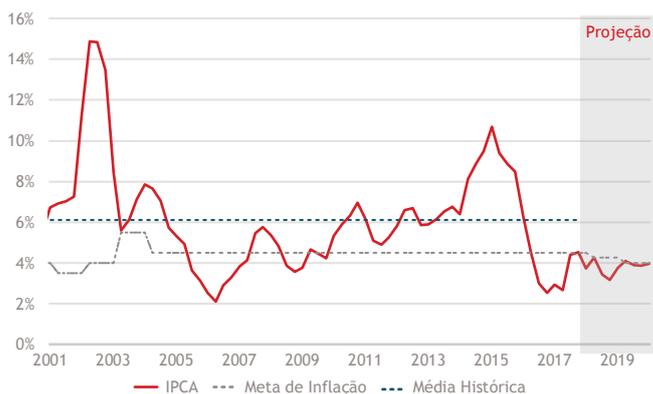


## ■ CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

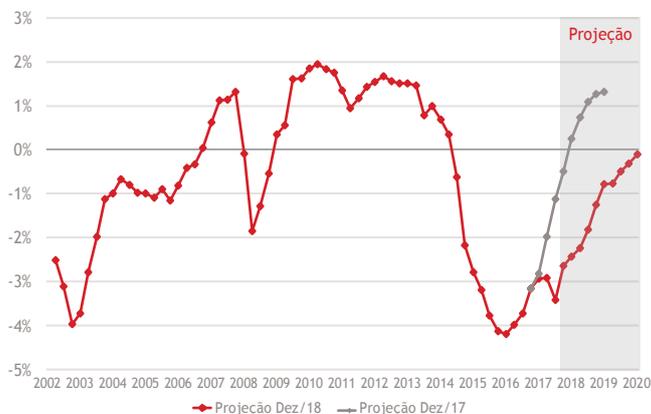
### PERSPECTIVAS PARA INFLAÇÃO BRASILEIRA

Gráfico 1 | IPCA (ACUM. 12 MESES)



Fonte: IBGE, Bahia Asset Management / Data: 11/2018

Gráfico 2 | HIATO DO PRODUTO



Fonte: CNI, IBGE, Bahia Asset Management / Data: 11/2018

Gráfico 3 | INFLAÇÃO SUBJACENTE DE SERVIÇOS (ACUM. 12 MESES)



Fonte: IBGE, Bahia Asset Management / Data: 11/2018

O ano corrente será o segundo consecutivo em que o IPCA ficará abaixo do centro da meta, devendo atingir, segundo nossas projeções, 3,8% em 2018. Esse resultado ganha destaque em um contexto de choques inflacionários relevantes ao longo do ano, como a incerteza eleitoral e a greve dos caminhoneiros. Avaliamos que a elevada ociosidade da economia, que não permitiu descumprimento da meta, ainda deve manter contidas as pressões inflacionárias nos próximos anos.

Na carta do gestor de dez/17, apresentamos nosso cenário prospectivo para 2018 e 2019. Naquele momento, projetávamos 3,7% de IPCA em 2018 e 4,1% para 2019, argumentando que o hiato do produto significativamente aberto reduziria a pressão por reajustes de preços e salários, levando a inflação a se manter em níveis confortáveis. A alta ociosidade e o crescimento gradual da economia fariam com que a SELIC atingisse 6,50%, nível no qual se manteria até o início de 2019.

Apesar dos choques inflacionários relevantes, notadamente a greve dos caminhoneiros e a depreciação de mais de 15% do real, nossa projeção para o IPCA de 2018 de 3,8% é muito próxima da projetada em dez/17. Importante para explicar esse fato, num contexto de choques inflacionários, é a lenta diminuição da ociosidade e, por consequência, as surpresas desinflacionárias nos itens mais ligados à atividade econômica. A inflação subjacente de serviços, por exemplo, deve fechar 2018 em 2,9% (frente a 3,9% que esperávamos em dez/17). Ademais, nossas projeções mudaram não só para 2018, como para os próximos anos. Em primeiro lugar, as incertezas e choques pelos quais o país passou levaram a um atraso na recuperação econômica e, portanto, a uma ociosidade neste momento maior do que esperávamos há um ano. Adicionalmente, vislumbramos que a trajetória de diminuição do hiato será mais lenta neste período de retomada.

