

## Cenário Econômico

O registro pelo IBGE de uma contração de 0,2% no PIB do primeiro trimestre em relação ao trimestre anterior, feitos os devidos ajustes sazonais, certamente gerou frustração, mas passou longe de causar surpresa diante dos seguidos sinais de fraqueza da atividade que se sucederam ao longo destes primeiros meses do ano.

De um lado, a enorme expectativa alimentada pela posse do governo Bolsonaro e sua agenda ambiciosa de reforma do Estado (ajuste fiscal, traduzido em especial pela PEC da Previdência e por uma série de privatizações), assim como de melhora do ambiente regulatório e de negócios, tem se esvaído rapidamente, conforme demonstrado pelos índices de confiança do consumidor e dos empresários neste início de 2019.

Por outro lado, é importante considerar também que para além das dúvidas quanto ao futuro dessa agenda e, em particular, da reforma da previdência, o recrudescimento das tensões comerciais entre EUA e China e seu decorrente impacto sobre uma já fragilizada economia global também conspira para acentuar ainda mais o quadro local de incertezas que cerca as decisões de consumo e de investimento de famílias e empresas.

Em meio ao desalento com a retomada da atividade doméstica, cresce a demanda por novos estímulos ou medidas para reverter esse quadro. De um lado, todas as declarações do ministro Paulo Guedes e de seus principais auxiliares no Ministério da Economia vão na direção de negar qualquer medida fiscal com esse intuito.

Além da crença de que seria pouco eficaz, essa postura se deve também e, sobretudo, a uma restrição pragmática: não há espaço no orçamento federal para ampliação quer do gasto público, quer da renúncia fiscal. Muito pelo contrário.

Sendo assim, as pressões e expectativas têm se concentrado sobre o Copom, que através de um novo corte da taxa Selic, supostamente daria um impulso à economia doméstica.

Os defensores da tese de que há espaço para nova redução da taxa básica de juros usam como principais argumentos a própria fraqueza da economia e o nível atual das chamadas medidas de inflação subjacente e, em particular, aquelas mais sensíveis ao ciclo econômico, que em sua maioria, estão em patamar inferior ao centro da meta de inflação.

Embora aparentemente atraente, essa narrativa nos parece equivocada, ou no mínimo incompleta, uma vez que atribui de forma preponderante à política monetária (em particular à taxa de juros) a responsabilidade de promover o crescimento econômico.

Tudo indica que os defensores de nova (e imediata) redução da taxa básica de juros atribuem pouca ou mesmo nenhuma relevância aos sucessivos choques e incertezas que a economia doméstica tem experimentado no passado recente na determinação do seu ritmo de expansão (greve dos caminhoneiros, eleições, desaceleração global, crise argentina e, mais recentemente, a difícil tramitação da proposta de reforma da Previdência).

Nós, ao contrário, como temos repetido seguidamente ao longo dos últimos vários meses, acreditamos que esse conjunto de indefinições tem gerado posturas bastante cautelosas por parte de consumidores e empresários.

Uma redução agora da taxa básica, sem que se vislumbre qual será o conteúdo final da PEC da Previdência e, como consequência, sua potência fiscal, pode apenas gerar uma pressão maior sobre a taxa de câmbio (em função de uma queda adicional do diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa), gerando riscos potenciais sobre o comportamento futuro da inflação, sem que se produza como contrapartida um impulso relevante à atividade doméstica.

Vale dizer também que as expectativas de inflação para 2020 e 2021, colhidas pelo próprio Banco Central junto a mais de 100 analistas de mercado, encontram-se exatamente no centro da meta desses

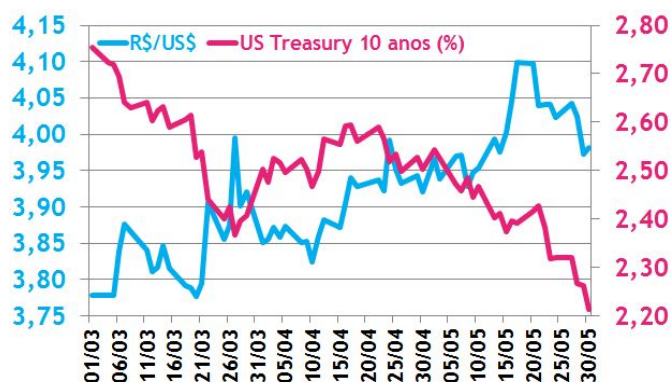
dois anos, o que por si só já seria um freio a uma redução da Selic neste momento.

Ocorre, porém, que essas projeções para o IPCA dos próximos dois anos incorporam altas da taxa básica em relação ao patamar atual, o que sugere que, se mantidas as demais condições, juros menores nos próximos meses levariam a inflação para além do centro da meta, sendo, assim, um obstáculo adicional para o afrouxamento da política monetária no futuro próximo.

Uma atividade econômica bastante fraca e as enormes incertezas que cercam o ambiente local e o externo compõem um intrincado dilema que certamente divide o Copom atualmente.

