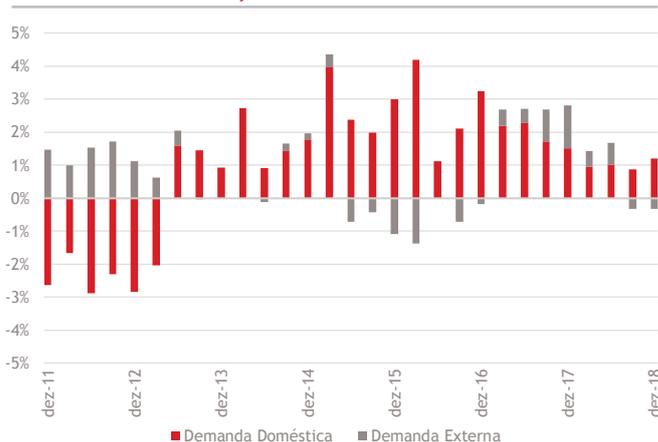


■ CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

A ATIVIDADE ECONÔMICA EUROPEIA EM 2019

Gráfico 1 | DEMANDA DOMÉSTICA E DEMANDA EXTERNA CONTRIBUIÇÃO PARA O CRESCIMENTO



Fonte: Eurostat, Bahia Asset Management / Data: 03/2019

Gráfico 2 | PRODUÇÃO GLOBAL DE MANUFATURAS QOQ SAAR



Fonte: Bahia Asset Management / Data: 03/2019

Gráfico 3 | DESEMPREGO NA ZONA DO EURO



Fonte: Eurostat, Bahia Asset Management / Data: 03/2019

Depois de crescer 2.7% ao longo de 2017, a economia da zona do euro sofreu forte desaceleração em 2018, quando cresceu apenas 1.1%. A fraqueza foi especialmente pronunciada no segundo semestre do ano, quando a atividade se expandiu à taxa média anualizada de apenas 0.7%, e os primeiros dados já divulgados para 2019 indicam fraqueza adicional no primeiro trimestre. Esperamos estabilização do crescimento europeu em um nível próximo ao de 2018, sustentado pela demanda doméstica, mas ainda não se pode afastar riscos de uma fraqueza industrial global provocar uma dinâmica recessiva na região.

À primeira vista, a sucessão de choques que atingiram a economia europeia ao longo de 2018 (surto de gripe no primeiro trimestre, greves na França no segundo, dificuldades na implementação de uma nova regulação ambiental automobilística no terceiro e os protestos dos *gilet jaunes* na França no quarto) pode ser apontada como culpada pela perda de força da economia no ano. É natural esperar que o efeito destes choques se dissipe, reduzindo a pressão sobre as taxas de crescimento europeias. No entanto, a desaceleração da atividade econômica nos últimos meses foi mais disseminada globalmente, podendo-se apontar também incertezas ligadas à economia chinesa e à longevidade do longo ciclo de expansão global como fatores na perda de dinamismo da economia europeia. De fato, os dados de contas nacionais nos mostram que enquanto a demanda externa contribuiu com +1.3% para o crescimento em 2017, isto se reverteu em uma contribuição negativa de -0.3% em 2018.

Ao mesmo tempo em que a demanda global e diversos choques afetaram negativamente a atividade, a demanda doméstica encontra-se relativamente robusta, e deve ser a principal responsável por sustentar a economia europeia em 2019, baseada no estímulo monetário e na resiliência dos determinantes do consumo interno. O desemprego, em 7,8% após ter atingido um pico acima de 12% em 2013, está no menor patamar desde 2008. O ritmo de expansão dos salários atingiu 2,2% no quarto trimestre de 2018, no maior valor desde 2009. Ao mesmo tempo, a confiança dos consumidores da zona do euro, embora tenha caído de seu pico atingido ao fim de 2017, permanece próxima daquele nível. Finalmente, espera-se para este ano uma modesta expansão fiscal, com leve redução do superávit primário ajustado ao ciclo no continente.

Não se pode, no entanto, separar a dinâmica interna europeia do cenário global. Os maiores riscos para o cenário de estabilização da atividade são a continuidade da fraqueza global e a possível contaminação da demanda doméstica por esta fraqueza. Uma desaceleração duradoura da produção industrial global pode transmitir-se através das cadeias de produção para a indústria doméstica. Parte do longo recuo do PMI de manufaturas da zona do euro, que exibiu desaceleração com relação ao mês anterior em quatorze dos últimos quinze meses, reflete justamente esta dinâmica. Além disso, encomendas à indústria alemã vindas de fora da zona do euro caíram -2.9% nos três meses até janeiro, com relação ao mesmo período do ano anterior. Embora este não seja nosso cenário principal, pode haver um canal de transmissão da fraqueza externa para a demanda doméstica e a interrupção do que parece ser um ciclo sustentável de crescimento à medida em que a desaceleração da indústria afete o dinamismo do mercado de trabalho e a confiança dos agentes, além da própria demanda por serviços que muitas vezes complementam a atividade manufatureira.