Nas aberturas, os itens mais ligados ao ciclo econômico devem manter-se confortáveis graças ao cenário de recuperação lenta do hiato. Notadamente, para a inflação subjacente de serviços projetamos 3,9% em 2019 e 4,7% em 2020, bem abaixo da média de 2005-2017 de 7,3%. Para os administrados esperamos 4,2% em 2019 e 3,8% em 2020, depois da pressão altista do período 2015-2018 quando subiu em média 9,3%. Assim, projetamos IPCA de 3,8% para 2019, abaixo da meta de 4,25%, e 4,0% em 2020, em linha com a meta, com SELIC parada em 6,50% até o final de 2019 e subindo para 8,0% apenas em 2020.

Além disso, acreditamos que mesmo um cenário com crescimento mais acelerado, que adiante o fechamento do hiato, não é capaz de gerar pressões inflacionárias suficientes para comprometer a meta no horizonte relevante de política monetária. Em um cenário otimista, no qual há um encaminhamento de uma reforma robusta que garanta uma consolidação da situação fiscal e a confiança dos agentes sobe em linha com as maiores recuperações em termos históricos, o PIB pode crescer em torno de 4,0% em 2019 e 2020. Neste cenário, o câmbio seria mais apreciado, alcançando R\$ 3,50 em 2019 e R\$ 3,60 no ano seguinte e o IPCA cresceria apenas 3,7% em 2019, abaixo da meta do BCB, e 4,1% em 2020, ao redor da meta.

Esperamos que o cenário inflacionário continue bastante benigno para os próximos anos, principalmente devido à alta ociosidade da economia. Os riscos às nossas projeções são internos e externos. Uma eventual decepção com a perspectiva de reformas pode levar a uma deterioração da trajetória da dívida, e levar a uma piora dos prêmios de risco, aumentando juros e a inflação. Esse risco será exacerbado em um cenário externo de menor liquidez para países emergentes.

## ■ FUNDOS MULTIMERCADOS

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Em novembro, a volatilidade dos principais ativos globais permaneceu em patamares relativamente elevados e os ativos americanos devolveram parte da sua *outperformance* recente. Ao longo do mês, as informações marginais sobre a atividade global continuaram negativas. Mesmo a economia americana mostrou dados levemente mais fracos e a inflação, que vinha apontando para a meta, perdeu força e voltou a recuar. Um dos destaques negativos foi a depreciação dos ativos de crédito americanos. Embora alguns assuntos idiossincráticos possam ter contribuído para essa deterioração – como a significativa queda das cotações do petróleo –, a piora do crédito foi mais generalizada. A abertura dos *spreads* é um importante fator para o aperto das condições financeiras e deve contribuir para uma desaceleração da economia americana à frente. A significativa queda do preço do petróleo também merece destaque, tendo prejudicado ativos relacionados e poluído ainda mais uma dinâmica de mercado bastante adversa.

Dois acontecimentos importantes deram suporte aos mercados no final do mês e podem contribuir para a interrupção desta espiral negativa. O primeiro foi uma mudança relevante na comunicação do Federal Reserve, que demonstrou maior sensibilidade ao aperto de condições financeiras e à inflação marginalmente mais baixa dos últimos meses. Em discursos recentes, a ênfase dada à importância dos dados econômicos para continuação do ciclo de aperto monetário foi traduzida pelos participantes do mercado como uma alteração relevante na quantidade esperada de altas futuras na curva americana. Ou seja, neste momento, o FED viu na inflação mais baixa e na queda dos preços dos ativos uma oportunidade para alongar ainda mais este ciclo que já dura tanto tempo.

