**	**8,41%**	**22,72%**	**15,45%**	**18,26%**	**11,58%**	**10,19%**	**131,15%**	**5.606.641.866**	**10.820.152.954**	**28/12/12**
% CDI	92%	175%	228%	110%	138%	107%	151%	168%	4.108.594.244		Fechado
Bahia AM FIC de FIM	**0,43%**	**6,78%**	**16,24%**	**13,31%**	**15,54%**	**9,99%**	**8,25%**	**664,18%**	**47.399.015**	**10.820.152.954**	**30/05/08**
% CDI	92%	141%	163%	95%	118%	92%	122%	370%	26.996.589		Aberto

RENDA VARIÁVEL	Set/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio[1]	PL Master Atual	Início Status
Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA ±	**1,19%**	**3,47%**	**35,56%**	**24,07%**	**-10,62%**	**3,02%**	**4,10%**	**441,84%**	**176.002.680**	**177.765.351**	**30/05/08**
diferencial do SMLL	3,15%	13,71%	-13,80%	-7,69%	11,73%	19,98%	11,15%	406,70%	170.146.984		Aberto
Bahia AM Valuation FIC de FIA ±	**3,30%**	**11,59%**	**26,70%**	**30,28%**	**-9,72%**	**6,12%**	**11,66%**	**114,93%**	**600.850.217**	**602.687.443**	**26/07/10**
diferencial do IBOVESPA	-0,18%	7,74%	-0,16%	-8,65%	3,60%	9,03%	4,90%	95,51%	488.350.910		Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	**2,10%**	**13,38%**	**22,07%**	**22,88%**	**0,04%**	**-**	**14,37%**	**70,15%**	**149.016.844**	**150.098.136**	**30/12/15**
diferencial do IPCA + 6%	1,29%	5,53%	13,03%	10,19%	-0,02%	-	3,65%	37,56%	130.192.522		Aberto

RENDA FIXA E MOEDAS	Set/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual PL Médio[1]	PL Master Atual	Início Status
Bahia AM FI Cambial	**-0,49%**	**23,58%**	**2,68%**	**-16,79%**	**49,59%**	**11,51%**	**29,29%**	**641,10%**	**24.204.911**	**-**	**30/10/97**
diferencial do US$	2,69%	2,54%	1,18%	-0,25%	2,58%	-1,88%	2,88%	379,18%	20.576.034		Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI ±	**0,44%**	**4,52%**	**9,65%**	**13,50%**	**12,92%**	**10,49%**	**6,38%**	**254,05%**	**143.733.806**	**-**	**13/02/06**
% CDI	94%	94%	97%	96%	98%	97%	94%	95%	137.140.751		Aberto

INDICADORES	Set/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses
CDI	0,47%	4,81%	9,95%	14,00%	13,23%	10,81%	6,76%
IBOVESPA	3,48%	3,85%	26,86%	38,94%	-13,31%	-2,91%	6,76%
IBrX-100	3,23%	3,15%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	5,81%
SMLL	-1,96%	-10,23%	49,36%	31,75%	-22,36%	-16,96%	-7,05%
IPCA + 6%	0,82%	7,85%	9,04%	12,68%	17,25%	12,83%	10,72%
Dólar (PTAX)	-3,18%	21,04%	1,50%	-16,54%	47,01%	13,39%	26,41%

± Adequados às EFPC e aos RPPS

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO

www.bahiaasset.com.br

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

ANBIMA

1 Média aritmética do PL mensal dos últimos 12 meses. 2 Considera a soma dos PLs atuais dos fundos Bahia AM Maraú Master RFC FIM e Bahia AM Maraú Master RV FIM. | Taxa de administração (soma das taxas de administração mínimas do fundo e dos fundos investidos): Bahia AM Maraú 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 Maraú 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 Maraú 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 Maraú 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 E, SE FOR O CASO, DE TAXA DE SAIDA. 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 Maraú 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 Maraú 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"