

## ■ CENÁRIOS E PERSPECTIVAS

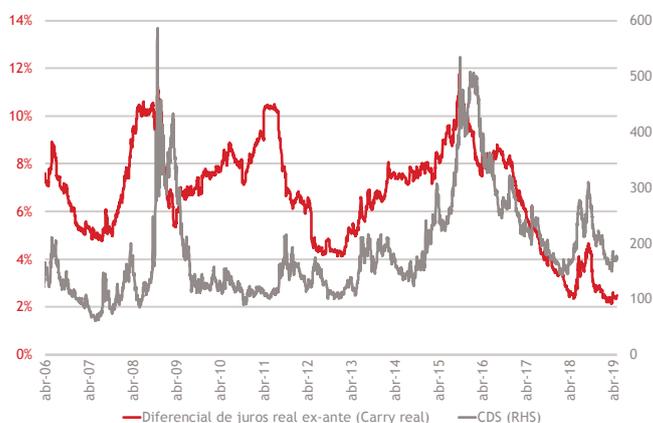
### BRASIL: TAXA DE CÂMBIO EM AMBIENTE DE INCERTEZA

**Gráfico 1 | DEPRECIÇÃO ACUMULADA DE MOEDAS CONTRA O DÓLAR INÍCIO: JANEIRO/18**



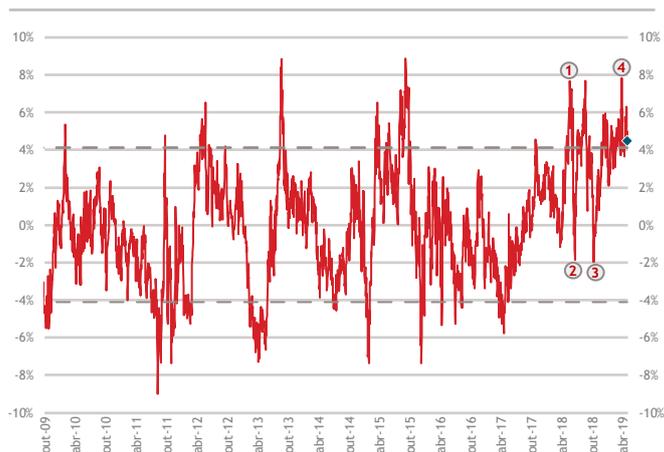
Fonte: Bahia Asset Management / Data: 04/2019

**Gráfico 2 | DIFERENCIAL DE JUROS E CDS**



Fonte: Bahia Asset Management / Data: 04/2019

**Gráfico 3 | PRÊMIO RELATIVO AO USDBRL**



Fonte: Bahia Asset Management / Data: 04/2019

A moeda brasileira sofreu forte depreciação contra o dólar nos últimos doze meses, em parte também observado em demais divisas de países emergentes. Usualmente participantes do mercado buscam explicar movimentos de curto prazo da taxa de câmbio como função de indicadores financeiros domésticos e internacionais. Em geral, tais indicadores sintetizam informações sobre termo de troca, ciclos econômicos e risco país. A importância de cada uma destas dimensões varia não só entre países, mas também temporalmente para uma mesma economia, devido a expectativas de mudanças estruturais, fazendo-a operar em diferentes regimes. O Brasil é um bom exemplo disto, onde nas últimas décadas presenciamos ciclos econômicos pronunciados e períodos em que a estabilidade da dívida foi posta em cheque, como em 2015, momento em que o peso dado para a dimensão risco creditício aumentou em detrimento das demais. Atualmente discute-se que o país esteja em um novo regime, caracterizado por diferencial de juros em relação aos EUA no seu menor nível histórico. Acreditamos que este regime de baixo *carry*, como é conhecido o referido diferencial, possa explicar parte da depreciação apresentada pelo real. Contudo, e apesar disso, ainda há prêmio significativo no preço vigente.

