

Cenário Econômico

Indicadores de atividade econômica referentes ao final de 2018 divulgados neste início de ano causaram uma frustração em boa parte dos analistas, que esperavam resultados mais expressivos depois de superada a incerteza associada à eleição presidencial.

Diante de tais resultados, alguns agentes que projetavam uma expansão do PIB de 2019 de 3% ou até mesmo maior têm começado a rever para baixo suas estimativas, levando-as para um patamar ao redor de 2,5% (na edição do mês passado avaliamos extensamente as razões de nossa projeção de 2,2%).

Na esteira desse processo, tem crescido o debate a respeito de quão estimulativa está a política monetária neste momento. Em outras palavras, alguns analistas questionam se a despeito da taxa Selic estar em seu menor patamar histórico (6,5% em termos nominais ou 2,4% reais, descontando-se a inflação estimada para os próximos 12 meses), ela não deveria estar ainda mais baixa para estimular de forma mais efetiva e significativa a retomada da atividade econômica.

Antes de apresentar nossa visão sobre esse tema, se faz necessário abrir um breve parêntesis sobre o conceito de juro neutro ou de equilíbrio, fundamental para a avaliação se de fato cabe ou não uma redução adicional da taxa básica de juros.

De forma simplificada, juro neutro é aquele que permite a uma determinada economia crescer em ritmo equivalente ao seu potencial de longo prazo (outro conceito sobre o qual inevitavelmente falaremos mais à frente) e, assim, não gerar pressões de alta ou de baixa sobre a inflação.

Vale dizer que o juro neutro não é um valor observável e sua estimativa, assim como de qualquer outra variável econômica, está sujeita a imprecisão. Basta dizer que, no caso dos Estados Unidos, uma economia estável e com uma longa história de dados disponíveis, a dispersão das estimativas para o seu juro neutro ou estrutural é bastante elevada. A tarefa fica ainda mais difícil quando se trata de estimá-lo numa economia mais

instável e com um menor histórico de estatísticas como é o caso da brasileira.

Tendo esses pontos em mente, o debate ora proposto implica em questionar se a atual taxa Selic, ainda que em seu piso histórico, está baixa o bastante quando comparada à taxa neutra, pois é exatamente sobre esse parâmetro que se define a postura da política monetária: se acima da taxa neutra, ela se mostra contracionista, enquanto que, inversamente, se abaixo da neutra, ela é expansionista.

O Copom tem manifestado em seus documentos e declarações de seus integrantes que a Selic atual está no campo expansionista. Parece não haver divergências sobre essa visão. A questão, neste caso, trata então do grau de estímulo, aparentemente modesto, a julgar pela falta de fôlego da recuperação econômica e, como consequência, pelos números baixos de inflação, inferiores à meta.

Embora persuasiva, essa hipótese nos parece discutível ou, no mínimo incompleta, à medida em que coloca exclusivamente sobre os ombros da política monetária, e mais especificamente sobre a taxa básica de juros, a tarefa de promover a expansão da atividade econômica, o que a literatura econômica resiste em aceitar.

Além disso, desconsidera a hipótese de que as já esperadas defasagens entre os movimentos da política monetária e seu impacto sobre a atividade econômica podem ter se ampliado ainda mais nos últimos anos no Brasil diante de tantos choques e, sobretudo, do relevante processo de desalavancagem empreendido por famílias e empresas no passado recente.

Em outras palavras, fatores variados, entre eles o verdadeiro colapso da confiança dos agentes econômicos (consumidores ou empresários) ao longo dos últimos anos os colocaria numa posição de extrema cautela quanto às suas decisões de consumo e investimento, a despeito de taxas de juros bastante baixas, ao menos para os padrões históricos locais.

A definição da eleição presidencial é um evento recente e funcionou até muito recentemente como um freio

importante a uma maior expansão da produção e do consumo doméstico. Adicionalmente, a forte desaceleração da economia global e, em particular, de um importantíssimo parceiro comercial (Argentina) ao longo da segunda metade do ano passado certamente gerou um impacto relevante sobre vários segmentos, especialmente aqueles mais associados à exportação de bens industrializados.

