

## Cenário Econômico

Atualmente, o montante global de títulos de renda fixa emitidos por entes públicos e privados com taxas de juros negativas alcança a impressionante cifra de US\$ 16 trilhões, cerca de 25% de todo o estoque dessa classe de ativos.

Alguns atribuem esse quadro a questões meramente conjunturais, diante dos inegáveis sinais de desaceleração da economia global ao longo do último ano e meio.

Ainda que esse processo de perda de ritmo do crescimento econômico responda por parte do movimento recente de declínio dos juros globais, ele está muito longe de explicá-lo em larga escala.

Na verdade, vários fatores estruturais têm atuado ao longo das últimas décadas no sentido de reduzir os juros no mundo como um todo. A crise financeira global (CFG) do final da década passada acelerou (e acentuou) esse movimento.

Entre vários outros, destacamos quatro desses fatores em particular: i) demografia; ii) produtividade, iii) desigualdade de renda e iv) oferta e demanda dos chamados ativos seguros.

Do ponto de vista demográfico, a redução das taxas de crescimento da população em idade ativa reduz, tudo o mais constante, o potencial de crescimento futuro, assim como a perspectiva de uma vida mais longa estimula o aumento da propensão a poupar. Nos dois casos, o resultante é uma taxa menor dos juros.

Com relação à produtividade, ela tem se mostrado declinante mundialmente nas últimas décadas, tanto no que diz respeito à mão de obra como em relação ao capital fixo. O crescente protecionismo e a consequente desaceleração do comércio internacional são fatores potenciais de redução adicional da produtividade, à medida em que tanto desestimulam a melhora contínua de processos e produtos frente à menor competição dos importados como também limitam a incorporação de novos equipamentos e tecnologias.

Outro ponto que tem levado a juros estruturalmente menores nos últimos anos, sobretudo após a CFG, é o aumento da desigualdade em vários países, entre eles os EUA, que acaba concentrando uma porção maior da renda gerada em mãos de um grupo a população que tem uma maior propensão a poupar.

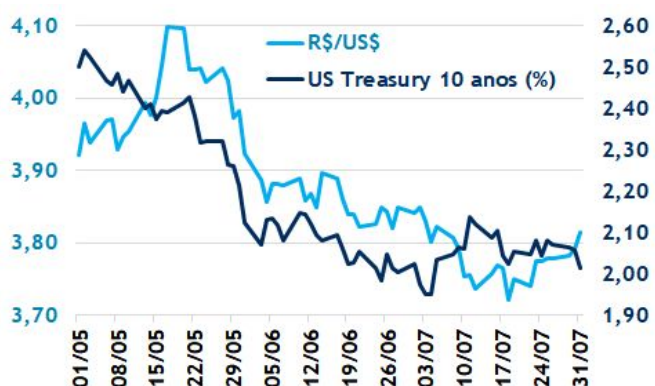
Por fim, mas nem por isso menos importante, tem ocorrido ao longo da última década um importante aumento da demanda por ativos chamados seguros por razões diversas (regulatórias, maior percepção de risco etc.) numa velocidade superior à expansão da sua oferta.

Se e quando o crescimento global retomar um maior dinamismo, os juros de curto prazo podem até voltar a subir, mas numa perspectiva de mais longo prazo, taxas baixas nos acompanharão por muito tempo.

## Mercados & Perspectivas

Ao longo de julho, alguns eventos pareciam conspirar para um excelente desempenho dos ativos financeiros, aqui e no mundo. Localmente, o destaque ficou com a aprovação em primeiro turno da Reforma da Previdência, prometendo ganhos fiscais maiores que a expectativa do mercado. No exterior, China e EUA anunciaram nos últimos dias de junho a retomada das negociações comerciais depois de quase dois meses de interrupção. Somavam-se a esses fatores a expectativa de que novos estímulos monetários seriam providos muito em breve por vários bancos centrais ao redor do mundo. Na teoria, o sinal era de aumento do apetite por risco.