Nossos estudos sugerem que não só as variações do *carry* e do risco país são significativas para explicar mudanças na taxa de câmbio, mas também os seus níveis. Tais níveis definem regimes distintos, alterando como estes e outros indicadores financeiros afetam o preço da moeda. Ilustrativamente, CDS acima de 300 pontos ocorre em períodos de *stress*, quando dados positivos de atividade possuem menor efeito apreciativo sobre a taxa de câmbio, ao ser comparado com o usual. Adicionalmente, alto diferencial de juros em momentos de normalidade é fator relevante para proteção da moeda. Contudo, em momentos de *stress*, o *carry* necessita ser muito superior para causar o mesmo efeito, sendo que em casos extremos, como o da Argentina atualmente, tende a ser pouco efetivo. Além disto, tem ganhado espaço a narrativa de que, a níveis deprimidos de *carry*, a sua variação tenha maior impacto sobre a taxa de câmbio. Nesta abordagem, reduções adicionais de diferencial de juros levariam a uma aceleração da taxa de depreciação cambial, tudo mais constante.

Portanto, buscamos examinar variações cambiais em relação a demais indicadores financeiros de acordo com níveis do binômio CDS e *carry*. Para tanto, damos maiores pesos para os períodos passados em que tal binômio mais se aproxime dos valores correntes. O gráfico 2 reporta o CDS e *carry* em termos reais para o Brasil. Nele vemos que o CDS no auge do *stress* da última eleição presidencial mais se assemelhava ao observado em meses de 2015 e 2016. Consequentemente, naquele momento, usávamos mais dados dos referidos anos do que do intervalo entre meados de 2017 e o início de 2018. Atualmente, a situação é exatamente oposta em relação ao CDS, que se encontra próximo a média histórica, enquanto o diferencial de juros é mantido a níveis deprimidos desde o terceiro trimestre de 2017.

Vamos focar nossa análise exatamente neste período de baixo *carry*, selecionando quatro datas que sintetizam eventos importantes para a moeda brasileira. Veremos que com a piora da percepção sobre o encaminhamento da reforma da previdência vivenciada em março deste ano, a moeda brasileira volta a apresentar desempenho inferior a demais ativos.

## ■ CENÁRIOS E PERSPECTIVAS (CONTINUAÇÃO)

---

O gráfico 3 apresenta o prêmio extraído entre a taxa de câmbio real/dólar e um conjunto de indicadores financeiros. Valores positivos indicam real com performance inferior a outros ativos, aspecto comum nos últimos doze meses, nos quais também vemos episódios de forte correção devido a atuações do Banco Central e resoluções de incertezas de curto prazo. O ponto 1 situa-se entre o final de maio e o começo de junho, momento em que países emergentes apresentavam deterioração em suas condições de financiamento externo e, no campo doméstico, elevava-se a probabilidade de candidato não alinhado às reformas chegar à presidência. Neste momento o BC fez forte intervenção no mercado de câmbio, levando o real para nível ligeiramente sobreapreciado – ponto 2. Após algumas semanas, frente ao agravamento da incerteza eleitoral, o prêmio volta a patamares extremos. Este seria revertido somente após o resultado expressivo do primeiro turno do então candidato Bolsonaro e sua conseguinte vitória, período retratado no ponto 3 e com sinais de sobrevalorização. Em março deste ano, no ápice dos ruídos de comunicação entre o Executivo e o Legislativo, indicado pelo ponto 4, o prêmio volta ao topo da distribuição. Desde então, com arrefecimento das tensões, o prêmio se afasta do extremo, mas permanece elevado.

O inédito ambiente, marcado por baixo diferencial de juros e repleto de choques políticos e externos, causa maior incerteza sobre estimativas do prêmio embutido na cotação da moeda brasileira em relação a outros indicadores financeiros. Não obstante, nossas estimativas apresentam-se coerentes com narrativas recentes de eventos críticos e de correções. Na margem, condicionado a preços atuais de demais ativos, ainda vemos a existência de prêmio elevado no real, mesmo que já distante do extremo.