O Copom tem defendido “cautela, serenidade e perseverança” na condução da política monetária. Essa nos parece uma postura bastante adequada para o momento atual. É preciso dar tempo para que os juros baixos produzam seus efeitos sem as amarras de uma enorme nuvem de incerteza. Obviamente que nunca estaremos livres de indefinições e dúvidas sobre o futuro, e a mais imediata agora é sobre o progresso da agenda de reformas.

Embora acreditemos no avanço de medidas que permitam uma trajetória mais saudável das finanças públicas no médio e longo prazo, é temerário, em função de nosso histórico, tomar esse cenário como inexorável.

Provavelmente uma grande gama de agentes econômicos pensa como nós. Sendo assim, conforme dissemos na edição anterior, é bastante razoável esperar uma aceleração da atividade com o avanço das reformas, em particular a da Previdência.

Cortes adicionais da taxa Selic sem o encaminhamento da questão fiscal não farão a economia deslanchar. A taxa básica caiu quase 8 pontos percentuais nos dois últimos anos. Tudo indica que sua parte no processo de retomada da economia está completa.

É preciso que outras engrenagens sejam postas em movimento. Política monetária não é cura para todos os nossos males. Longe disso.

Mercados

O ano passado terminou com os mercados globais avaliando com crescente preocupação a velocidade e a intensidade de uma desaceleração econômica que, iniciada na China, rapidamente engolfou a Europa e passou a ameaçar os Estados Unidos, especialmente diante da perspectiva de que o impulso gerado por medidas fiscais implantadas naquele país entre o final de 2017 e o início de 2018 começaria a perder força neste ano. Não menos importante, havia também o efeito defasado do aperto monetário efetuado pelo *Fed* ao longo dos anos anteriores.

O resultado foi uma importante reprecificação dos ativos, com destaque para a expressiva queda do

mercado acionário norte-americano, representada pelo declínio de quase 10% do índice S&P 500 em dezembro último.

Bolsas para baixo e custo do crédito em forte elevação, entre outros fatores, levaram a um significativo aperto das condições financeiras no hemisfério norte, contratando uma redução nada desprezível do ritmo de expansão da economia dos EUA para os próximos meses.

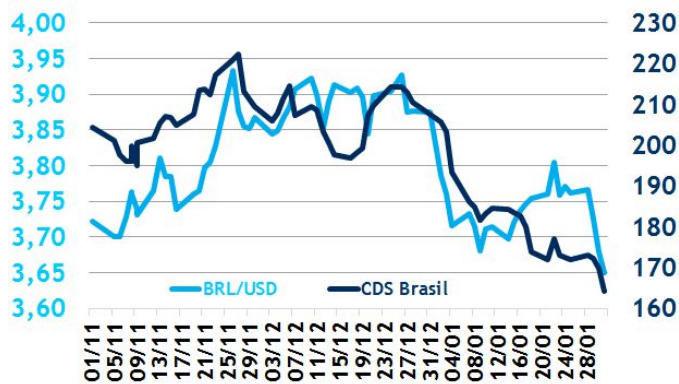
Entretanto, quando tudo parecia conspirar para uma espiral negativa de grandes proporções, eis que surgiu o socorro do *Fed*, sobretudo através da figura de seu presidente. Logo no terceiro dia útil deste ano, Jerome Powell deu uma forte indicação de que o ciclo de aperto monetário poderia sofrer uma interrupção temporária ou, a depender da evolução das condições econômicas e financeiras, até mesmo definitiva.

Para completar a ajuda da autoridade monetária norte-americana aos mercados financeiros globais, a reunião de seu comitê de política monetária (*FOMC*, no acrônimo em inglês) realizada no dia 30 de janeiro não apenas reforçou a perspectiva de que o atual ciclo de alta dos juros pode ter se encerrado como também o processo de enxugamento de liquidez através da redução do balanço do *Fed* pode terminar antes do esperado pelos agentes.

O sinal foi pronta e inequivocamente entendido pelos mercados, que retomaram com vigor o apetite por risco. O resultado foi uma expressiva recuperação dos índices acionários e uma suavização do crescente estresse sobre os mercados de crédito.

Também na esteira de um *Fed* “paciente” quanto a eventuais novas altas da taxa básica de juros, o USD perdeu parte da força exibida ao longo de quase todo o ano passado, especialmente com relação às moedas dos países emergentes.