Dessa forma, esperamos que a demanda doméstica europeia seja capaz de sustentar o crescimento próximo ao ritmo de 2018 mesmo em face do impacto negativo da demanda externa, mas os riscos para este cenário permanecem elevados, principalmente pela possível contaminação da demanda doméstica pela persistente fraqueza global.

■ FUNDOS MULTIMERCADOS

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Como temos citado em cartas anteriores, a preocupação com crescimento mundial segue como principal vetor de inquietação dos mercados. Em março, o fechamento forte e abrupto das taxas de juros nas principais economias do mundo foi o movimento de maior relevância nos mercados mundiais. Consideramos que dois fatores foram os principais responsáveis por esse movimento: (i) continuada fraqueza nos dados de atividade global, especialmente na indústria europeia; (ii) afrouxamento monetário por parte dos Bancos Centrais americano e europeu. Influenciados por esses dois vetores, que têm impactos heterogêneos nos diversos ativos de risco, os demais mercados terminaram o mês com pequenas variações apesar do aumento de volatilidade ao longo do mês.

Na Europa, após meses de surpresas negativas de atividade, alguns dados do setor de serviços até apresentaram melhoras, porém sua manufatura continuou dando sinais de relevante desaceleração. Voltamos a lembrar que para este setor europeu é de extrema importância a estabilização do crescimento chinês, o que de fato parece estar se confirmando na margem. Reagindo a essa longa sequência de dados negativos, o Banco Central Europeu (BCE) postergou o início do seu ciclo de altas para o ano que vem e anunciou novas rodadas de operações de refinanciamento de longo prazo para os bancos da região. Também iniciou uma discussão sobre como mitigar os efeitos adversos das taxas de juros negativas sobre os bancos – o que em última instância poderia abrir espaço para permanecer com juros negativos por um período mais longo.

Nos Estados Unidos, a atividade seguiu em desaceleração conforme o esperado, apesar de um dado de geração de empregos especialmente fraco. Com relação ao Federal Reserve (Fed), na carta anterior apontamos que sua mudança de discurso recente já havia sido incorporada nos preços dos ativos, porém o comitê de política monetária conseguiu surpreender mais uma vez os mercados em sua última reunião. Além de a grande maioria de seus membros projetar estabilidade nas taxas de juros em 2019, o Fed antecipou o encerramento da política de redução de títulos em seu balanço para setembro, diminuindo o passo de redução de títulos do governo já em maio. Ainda cabe apontar que as discussões sobre o *framework* de implementação de política monetária têm evoluído para mirar em uma inflação média de um período ao invés de um simples nível à frente, o que implicaria em uma revolução na forma de precificação dos juros futuros a mercado, com consequências para todos os ativos globais. Apesar de uma eventual adoção formal deste arcabouço ainda estar distante, informalmente a mudança já aparece nas entrelinhas em discursos de membros importantes do comitê de política monetária. Incorporando esses acontecimentos e os dados econômicos mais fracos, segmentos da curva de juros americana inverteram pela primeira vez desde a crise e o mercado encerrou o mês projetando um corte cheio da taxa básica ainda este ano. Essa inversão acende um sinal de alerta para os demais mercados, uma vez que ela precedeu recessões no passado. Obviamente, nos perguntamos porque desta vez parece ser diferente.

No entanto, uma recessão nos EUA esse ano não é o nosso cenário base e acreditamos que as ações que estão sendo

adotadas pelos *policy makers* nos EUA, China e Europa nos últimos meses devem ser suficientes para estender o atual ciclo econômico. Com relação à negociação comercial entre EUA e China, as expectativas continuam positivas, apesar do adiamento do encontro entre Trump e Xi. Quanto à negociação entre o Reino Unido e a União Europeia, há pouca visibilidade do resultado final e a única indicação clara continua sendo que uma saída desorganizada do bloco não é do interesse do parlamento britânico. Com um cenário de juros globais mais baixos e uma perspectiva de atividade global melhor ou ao menos estável à frente, mantemos posições cautelosamente otimistas. Em resumo, no curto prazo, consideramos que os fatores externos que requerem atenção continuam sendo os mesmos do mês anterior: (i) sinais mais contundentes de estabilização nos dados econômicos fora dos EUA, em especial na China e na Zona do Euro; (ii) velocidade da desaceleração da economia norte-americana; (iii) passos finais na negociação comercial entre os EUA e a China; (iv) negociação entre o Reino Unido e a União Europeia quanto ao *Brexit*.