## ■ FUNDOS MULTIMERCADOS

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Durante abril, os principais vetores globais que vínhamos mencionando anteriormente evoluíram positivamente: (i) inflexão nos dados de atividade chineses sob efeito dos estímulos anteriores; (ii) solidez na atividade americana afastando receios de uma recessão iminente; (iii) continuação do tom positivo das negociações entre EUA e China, com possível conclusão já no próximo mês (muito embora declarações recentes de ambas as partes vão na direção contrária); (iv) postergação da data limite para saída do Reino Unido da União Europeia. Nesse contexto benigno, os ativos dos países desenvolvidos tiveram performances positivas em geral, com destaque para as bolsas. Entretanto, os mercados emergentes tiveram performances relativamente modestas e em alguns casos negativas, principalmente na segunda metade do mês.

Acreditamos que essa *underperformance* esteve, em grande parte, associada às incertezas dos estímulos chineses quanto à sua magnitude, tempo de transmissão e possíveis efeitos para as demais economias. No mês, a liderança do Partido Comunista Chinês adotou um discurso mais cauteloso, dando peso à estabilidade financeira, o que diminuiu as expectativas quanto a estímulos futuros. Além disso, os dados de atividade dos países que participam das cadeias produtivas chinesas ainda não sinalizaram efeitos significativos das medidas feitas até agora. Dessa forma, restam dúvidas quanto ao impulso dos atuais estímulos para o crescimento global, dado o foco em setores menos intensivos em investimentos e commodities em relação aos ciclos de estímulos anteriores. A contínua desaceleração na manufatura europeia também gera incerteza sobre a força da atividade global e o poder dos *spillovers* do estímulo chinês. Por último, é bom lembrar que diversos países em desenvolvimento apresentam problemas idiossincráticos e desdobramentos locais negativos na Argentina e Turquia também contribuíram para um menor apetite ao risco em relação aos ativos emergentes.

Em última instância, acreditamos que, mesmo que em magnitude inferior aos ciclos anteriores, os estímulos chineses darão suporte ao crescimento global. Ademais, consideramos que o afrouxamento de condições financeiras globais dos últimos meses tende a ser persistente devido à ênfase recente aos riscos desinflacionários por parte dos principais bancos centrais do mundo. Assim, com um cenário de juros globais baixos e uma perspectiva de atividade global melhor ou ao menos estável à frente, continuamos com posições cautelosas e otimistas. No curto prazo, consideramos que os fatores externos que requerem atenção são: (i) sinais mais contundentes de estabilização nos dados econômicos fora dos EUA, em especial em países asiáticos e na Zona do Euro; (ii) reação dos bancos centrais dos países desenvolvidos quanto aos riscos desinflacionários (vale lembrar que um possível novo *framework* de política monetária nos EUA está sendo debatido); (iii) passos finais na negociação comercial entre os EUA e a China; (iv) ruídos na aprovação do acordo USCMA e possíveis tarifas para a importação de carros por parte dos EUA.

Os ativos brasileiros repetiram o comportamento dos meses anteriores com uma pequena *underperformance* em relação aos demais emergentes. Ruídos na comunicação do governo e uma articulação política ainda conturbada geraram volatilidade no

mercado a partir de incertezas na tramitação da reforma da previdência e em temas microeconômicos relacionados às empresas estatais. Consideramos que, apesar desses percalços, a tramitação da reforma da previdência está avançando e a independência institucional das empresas estatais não se encontra em risco. Ainda, enxergamos uma evolução na articulação do governo, principalmente por meio da atuação do presidente da câmara Rodrigo Maia e do ministro da economia Paulo Guedes. Dessa forma, continuamos considerando ser relativamente elevada a probabilidade de aprovação da emenda constitucional até o terceiro trimestre do ano. Assim, apesar da dificuldade em prever e administrar a trajetória, 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.

### ESTRATÉGIAS E ATRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

#### RENDA FIXA

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

#### RENDA VARIÁVEL

O resultado das estratégias de bolsa foi negativo em abril. As principais perdas vieram de posições compradas em Aéreas, Petróleo e Siderúrgicas. Os principais ganhos vieram de posições vendidas em Serviços Financeiros e compradas em Proteínas e Incorporadoras imobiliárias.