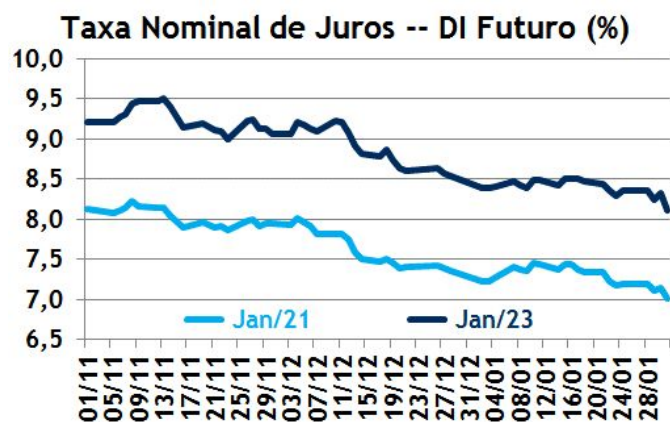
Basta dizer que ao longo de 2018, o índice MSCI de moedas emergentes perdeu 2% frente ao USD. No primeiro mês de 2019, ocorreu exatamente o contrário, com o índice de divisas emergentes registrando uma apreciação de 2% frente à moeda norte-americana.



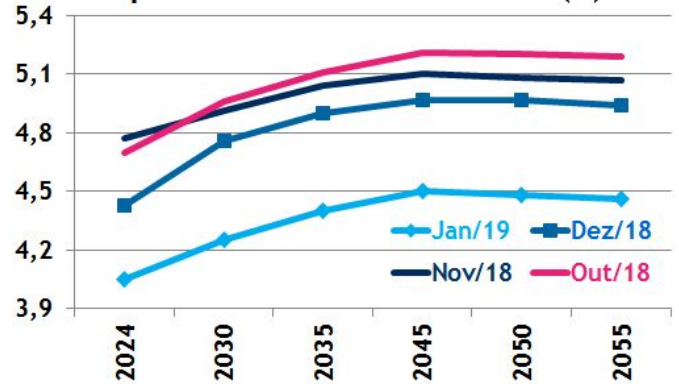
O Real foi um dos destaques entre as moedas emergentes, com apreciação de quase 6%, fruto não apenas da renovação do apetite por ativos de maior risco, como também pela crescente expectativa de avanço da agenda de reformas fiscais.

Importante dizer que mais da metade dessa valorização da moeda local ocorreu nos três últimos pregões do mês, dois deles sob o efeito da reunião do FOMC do dia 30.

A expectativa de juros estáveis ou mesmo cadentes nos EUA ao longo dos próximos meses, a apreciação do BRL, a manutenção de índices inflacionários domésticos bastante contidos e a perspectiva favorável para o avanço da Reforma da Previdência foram alguns dos diversos fatores que compuseram um quadro propício a um novo declínio das taxas de juros locais, com ligeiro destaque para os prazos mais longos, seja no tocante aos pré-fixados, seja para os juros reais.

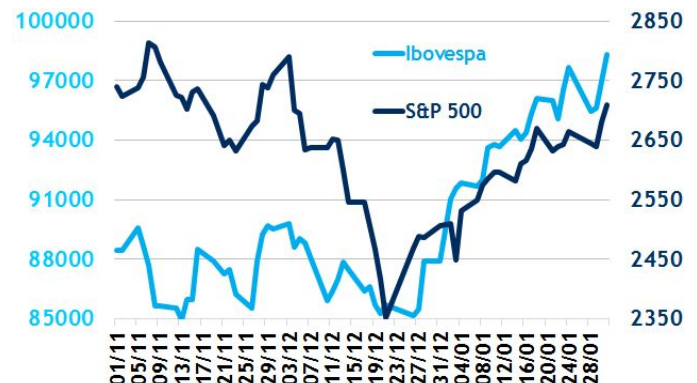


Cupom Real de Juros -- NTN-Bs (%)



Por fim, mas nem por isso menos importante, merece amplo destaque o desempenho global das bolsas de valores no primeiro mês de 2019, a começar pelos índices dos EUA.

Embora insuficiente para repor integralmente as perdas de dezembro, o S&P 500 registrou uma alta de 7,9% e o Ibovespa foi ainda melhor, com ganhos de quase 11%, aproximando-se do marco dos 100 mil pontos.