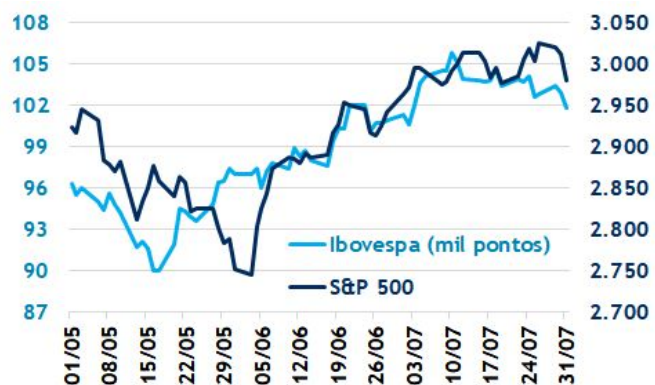
Os primeiros pregões do mês de fato sancionaram essa expectativa. Os indicadores acionários nos EUA estabeleceram novos recordes históricos e outros mercados também experimentaram ganhos bastante razoáveis. Porém, na segunda metade do mês, parte desse vigor se perdeu, à medida em que cresceu a percepção de que os BC's, de quem se esperava (ou ainda se espera) tanto, não iriam entregar tão rapidamente os estímulos monetários.



Concomitantemente, a moeda norte-americana foi se fortalecendo, atingindo novas máximas no último dia do mês (tradicionalmente o fortalecimento do dólar se correlaciona com desmonte de posições de risco). No fim, o índice MSCI Global fechou o mês estável. Já o S&P fechou com 1,3% de alta, melhor que Europa (-0,2%) e China (-1,6%) e em linha com Japão (0,9%). Já o bloco dos mercados emergentes como um todo sofreu em julho, com perda de 2,7%, impactado pela já mencionada alta da moeda norte-americana, marcando o sexto mês consecutivo de desempenho abaixo dos mercados desenvolvidos.

Enquanto isso o Brasil viu sua moeda apreciar 1% e as taxas de juros fecharem fortemente. Já o Ibovespa fechou com “apenas” 0,8% de alta, pois foi negativamente impactado por dois fatores específicos.

Em primeiro lugar, houve um aumento importante da oferta de novas ações, totalizando R\$ 25 bilhões no mês (apenas como comparação, o valor de todo o ano de 2018 foi de R\$ 11 bilhões). Além disso, o BNDES anunciou que vai divulgar um programa de desinvestimento da sua carteira de ações no valor de R\$ 111 bilhões, traduzindo-se em outra fonte de aumento da oferta de papéis no mercado.



Em segundo lugar, houve um importante movimento setorial durante o mês. De um lado perderam

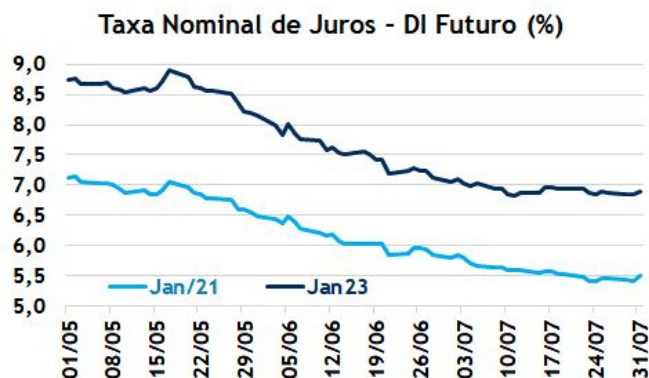
principalmente as ações ligadas à *commodities* (fraqueza da economia global + fortalecimento do USD) e os grandes bancos (perspectiva de aumento da competição). Somados, esses setores representam 57% do Ibovespa e caíram entre 4% e 6%. Na outra ponta, ganharam valor de mercado empresas ligadas a consumo discricionário, varejo e transportes.

Nas próximas semanas, os mercados globais estarão cada vez mais sensíveis a novos dados que confirmem (ou não) a trajetória de desaceleração econômica global e a novos capítulos da disputa entre EUA e China.

Nossa hipótese básica é que há possibilidade dos ativos se recuperarem à medida em que esse quadro de consolidação de uma atividade mais fraca aumente a convicção dos membros do *Fed* da necessidade em implantar um ciclo de afrouxamento monetário mais amplo. Naturalmente, um recrudescimento das tensões entre as duas maiores potências econômicas vai na direção oposta, suscitando uma redução do apetite por risco.

Domesticamente, a sinalização do Copom de que ao menos mais um corte de 50 bps está bem encaminhado deve manter os juros em patamares historicamente baixos.