Ao longo do mês, mantivemos a posição direcional comprada em bolsa Brasil relativamente estável, depois de dois meses de reduções. As principais posições compradas se concentram nos setores de Petróleo, Shoppings, Consumo Discricionário e Elétrico. Já as principais posições vendidas estão em Telecomunicações e Serviços Financeiros.

## FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Abril foi um mês positivo para a maioria dos mercados internacionais, tanto emergentes quanto desenvolvidos. A postura mais *dovish* dos bancos centrais e os primeiros sinais de estabilização da atividade global contribuíram para performance das bolsas em geral. No Brasil, a Reforma da Previdência foi aprovada na CCJ e agora a discussão segue para Comissão Especial.

Em relação às commodities, o petróleo teve outro mês positivo nos mercados internacionais subindo entre 6% e 7%. As commodities metálicas tiveram uma performance mista. As cotações de aço subiram em torno de 4% e de minério de ferro em média 10%. O níquel fechou em queda de 6% e o cobre caiu 1,3%. A celulose caiu perto de 1,5% no mercado chinês e 2% no mercado europeu. Por fim, o açúcar fechou o mês com queda de 2,5%.

O Ibovespa subiu 0,98% e o índice de Small Caps subiu 1,66%. Por sua vez, o Bahia AM Valuation foi negativo em 0,74%, o Bahia AM Smid Caps Valor positivo em 0,48% e o Bahia AM Long Biased negativo em 0,48%.

### EXPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

- Mantivemos uma carteira diversificada ao longo do mês com uma média de 42 papéis.
- A posição média comprada nos fundos Long Only foi de 95% e o beta médio foi de 101%. A posição média comprada no fundo Long Biased foi de 75% e beta médio foi de 79%.
- A Reforma da Previdência continua sua tramitação na Comissão Especial, onde serão discutidos mais a fundo os itens que a compõem. Seguimos otimistas com a aprovação

da Reforma ao final do processo e isso se reflete no nosso portfólio. As maiores posições compradas estão hoje nos setores de Bancos, Petróleo, Mineração e Consumo Discricionário. As maiores posições vendidas no Long Biased estão em Telecomunicações e Adquirência.

### CONTRIBUIÇÕES POSITIVAS

As contribuições positivas ficaram concentradas nos setores de Consumo Básico e Discricionário. A Febre Suína Africana (ASF – *African Swine Fever*) vem impactando positivamente as empresas de proteínas no Brasil. A doença, que ainda não possui vacina e é 100% fatal, vem ganhando proporções altíssimas e já está presente em todas as províncias do mercado chinês. Algumas estimativas já chegam a uma perda de 30% no rebanho de porcos. As empresas brasileiras se beneficiam não só pelo aumento da exportação de suínos para a China como também pelo efeito de aumento nos preços internacionais das outras proteínas (principalmente do frango). Em Consumo Discricionário, as empresas mostraram bons resultados no primeiro trimestre desse ano, com forte crescimento e acima das expectativas dos analistas.

### CONTRIBUIÇÕES NEGATIVAS

As contribuições negativas ficaram por conta de posições nos setores de Aéreas e Siderurgia. As companhias aéreas foram negativamente impactadas pela alta do petróleo nos mercados internacionais. Em Siderúrgicas, embora a paridade do aço internacional deixe bastante espaço para aumento de preços no mercado local, a indústria vem sofrendo problemas de demanda interna e tendo dificuldades em repassar preço.