Os mercados brasileiros tiveram mais um mês de *underperformance* em relação aos demais emergentes devido à intensificação dos ruídos políticos e ao consequente aumento de incertezas quanto à aprovação da reforma da previdência. Como apontado em cartas anteriores, sabemos que o processo de tramitação da reforma não é simples nem linear, mas fomos surpreendidos pela natureza e pelo momento do primeiro obstáculo à reforma. O desnecessário atrito entre membros do poder legislativo e executivo ocorreu antes mesmo de qualquer passo relevante relacionado a tramitação da reforma. O executivo continua sendo seu principal inimigo na negociação e condução da reforma ao demonizar toda classe política como corrupta. Não pode haver confusão entre negociação legítima e necessária no processo democrático com o processo de corrupção endêmico que ocorreu em governos anteriores.

Por um lado, os acontecimentos revelaram a inabilidade e a falta de liderança do poder executivo na condução das prioridades do país. Além disso, ficou clara a ausência de um modelo de articulação política, uma vez que o modelo de governo de coalizão vigente nas últimas décadas continua sendo rechaçado pela administração atual. Por outro lado, o evento deu sinais concretos de que as condições políticas, decorrentes de um amadurecimento do senso de necessidade da reforma, são favoráveis para a sua aprovação. Em especial, a postura de Rodrigo Maia, a liderança de Paulo Guedes e de outros membros do poder legislativo em defesa da reforma foi positiva, bem como a atuação do núcleo técnico e militar para estabilizar a situação. Dessa forma, continuamos considerando ser relativamente elevada a probabilidade de aprovação da emenda até o terceiro trimestre do ano. Assim, apesar do ambiente de *trading* mais desafiador, mantemos posições otimistas com o país, atentos ao cenário internacional e cientes da dificuldade do processo de execução do ajuste fiscal necessário, mas confiantes que este inevitável ajuste interessa a todos e será realizado. O Brasil tem uma boa história para ser contada, mas o primeiro capítulo passa necessariamente pela estabilização das contas públicas e a reforma da previdência é fundamental para esse objetivo.

■ FUNDOS MULTIMERCADOS (CONTINUAÇÃO)

ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

RENDA FIXA

Em renda fixa, os principais ganhos vieram de posições no mercado de juros no Brasil e no mercado de crédito.

RENDA VARIÁVEL

O resultado das estratégias de bolsa foi positivo em março. Os principais ganhos vieram de posições compradas nos setores de Mineração e de Petróleo. Já as principais perdas foram em posições compradas em Consumo Discricionário e Shoppings.

Ao longo do mês, realizamos nova redução na posição direcional de bolsa Brasil e no risco do *book* de ações do fundo. As principais posições compradas se concentram em Mineração, Bancos e Shoppings. Já as principais posições vendidas estão em Telecomunicações e Serviços Financeiros.

FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Março foi um mês positivo para os mercados internacionais em geral. Embora sem novidades em relação aos principais assuntos do momento, *Trade War* e *Brexit*, as bolsas seguiram em alta suportada pela postura *dovish* do Federal Reserve (FED) e do Banco Central Europeu (ECB). O mercado brasileiro, no entanto, foi marcado por muita volatilidade. O embate entre os chefes do Executivo e do Legislativo e as dificuldades de articulação política do governo trouxeram à tona o tamanho dos obstáculos que o país terá para aprovar a reforma da Previdência.

Em relação às commodities, o petróleo teve mais um mês positivo nos mercados internacionais subindo entre 2% e 4%. As commodities metálicas tiveram uma performance mista. As cotações de aço e de minério de ferro subiram em média 1%. O níquel fechou em queda de 0,5% e o cobre caiu 0,4%. A celulose subiu perto de 1,5% no mercado chinês e caiu 1,5% no mercado europeu. Por fim, o açúcar fechou o mês com queda de 2%.

O Ibovespa caiu 0,18% e o índice de Small Caps subiu 0,10%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation foi positivo em 0,52%, o Bahia AM Smid Caps Valor negativo em 0,90% e o Bahia AM Long Biased positivo em 1,01%.

EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 36 papéis.
- A posição média comprada nos fundos Long Only foi de 94% e o beta médio foi de 100%. A posição média comprada no fundo Long Biased foi de 78% e beta médio foi de 83%.
- As discussões e desenvolvimentos políticos desse mês mostraram o quão volátil será o caminho até a aprovação da

Reforma da Previdência. Dito isso, seguimos com um portfólio relativamente otimista. As maiores posições compradas estão hoje nos setores de Bancos, Mineração, Petróleo e Transporte. As maiores posições vendidas no Long Biased estão em Telecomunicações e Adquirência.

CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

As contribuições positivas ficaram concentradas nos setores de Petróleo, Mineração e Resseguros. Petrobras teve mais um mês de boa performance novamente impulsionada pela alta do petróleo nos mercados internacionais. O processo de desinvestimento continua com boa tração com a venda da TAG sendo concretizada nos próximos dias. Também de acordo com o noticiário, governo e empresa chegarão a um acordo sobre a Cessão Onerosa em breve. A Vale, por sua vez, segue em alta na esteira do minério forte, reflexo de uma quebra na oferta das *majors* devido ao ciclone tropical Veronica que atingiu a costa oeste da Austrália. Em Resseguros, IRB teve uma boa performance em cima de *feedbacks* do management sobre novos projetos (como o ProAgro) e crescentes resultados de maior eficiência operacional.

CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

A contribuição negativa ficou por conta de posições de Bancos e Consumo Discricionário. Banco do Brasil foi afetado pela volatilidade macro política no mês e acabou tendo uma performance negativa. Do lado micro, no entanto, as perspectivas continuam positivas. As Lojas Americanas reportaram um resultado abaixo do esperado pelo mercado. A maior decepção ficou no número de abertura de lojas, um dos principais drivers de crescimento da empresa.

MERCADOS

JUROS BRASIL



BOLSA BRASIL



REAL vs. DÓLAR



JUROS AMERICANO



BOLSA AMERICANA



DÓLAR vs. EURO



RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Mar/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual ²	Início
									PL Médio ¹		Status
Bahia AM Marau FIC de FIM	0,55%	3,51%	9,94%	22,72%	15,45%	18,26%	7,79%	142,64%	5.389.569.935	13.911.511.316	28/12/12
% CDI	117%	232%	155%	228%	110%	138%	122%	171%	5.539.500.034		Fechado
Bahia AM FIC de FIM	0,52%	2,56%	8,13%	16,24%	13,31%	15,54%	6,79%	693,68%	57.481.470	13.911.511.316	30/05/08
% CDI	111%	169%	127%	163%	95%	118%	106%	368%	41.702.182		Aberto
RENDA VARIÁVEL	Mar/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual	Início
									PL Médio ¹		Status
Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA*	-0,90%	6,45%	17,63%	35,56%	24,07%	-10,62%	11,36%	555,75%	249.606.001	249.680.643	30/05/08
diferencial do SMLL	-1,00%	-1,07%	9,50%	-13,80%	-7,69%	11,73%	-1,48%	480,70%	209.745.155		Fechado
Bahia AM Valuation FIC de FIA *	0,52%	7,76%	23,14%	26,70%	30,28%	-9,72%	16,84%	155,58%	896.881.501	920.489.798	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	0,70%	-0,81%	8,11%	-0,16%	-8,65%	3,60%	2,99%	111,97%	683.899.524		Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	1,01%	6,44%	21,10%	22,07%	22,88%	0,04%	16,79%	93,43%	453.421.350	456.417.106	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	0,00%	3,69%	11,21%	13,03%	10,19%	-0,02%	6,15%	54,56%	230.407.795		Aberto
RENDA FIXA E MOEDAS	Mar/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual	Início
									PL Médio ¹		Status
Bahia AM FI Cambial	4,64%	1,59%	19,20%	2,68%	-16,79%	49,59%	19,92%	626,24%	22.787.738	-	30/10/97
diferencial do US\$	0,41%	1,03%	2,07%	1,18%	-0,25%	2,58%	2,75%	374,01%	22.229.155		Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI *	0,44%	1,42%	6,03%	9,65%	13,50%	12,92%	6,00%	264,28%	136.080.916	-	13/02/06
% CDI	94%	94%	94%	97%	96%	98%	94%	95%	138.719.204		Aberto

INDICADORES	Mar/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses
CDI	0,47%	1,51%	6,42%	9,95%	14,00%	13,23%	6,39%
IBOVESPA	-0,18%	8,56%	15,03%	26,86%	38,94%	-13,31%	13,85%
IBrX-100	-0,11%	8,64%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	14,67%
SMLL	0,10%	7,53%	8,13%	49,36%	31,75%	-22,36%	12,84%
IPCA + 6%	1,01%	2,75%	9,88%	9,04%	12,68%	17,25%	10,64%
Dólar (PTAX)	4,23%	0,57%	17,13%	1,50%	-16,54%	47,01%	17,17%

* Adequado às EFPC e aos RPPS.

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO

www.bahiaasset.com.br



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, 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"