No tocante ao mercado acionário, a percepção de que os juros locais e globais deverão cair nos próximos meses e, tão ou mais importante, deverão permanecer em patamares baixos por um período prolongado, tendem a estimular novas realocações das carteiras dos investidores locais, favorecendo ativos de maior risco em detrimento de posições de renda fixa. Novas emissões de ações prometidas para setembro somados aos desafios setoriais já mencionados (e que devem continuar) podem gerar altas menos impactantes na bolsa no curto prazo, sem que isso signifique o fim da tendência primária de alta da nossa bolsa.



## Atribuição de Desempenho

### Porto Seguro Macro FIC FIM

No mês de julho, ganhamos 10bps no livro de moedas. Ganhamos 14bps com o Real, 6bps com o Peso mexicano e 1bp com o *Renminbi*. Por outro lado, perdemos 5bps com o lene, 3bps com o Euro, 2bps com o Dólar australiano e 1bp com o Dólar canadense. Além disso, ganhamos 8bps com posições compradas em Ouro.

Na renda fixa local, ganhamos 62bps no mês, dos quais 33bps em posições de juro real e 29bps em posições de juro nominal. Já na renda fixa internacional, perdemos 4bps (+13bp com títulos alemães e -17bps com juros americanos).

Nossas alocações em renda variável geraram perdas de 12bps, dos quais 2bps no mercado local e 10bps no exterior.

Em julho, tivemos poucas alterações na carteira. Seguimos aplicados em juros reais e nominais, sendo que ao longo do mês encurtamos os prazos dessas posições.

Seguimos aplicados em títulos dos governos americano e alemão. No segmento de moedas, mantivemos posição comprada no Real e no lene e atuamos de forma mais tática no Euro e no Dólar australiano. Mantemos nossa posição comprada em ouro.

Macro FIC FIM	
Caixa	0,14%
Juro Real	0,33%
Juro Pré	0,29%
Moedas	0,16%
Juros Internacionais	-0,04%
Renda Variável	-0,12%
Custos	-0,19%
Total	0,56%

### Porto Seguro Clássico RF FIC FI

Em julho, o fundo rendeu 0,68% ou 120% do CDI, tendo como principal contribuição as posições aplicadas na curva de juro nominal.

Depois de um intenso movimento de fechamento de taxas de juros, e com o mercado já precificando a taxa Selic caminhando para 5% a.a., avaliamos que atualmente o mercado já incorpora expectativas de tamanho de ciclo de cortes de juros muito próximas ao que acreditamos fazer parte de um cenário base. Diante disso, não mantemos posições na parte curta da curva de juros nominal atualmente.

Nesse cenário, entendemos que a melhor alternativa na Renda Fixa está nas NTN-Bs longas, onde o fundo está posicionado, pois prêmios próximos a 3,70% de juro real tornam-se atrativos em virtude da baixa inflação implícita incorporada nos mesmos e dos patamares de Selic precificados a frente.

Essas posições ainda se beneficiam de uma melhora estrutural no país e de juros mais baixos ao redor do mundo (o chamado “*lower for long*”). Em paralelo, nos mantemos atentos para aproveitar distorções e exageros de curto prazo, e eventualmente realizar posições de valor relativo.

Clássico FIC RF	
Caixa	0,56%
Juro Pré	0,20%
Juro Real	0,01%
Custos	-0,09%
Total	0,68%

### Porto Seguro Ações FIC FIA

O Porto Seguro FIC FIA subiu 1,54% em julho versus 0,8% do Ibovespa, embalado por ações nos setores de saneamento (122bps), serviços financeiros (75bps) e consumo (57bps). Na outra ponta, perdemos com o setor bancário (104bps) e o de mineração (24bps).

Durante o mês mudamos a carteira de forma a adicionar empresas de menor porte. Vendemos para isso ações de bancos e de construção voltada à baixa renda, comprando uma cesta de ações de pequenas e médias empresas que tendem a se beneficiar, no geral, da possibilidade de elevação do consumo discricionário com a liberação prevista do FGTS. Encerramos o mês com exposição líquida em bolsa de 100%.

Nosso cenário prospectivo básico é de que manteremos uma tendência de alta primária, até pela falta de alternativa de investimentos com cenário de juros baixos, mas alguns aspectos sugerem alguma cautela: (i) grande quantidade de ofertas primárias e secundárias, (ii) bancos afetados por maior competição, queda nos juros e possibilidade de uma reforma tributária relativamente pior para o setor e (iv), cenário externo mais volátil. Tudo isso nos leva a crer que o movimento de alta pode ser lento e gradual.