### MERCADOS

#### JUROS BRASIL



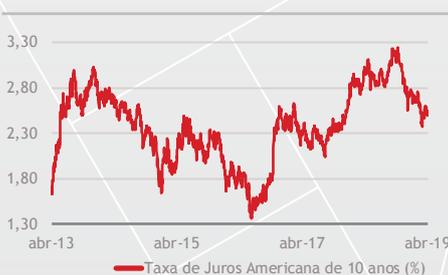
#### BOLSA BRASIL



#### REAL vs. DÓLAR



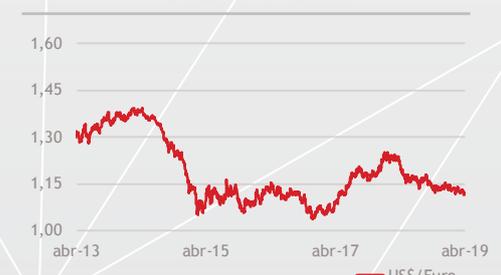
#### JUROS AMERICANO



#### BOLSA AMERICANA



#### DÓLAR vs. EURO



## RENTABILIDADE DOS FUNDOS

MULTIMERCADOS	Abr/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual <sup>2</sup>	Início Status
									PL Médio <sup>1</sup>		
Bahia AM Marau FIC de FIM	0,34%	3,86%	9,94%	22,72%	15,45%	18,26%	7,11%	143,46%	5.347.401.246	14.256.105.749	28/12/12
% CDI	65%	189%	155%	228%	110%	138%	111%	170%	5.560.697.905		Fechado
Bahia AM FIC de FIM	0,26%	2,83%	8,13%	16,24%	13,31%	15,54%	6,18%	695,77%	65.108.009	14.256.105.749	30/05/08
% CDI	51%	139%	127%	163%	95%	118%	97%	367%	45.341.173		Aberto

RENDA VARIÁVEL	Abr/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual	Início Status
									PL Médio <sup>1</sup>		
Bahia AM Smid Caps Valor FIC de FIA*	0,48%	6,96%	17,63%	35,56%	24,07%	-10,62%	8,44%	558,89%	250.719.448	250.818.768	30/05/08
diferencial do SMLL	-1,18%	-2,35%	9,50%	-13,80%	-7,69%	11,73%	-2,98%	480,93%	215.419.925		Fechado
Bahia AM Valuation FIC de FIA *	-0,74%	6,96%	23,14%	26,70%	30,28%	-9,72%	12,02%	153,69%	919.142.371	1.006.828.571	26/07/10
diferencial do IBOVESPA	-1,72%	-2,67%	8,11%	-0,16%	-8,65%	3,60%	0,48%	108,67%	711.869.767		Aberto
Bahia AM Long Biased FIC de FIM	-0,48%	5,93%	21,10%	22,07%	22,88%	0,04%	12,91%	92,51%	480.302.710	482.108.719	30/12/15
diferencial do IPCA + 6%	-1,59%	1,87%	11,21%	13,03%	10,19%	-0,02%	1,63%	51,87%	258.662.133		Aberto

RENDA FIXA E MOEDAS	Abr/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses	Desde o Início	PL Atual	PL Master Atual	Início Status
									PL Médio <sup>1</sup>		
Bahia AM FI Cambial	0,52%	2,12%	19,20%	2,68%	-16,79%	49,59%	14,92%	630,03%	22.927.086	-	30/10/97
diferencial do US\$	-0,72%	0,30%	2,07%	1,18%	-0,25%	2,58%	2,12%	373,41%	22.460.672		Aberto
Bahia AM FI RF Referenciado DI *	0,49%	1,92%	6,03%	9,65%	13,50%	12,92%	6,01%	266,05%	154.171.070	-	13/02/06
% CDI	94%	94%	94%	97%	96%	98%	94%	94%	141.943.174		Aberto

INDICADORES	Abr/19	2019	2018	2017	2016	2015	Ult. 12 meses
CDI	0,52%	2,04%	6,42%	9,95%	14,00%	13,23%	6,40%
IBOVESPA	0,98%	9,63%	15,03%	26,86%	38,94%	-13,31%	11,54%
IbrX-100	1,06%	9,79%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	12,57%
SMLL	1,66%	9,32%	8,13%	49,36%	31,75%	-22,36%	11,42%
IPCA + 6%	1,11%	4,06%	9,88%	9,04%	12,68%	17,25%	11,28%
Dólar (PTAX)	1,25%	1,82%	17,13%	1,50%	-16,54%	47,01%	12,80%

\* Adequado às EFPC e RPPS.

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO

[www.bahiaasset.com.br](http://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](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"