Como nos demais mercados, a nova postura do Fed foi de fundamental importância para esse desempenho, ajudada pelo já mencionado otimismo com o avanço da agenda de reformas, encabeçada pela Previdência, durante os próximos meses.

Ao longo de fevereiro, três temas deverão definir o comportamento dos mercados financeiros locais:

- i. *Apresentação da proposta de Reforma da Previdência* – neste caso, quanto mais ambiciosa for, melhor a reação dos agentes, mesmo assumindo que ela seja desidratada em algum grau ao longo de sua tramitação no Congresso Nacional;
- ii. *Evolução da economia global* – a despeito da nova postura do Fed e de várias medidas de estímulo que têm sido anunciadas pelo governo chinês no passado recente, o mais provável é que os novos dados a serem divulgados nas próximas

semanas continuarão mostrando a continuidade da desaceleração global e;

- iii. *Negociações comerciais entre EUA e China* – a ameaça norte-americana de nova rodada de elevação das tarifas de importação de produtos chineses a partir de 1º de março não deve se materializar. Porém, é pouco provável que a conclusão de um acordo, hipótese que nos parece a mais provável, aconteça no futuro próximo.

Estratégia de Investimento / Atribuição de Desempenho — Porto Seguro Macro FIC FIM

No mês de janeiro, os mercados financeiros responderam positivamente à sinalização, por parte do presidente da autoridade monetária americana, de que o processo de aperto monetário poderia ser interrompido, assim como o programa de normalização do seu balanço poderia ser flexibilizado.

Os mercados acionários globais acumularam ganhos significativos, liderados pelas bolsas americanas. Ativos de países emergentes e *commodities* também apresentaram fortes ganhos no mês.

Neste primeiro mês de 2019, apuramos ganhos de 133bps no segmento de moedas, dos quais 132bps com o Real, 23bps com o Dólar australiano, 9bps com o Euro, 2bps com o Iene e 2bps com a Libra. Por outro lado, tivemos perdas de 25bps com o Peso mexicano e 10bps com o Dólar canadense.

Na renda fixa local, ganhamos 28bps no mês, majoritariamente em posições de juro real. Já na renda fixa internacional, o ganho foi de 11bps.

Nossas alocações em renda variável contribuíram com ganhos de 151bps, sendo 122bps no mercado local e os restantes 29bps com bolsas externas.

Macro FIC FIM	
Caixa	0,23%
Renda Variável	1,51%
Moedas	1,33%
Juro Real	0,27%
Juros Internacionais	0,11%
Juro Pré	0,01%
Custos	-0,38%
Total	3,08%

Perspectivas

No cenário internacional, continuamos com uma probabilidade crescente de desaceleração na economia americana e a confirmação de uma desaceleração mais acentuada na zona do Euro.

Quanto à China, o governo local vem tomando ao longo dos últimos meses uma série de medidas de ordem fiscal, monetária e regulatória que por ora não parecem apontar para uma reversão iminente da trajetória de desaceleração da atividade.

Por outro lado, os resultados até aqui modestos dessas medidas contribuem para o surgimento de especulações a respeito de medidas mais robustas e ousadas à frente, especialmente na hipótese de insucesso nas negociações comerciais em curso com o governo Trump.

Ainda assim, observamos avanços na direção correta dos 3 principais temas que desestabilizaram os mercados no final do ano passado:

- i) O *Fed* interrompeu o processo de aperto monetário, reconhecendo a possibilidade de uma flexibilização no ritmo e/ou intensidade de redução do seu balanço, sinalizando, inclusive, um balanço maior que o inicialmente estimado ao final desse processo;
- ii) o governo chinês segue atuando, mesmo que ainda de forma mais tímida que o habitual, no sentido de amenizar o ritmo da desaceleração na economia e;
- iii) as negociações continuam e algum tipo de acordo entre os Estados Unidos e China nos parece cada vez mais provável.

Acreditamos que os elementos acima, mesmo diante de uma desaceleração global, compõem um cenário mais benéfico para os mercados financeiros. Não descartamos momentos de alta na volatilidade, mas não esperamos fortes quedas como as observadas ao final do ano passado.

Inserido nesse contexto global progressivamente mais positivo, mantemos nossa visão otimista com o Brasil. Conforme mencionado anteriormente, a apresentação da proposta de Reforma da Previdência deve definir o cenário doméstico ao longo das próximas semanas.