### Porto Seguro Selecta FIC FIA

O Porto Seguro Selecta FIC FIA teve suas cotas valorizadas em 2,63% em julho, puxado pelas empresas dos setores de serviços financeiros (143bps), transporte (75bps) e construção (63bps). Já o setor de bancos contribuiu negativamente com 141bps.

Reduzimos a participação do setor financeiro como um todo em meados de julho, substituindo a posição por ações no setor de *shopping centers* e uma posição nova no setor de construção. Mantivemos a exposição líquida em ações em 90%.

### Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo

A aprovação da reforma da previdência em 1º turno no plenário da Câmara dos Deputados com placar expressivo corroborou nossa visão construtiva com relação à agenda de reformas.

Assim, mantivemos ao longo do mês alocação superior ao *benchmark* nos vértices longos e intermediários da curva de juro real. Com isso, o fundo Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo rendeu 1,34% frente aos 1,29% do IMA-B total.

Mantemos uma visão construtiva porque entendemos haver uma maior consciência quanto à necessidade de reformas estruturais, tanto no parlamento quanto na sociedade.

Deste modo, continuaremos com exposição em títulos indexados ao IPCA, preferencialmente em vértices mais longos.

	Juro Real FIC RF LP
Juro Real	1,34%
Custos	-0,05%
Total	1,29%

### Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado

Em julho o fundo Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado rendeu 0,55%, equivalente a 96,4% CDI.

Sofremos com a abertura nas taxas dos ativos indexados ao “% do CDI”, principalmente nas debêntures e letras financeiras subordinadas. Com a queda da Selic, o prêmio pago por estes ativos vem caindo e a perspectiva de queda adicional tem reduzido o apetite dos investidores em carregá-los nas carteiras. Também pesa a perspectiva de que a oferta de ativos no mercado primário continuará aquecida e que as novas ofertas virão com maior prêmio.

Nas ofertas primárias, eventos anedóticos têm confirmado a tendência de aumento das taxas. Algumas emissões precisaram aumentar a remuneração teto para obter sucesso na captação. Outras ofertas tiveram sucesso, mas ficaram concentradas em uma quantidade muito pequena de investidores.

Nas emissões bancárias, ainda não ocorreram mudanças relevantes de taxas, mas temos convicção que elas deverão começar a subir em breve: o mercado

secundário está mais ofertado, a atividade econômica e as concessões de crédito deverão se recuperar gradualmente e a oferta de ativos corporativos continuará aquecida. Somado a isso, poderemos ver também uma realocação de portfólio dos investidores, reduzindo a parcela em ativos de menor risco.

Vale ressaltar que o ajuste nos preços ocorreu devido à queda do prêmio e à perspectiva de aumento da oferta. Pelo lado da qualidade dos ativos, não tivemos rebaixamentos de *rating*. Ao contrário, o cenário macro tem beneficiado grande parte dos emissores.

Em julho, entramos em duas novas emissões primárias, uma no setor de varejo e outra no setor de saúde. Também fizemos um CDB de prazo curto com um banco de montadora e aumentamos a exposição no setor corporativo através do mercado secundário em operações com prazos curtos. Por outro lado, tivemos vencimentos de letras financeiras que não foram renovadas em função da baixa remuneração oferecida.

Para o mês de agosto, estamos avaliando a opção de rolagem de uma debênture do setor de varejo em uma emissão “CDI + *spread*” com taxa atraente. Mantivemos a duração média da carteira de crédito próxima a 2 anos e a liquidez (*overnight* e LFTs) superior a 30%. Somando-se aos ativos que estão próximos ao vencimento (3 meses), esse valor chega a 35% do patrimônio líquido. A renovação da carteira será feita de forma gradual e caute



**PORTO  
SEGURO**

### Porto Seguro Investimentos

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP  
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

[porto.investimentos@portoseguro.com.br](mailto:porto.investimentos@portoseguro.com.br)

[www.portoseguro.com.br/investimentos](http://www.portoseguro.com.br/investimentos)

considerações legais. A Porto Seguro Investimentos é responsável pela e quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação o a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes. FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES INVESTIR. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia líquida de impostos. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos ainda que o gestor da carteira mantenha sistema de gerenciamento de risco investido, sendo que não há garantia de completa eliminação da possibilidade destinados a investidores em geral. Descrição do TIPO ANBIMA disponível no formulário dos fundos como regulamento e demais, podem ser consultados no seguinte endereço: Superintendência de Seguros Privados – SUSEP/CVM/Capital de Risco