O segundo fator foi a trégua temporária na disputa comercial entre EUA e China, pausando a escalada nos aumentos de tarifas que vinham prejudicando a confiança dos agentes econômicos ao redor do mundo. Apesar de entendermos que a perspectiva de longo prazo da disputa estratégica entre os dois países não se alterou, consideramos que os dados à frente tendem a ser beneficiados por um cenário global menos incerto. Assim, acreditamos que aumentou a probabilidade de estabilização da trajetória de crescimento e de continuação do ciclo de expansão global. Com este cenário, aumentamos alocações otimistas ao longo do mês, concentradas em ativos americanos e brasileiros. Nesse momento, estamos especialmente atentos aos seguintes fatores externos: (i) sinais mais contundentes de estabilização nos dados econômicos fora dos EUA, em especial na China; (ii) negociações entre os EUA e a China durante a trégua comercial acordada; (iii) embate sobre política fiscal entre Itália e União Europeia; (iv) negociação entre Reino Unido e União Europeia quanto ao *Brexit*.

No Brasil, os ativos locais se comportaram em linha com os dos demais países emergentes, com exceção da moeda, que vem sendo destaque negativo desde a eleição. Consideramos que a formação da equipe econômica do governo Bolsonaro foi um passo na direção correta, mas incertezas com relação à execução da agenda de reformas permanecem. No lado positivo, o time de economia parece ter ciência das prioridades, capacidade para propor as soluções adequadas para as necessidades atuais do país e sinaliza a intenção de

reverter a trajetória das contas públicas e de promover um amplo programa de concessões e de privatizações. Entendemos que há três grandes temas com potencial de gerar ganhos expressivos em determinados setores: (i) compressão de juros reais à medida que reformas econômicas que enderecem o problema fiscal evoluam; (ii) revisões para cima do consumo das famílias, por aumento de confiança e redução do desemprego; (iii) melhora do ambiente de negócios e redução na percepção de risco em setores regulados.

Por outro lado, ainda são necessárias sinalizações mais enfáticas do próprio presidente liderando as reformas e se mostrando disposto a empenhar e eventualmente consumir seu capital político para a sua aprovação. Além disso, a dinâmica da relação com o legislativo ainda não está clara, uma vez que o processo de formação da base aliada ainda não foi iniciado e mesmo o novo modelo de negociação entre executivo e legislativo não está bem definido. Conforme pontuado em cartas anteriores, consideramos a situação da economia brasileira atual desafiadora e sabemos que a paciência do investidor é diretamente relacionada ao cenário externo. Dessa forma, iniciamos o mês com posições cautelosamente otimistas com o país, que foram aumentadas gradativamente com as indicações positivas internas e com os desdobramentos externos citados.

### ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

#### RENDA FIXA

Em renda fixa, o resultado foi negativo e as principais perdas vieram das carteiras de juros e moedas e foram contrabalanceadas por ganhos na carteira de crédito.

#### RENDA VARIÁVEL

O resultado das estratégias de bolsa foi positivo em novembro. Os principais ganhos vieram do direcional comprado em bolsa Brasil, principalmente através de posições compradas em Consumo Discricionário e Transportes, e de posições vendidas em Serviços Financeiros. Já as principais perdas vieram de posições compradas em setores ligados a *Commodities* como Petróleo, Mineração e Siderurgia.

Ao longo do mês, incrementamos gradativamente o risco das estratégias *Long & Short*. Nossos acompanhamentos junto a empresas domésticas indicam que novembro foi forte em vendas. Ao longo do mês, também vimos os Índices de Confiança (em especial do Consumidor e de Serviços) atingirem patamares encorajadores, o que sinaliza para um Natal promissor.

Estamos enxergando diversos ativos com assimetria positiva de preços, além de vetores técnicos para uma potencial reversão do recente fluxo significativo de saída de investidores estrangeiros, que justificam uma alocação maior em renda variável neste momento. Atualmente, o fundo está com direcional comprado em bolsa Brasil e levemente vendido em bolsa americana. As principais posições compradas se concentram em Bancos, Petróleo, Consumo Discricionário, Papel e Celulose. Já as principais posições vendidas estão em Serviços Financeiros e Telecomunicações.

## FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Novembro foi um mês de diferenciação nas bolsas mundiais. Estados Unidos foi um dos poucos países a apresentar alta no grupo dos desenvolvidos enquanto México foi destaque de baixa nos emergentes. O Brasil, suportado pela moeda local, teve uma performance positiva.

Em relação às *commodities*, o petróleo teve um mês bastante negativo nos mercados internacionais caindo entre 20% e 22%. As *commodities* metálicas também tiveram uma má performance. O aço laminado a quente caiu perto de 13%, o vergalhão ao redor de 16% e o minério de ferro 15%. O níquel fechou em queda de 3%. O cobre foi o único metal que subiu no mês, cerca de 4%. A celulose fechou perto da estabilidade no mercado europeu e teve uma queda de 3% no mercado chinês. Por fim, o açúcar fechou o mês com queda de 3%.

O Ibovespa subiu 2,38% e o índice de Small Caps subiu 4,79%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation foi positivo em 2,96%, o Bahia AM Smid Caps Valor em 4,64% e o Bahia AM Long Biased em 2,42%.

### EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 47 papéis.
- A posição média comprada nos fundos Long Only foi de 100% e o beta médio foi de 113%. A posição média comprada no fundo Long Biased foi de 92% e beta médio foi de 101%.
- Seguimos com um portfólio otimista em relação ao mercado doméstico. Estamos acompanhando de perto a evolução do discurso das companhias. A retomada da confiança do consumidor e da indústria serão importantes *triggers* para o

crescimento dos próximos anos. As maiores posições estão hoje nos setores de Bancos, Petróleo e Indústria, Transporte e Logística.

### CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

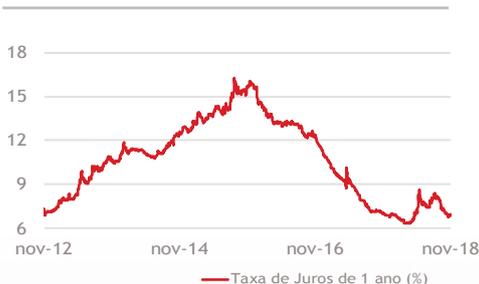
As contribuições positivas ficaram concentradas no setor de Bancos e no setor Industrial. Depois da divulgação dos resultados referentes ao terceiro trimestre, os Bancos seguiram com uma boa performance no mês. O tom do discurso das companhias durante as conferências de resultado e nas reuniões com investidores ao longo de novembro tem sido bem otimista. Os principais analistas e o mercado vêm revisando para cima suas estimativas de lucro para os próximos anos acreditando, sobretudo, em uma aceleração no crescimento da concessão de crédito. No setor Industrial, a queda do petróleo nos mercados internacionais foi um dos motivos para a boa performance das companhias áreas, cujo principal custo é o querosene de aviação.

### CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

O destaque negativo ficou por conta das Siderúrgicas. O preço do aço nos mercados internacionais e a discussão do fim das tarifas de importação no mercado local foram os principais responsáveis pela má performance das ações no mês. Mesmo com os indicadores do nível de poluição na China ainda em patamares altos, a política de corte de capacidade na indústria de aço chinesa teve efeitos aquém do esperado nesse início de inverno. Desse modo, o vergalhão e o aço laminado a quente foram destaque de queda.