Na renda variável, temos um visível embate entre os argumentos otimistas e pessimistas. No cenário internacional temos, no lado otimista, a maior paciência do *Fed* e os estímulos chineses, enquanto que do lado pessimista, está a perspectiva de uma contínua queda na projeção de lucros. No Brasil, estamos diante de uma aposta binária na reforma da Previdência. Nossa

posição permanece construtiva em relação às chances de progresso dessa agenda de ajustes.

Estratégia de Investimento / Atribuição de Desempenho — Porto Seguro Clássico RF FIC FI

Em janeiro, o fundo rendeu 0,87% ou 159% do CDI. Esse desempenho foi obtido predominantemente através de estratégias aplicadas via juro real nas partes intermediária e longa da curva.

Clássico FIC RF	
Caixa	0,41%
Juro Real	0,45%
Juro Pré	0,15%
Custos	-0,15%
Total	0,87%

Perspectivas

Na renda fixa, ao longo do mês houve uma melhora significativa dos ativos locais com a perspectiva favorável para o avanço da Reforma da Previdência. A apreciação do BRL e as surpresas positivas da inflação corrente levaram uma parcela do mercado acreditar em um novo ciclo de corte de juros.

Nesse ponto, acreditamos que é preciso dar tempo para que os juros baixos produzam seus efeitos, em linha com o que o Copom tem defendido em suas últimas manifestações: “cautela, serenidade e perseverança” na condução da política monetária.

Nos mantemos posicionados com um viés otimista para a evolução do cenário doméstico ao longo do mês. Optamos por carregar posições aplicadas na curva de juro real por acreditar que a sazonalidade da inflação nos próximos meses (mais alta que a média anual) nos beneficiará.

Trocamos a exposição na parte intermediária da curva de juro real por uma concentração maior na parte longa, por acreditar que essa posição trará uma melhor relação risco/retorno nos próximos meses. Em paralelo, nos mantemos atentos para poder aproveitar eventuais distorções e exageros de curto prazo.

Estratégia de Investimento / Atribuição de Desempenho — Porto Seguro Ações FIC FIA

Em janeiro, os mercados globais saíram do modo pânico em que se encontravam ao final de 2018. O MSCI Global subiu 7,8% em dólar, puxado pelo bloco de

emergentes (10,3%), seguido pelo S&P (7,9%), Europa (5,3%) e Japão (3,8%).

Importante mencionar que o posicionamento técnico dos portfólios globais estava extremamente pessimista no final de dezembro, o que potencializou, sem dúvida nenhuma, o movimento. Mas também é inegável que temos alguns motivos fundamentalistas que formaram o pano de fundo desta alta.

Os mercados responderam à postura do Fed mais acomodatória, ao enfraquecimento do dólar em escala global, à possibilidade de trégua na guerra comercial e também à continuidade dos estímulos econômicos divulgados pelo governo chinês.

O Brasil foi o destaque positivo dentre as principais bolsas, com o Ibovespa subindo 10,8%, estimulado pela perspectiva de avanço das discussões da reforma da Previdência, cuja proposta deve seguir para o Congresso ainda neste mês de fevereiro.

Alguns setores do Ibovespa, mesmo sem grandes notícias, tiveram desempenho destacado em janeiro, como o setor de educação que subiu mais de 30% e o de elétricas e saneamento que subiram em conjunto mais de 25%.

Na ponta oposta, temos o setor de mineração, que, abatido pela terrível tragédia em Brumadinho, numa barragem da Vale, perdeu mais de 10% do seu valor. Sobre esse triste acontecimento, que significou a irreparável perda de vidas humanas, é importante apontar que as autoridades estão trabalhando (e queremos crer que a empresa fará também um enorme esforço estratégico e financeiro) para apresentar propostas que signifiquem uma mudança definitiva neste padrão inaceitável de ocorrências do tipo.

Nosso Porto Seguro FIC FIA rendeu 12% em janeiro, impulsionado por posições no setor de infraestrutura e bancos. Na ponta oposta, perdemos com distribuidoras de combustíveis e elétricas.

Terminamos o mês com elevada exposição em bolsa, usando também derivativos. Estamos atualmente investidos em 15 empresas, sendo que as 10 maiores posições representam mais de 70% da carteira. No final do mês aumentamos nossa exposição em Petrobras em detrimento do setor bancário. Estamos fora do setor de mineração.

Perspectivas

Os olhos do mundo todo estão hoje voltados à postura dos bancos centrais diante da forte queda das bolsas mundiais iniciada em fevereiro do ano passado, que

representou uma perda no valor de mercado nesses índices superior a todo o PIB da União Europeia, ou mais de 17 trilhões de dólares. Isso foi um motivo suficiente para que o Fed adotasse uma postura mais paciente em relação à retirada da liquidez dos mercados. Tal postura deve continuar a fazer preço nas próximas semanas.

Outro ponto positivo é a continuidade do anúncio de medidas estimulativas por parte do governo chinês, ainda que mais modestas que o próprio padrão chinês de um passado não tão remoto.

Enquanto as autoridades das duas maiores potências econômicas lutam para manter suas economias no trilho, o mercado aposta que eles estão sem forças para fortes embates comerciais. Já do lado negativo, temos os lucros estimados para esse ano que ainda parecem acima do que as empresas serão capazes de entregar, portanto, deveremos ver os analistas rebaixando projeções nas próximas semanas.

No Brasil, estamos diante de uma aposta binária na reforma da Previdência, o que, se aprovada, nos deixaria numa posição extremamente confortável diante de uma piora do cenário externo. Nossa posição permanece construtiva em relação às chances de progresso dessa agenda de ajustes.

Estratégia de Investimento / Atribuição de Desempenho — Porto Seguro Selecta FIC FIA

O Porto Seguro Selecta FIC FIA fechou o mês de janeiro com uma rentabilidade positiva de 12,4%, impulsionado pelo setor de bancos e construção civil. Não houve destaques negativos no período.

As variações na carteira durante o mês foram pequenas. Seguimos com uma carteira focada em empresas de qualidade e que se apropriam da melhora econômica doméstica. Nosso setor mais importante segue sendo o bancário (29%), seguido pelo setor de saúde (12,5%); na terceira posição temos o setor de transporte com 11,6%). Temos 13 empresas na carteira, sendo que as 10 mais importantes representam 82% do fundo.

Estratégia de Investimento / Atribuição de Desempenho — Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo

No âmbito econômico, janeiro foi marcado pela decepção com a divulgação dos dados de atividade corrente. Tal decepção levou alguns agentes de mercado a aventar a possibilidade de uma queda adicional da taxa básica de juros, gerando um

movimento pressionou os títulos de vencimento mais curto.

Outro ponto positivo para o IMA-B foram as notícias sobre as possíveis propostas da reforma da Previdência a serem enviadas proximamente ao Congresso, o que acabou por afetar sobretudo os papéis intermediários e longos. A articulação política realizada ao longo do mês para decidir o comando do das duas casas do Congresso também teve reverberação positiva no mercado.

Ao longo do mês fizemos uma maior alocação frente ao *benchmark*, visando capturar a janela de otimismo do mercado com relação à agenda de reformas. A maior alocação frente ao *benchmark* está em NTN-B intermediária e, principalmente, nos papéis de vencimentos mais longos. A alocação gerou retorno positivo de 0,09% frente ao *benchmark* e por ora enxergamos uma melhor assimetria na alocação de risco em títulos com vencimentos mais longos.

	Juro Real FIC RF LP
Juro Real	4,50%
Custos	-0,03%
Total	4,46%

Perspectivas

Manteremos alocação acima do *benchmark* enquanto a perspectiva positiva com a reforma da Previdência se mantiver. Adicionalmente, entramos em um período sazonal de alta da inflação, corroborando dessa maneira uma alocação superior ao *benchmark*.

Estratégia de Investimento / Atribuição de Desempenho — Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado

Em janeiro o fundo Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado rendeu 0,56%, equivalente a 103,5% do CDI.

Mais uma vez, o destaque foi a valorização da letra financeira subordinada perpétua, emitida em novembro último por um grande banco. As debêntures em geral também continuaram bem demandadas no mercado secundário.

O *pipeline* continua intenso, com várias novas ofertas de debêntures, letras financeiras e FIDCs. Estamos atentos a novas oportunidades para compra, mas diante do aumento da oferta e o nível atual dos prêmios dos ativos, também temos gradualmente reduzido algumas posições da carteira.