### MERCADOS

#### JUROS BRASIL



#### BOLSA BRASIL



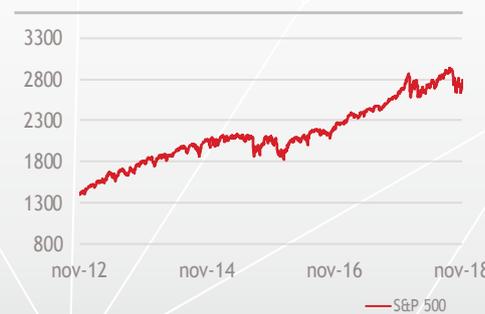
#### REAL vs. DÓLAR



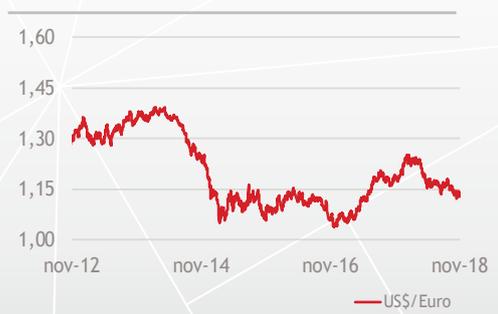
#### JUROS AMERICANO



#### BOLSA AMERICANA



#### DÓLAR vs. EURO



## RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Nov/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual <sup>2</sup>	Início
									PL Médio <sup>1</sup>		Status
Bahia AM Marau FIC de FIM	-0,25%	8,87%	22,72%	15,45%	18,26%	11,58%	10,16%	132,14%	5.466.345.515	11.856.688.278	28/12/12
% CDI	-	150%	228%	110%	138%	107%	156%	165%	4.705.047.462		Fechado
Bahia AM FIC de FIM	0,12%	7,39%	16,24%	13,31%	15,54%	9,99%	8,28%	668,51%	45.297.055	11.856.688.278	30/05/08
% CDI	23%	125%	163%	95%	118%	92%	127%	366%	31.601.556		Aberto
RENDA VARIÁVEL	Nov/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual	Início
									PL Médio <sup>1</sup>		Status
Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA *	4,64%	17,48%	35,56%	24,07%	-10,62%	3,02%	19,98%	515,19%	236.238.232	236.859.864	30/05/08
diferencial do SMLL	-0,15%	11,57%	-13,80%	-7,69%	11,73%	19,98%	10,32%	455,74%	183.324.452		Aberto
Bahia AM Valuation FIC de FIA *	2,96%	25,08%	26,70%	30,28%	-9,72%	6,12%	27,69%	140,92%	719.212.570	722.711.010	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	0,58%	7,93%	-0,16%	-8,65%	3,60%	9,03%	6,96%	106,21%	554.711.347		Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	2,42%	21,84%	22,07%	22,88%	0,04%	-	24,22%	82,85%	231.876.185	235.644.204	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	2,01%	12,42%	13,03%	10,19%	-0,02%	-	13,73%	48,33%	146.461.226		Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Nov/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual	Início
									PL Médio <sup>1</sup>		Status
Bahia AM FI Cambial	4,27%	18,67%	2,68%	-16,79%	49,59%	11,51%	22,30%	611,67%	22.267.223	-	30/10/97
diferencial do US\$	0,35%	1,88%	1,18%	-0,25%	2,58%	-1,88%	2,45%	362,46%	21.123.694		Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI *	0,46%	5,55%	9,65%	13,50%	12,92%	10,49%	6,14%	257,51%	137.071.684	-	13/02/06
% CDI	94%	94%	97%	96%	98%	97%	94%	95%	138.555.842		Aberto

INDICADORES	Nov/18	2018	2017	2016	2015	2014	Ult. 12 meses
CDI	0,49%	5,90%	9,95%	14,00%	13,23%	10,81%	6,53%
IBOVESPA	2,38%	17,15%	26,86%	38,94%	-13,31%	-2,91%	20,72%
IbrX-100	2,66%	16,93%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	20,70%
SMLL	4,79%	5,91%	49,36%	31,75%	-22,36%	-16,96%	9,65%
IPCA + 6%	0,41%	9,42%	9,04%	12,68%	17,25%	12,83%	10,48%
Dólar (PTAX)	3,92%	16,79%	1,50%	-16,54%	47,01%	13,39%	19,86%

\* Adequados às EFPC e aos RPPS.

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 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 de 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](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).

"COPYRIGHT © 2018 - TODOS OS DIREITOS RESERVADOS"