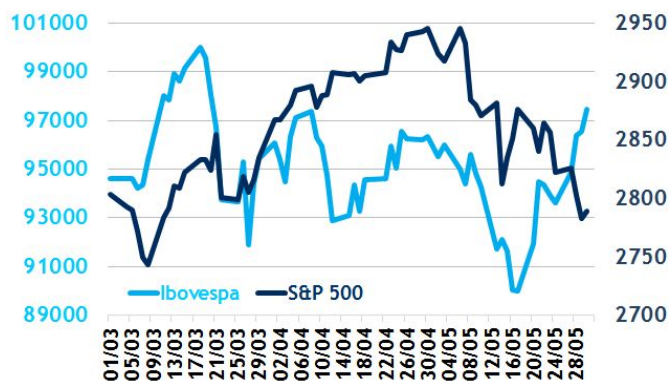
### Mercados & Perspectivas

Ao final de abril, representantes de ambos os lados sugeriam que um acordo comercial entre EUA e China era iminente. No início de maio, porém, o presidente Trump anunciou a interrupção das negociações e, como consequência, a elevação das alíquotas do imposto de importação (de 10% para 25%) sobre produtos chineses que no ano passado somaram US\$ 200 bilhões.



Com esse inesperado evento, as expectativas de uma reaceleração gradual do ritmo de expansão da economia global a partir do segundo semestre deste ano têm sido abandonadas e um movimento geral de reavaliação das projeções para o desempenho do PIB mundial está em pleno curso.

Na esteira desse processo, têm crescido as apostas em um ciclo de cortes da taxa básica de juros a ser iniciado pelo *Federal Reserve* antes do final do ano. Não por acaso, maio registrou uma queda importante dos juros internacionais, com destaque para os EUA e a Europa.



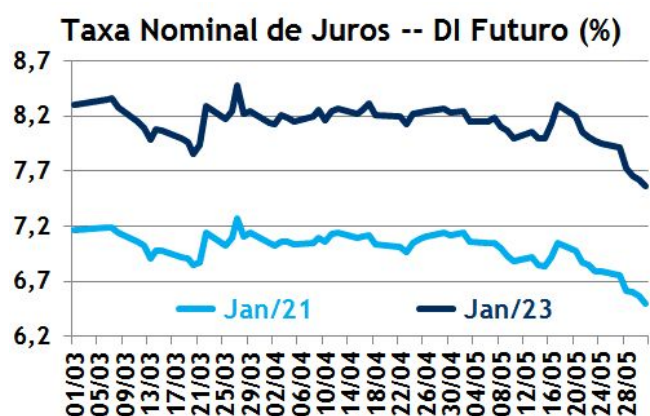
Outra consequência dessa reviravolta foi a queda expressiva do preço do petróleo, refletindo a perspectiva de uma menor demanda futura. Por fim, mas não menos importante, maio também registrou uma depreciação significativa do principal índice acionário dos EUA, o S&P 500 (-6,6%), assim como das bolsas mundiais em geral, representadas pelo índice MSCI Global, que exibiu uma queda de 6,2%.

Domesticamente, os avanços nas negociações para a votação da reforma da previdência foram determinantes para que o Ibovespa tivesse um desempenho bem superior à média dos emergentes. O Ibovespa subiu 0,7% contra uma forte queda de mais de 7% no índice das bolsas emergentes (MSCI Emergentes).

Simultaneamente, o fraco desempenho da economia doméstica nos primeiros meses do ano também contribuiu para a queda das taxas de juros locais, movimento que foi potencializado pela redução das taxas no exterior.

Além da falta de dinamismo da atividade local, a perspectiva de taxas mais baixas de inflação nos próximos meses (resultado de uma sazonalidade favorável dos preços dos alimentos, da queda dos preços dos combustíveis e da manutenção da bandeira tarifária verde da energia elétrica) também tem ajudado a consolidar, junto a parcela relevante dos agentes de mercado, a expectativa de um corte da Selic pelo Copom num futuro próximo.

Assim, embora mantenhamos nossa visão já de muitos meses de que a Selic deverá se manter inalterada até o final do ano que vem, é inegável que há uma clara assimetria quanto às chances de um novo afrouxamento da política monetária.



Em outras palavras, se realmente ocorrer alguma alteração da taxa básica no futuro de curto e médio prazo, as chances de redução são significativamente maiores que as de alta, considerando-se a aprovação de uma reforma da previdência que produza um ganho fiscal ao redor de R\$ 700 bilhões nos próximos 10 anos e a manutenção de um baixo dinamismo da atividade econômica.

Essa assimetria é reforçada pela crescente pressão sobre o Fed para que ele também reduza o juro básico norte-americano, postura essa que poderá abrir espaço para o enfraquecimento do dólar. Os mercados globais, outra vez, pedem mais estímulos aos bancos centrais.

### Atribuição de Desempenho

#### Porto Seguro Macro FIC FIM

No mês de maio, ganhamos 2bps no segmento de moedas. Ganhamos 4bps com o Euro e 1bp com o Peso mexicano. Por outro lado, perdemos 1bp com o Dólar Neozelandês, 1bp com o lene e 1bp com o Real.

Na renda fixa local, ganhamos 69bps no mês, dos quais 37bps em posições de juro real e 32bps em posições de juro nominal. Já na renda fixa internacional, o ganho foi de 89bps, sendo 79bps em juros americanos e 10bps com títulos alemães.

Nossas alocações em renda variável geraram perdas de 17bps, majoritariamente com posições nos mercados externos.

Macro FIC FIM	
Caixa	0.36%
Juros Internacionais	0.89%
Juro Real	0.37%
Juro Pré	0.32%
Moedas	0.02%
Renda Variável	-0.17%
Custos	-0.22%
Total	1.58%

#### Porto Seguro Clássico RF FIC FI

Em maio, o fundo rendeu 0,79% ou 145% do CDI. As principais contribuições vieram das posições aplicadas na curva de juro nominal de mais curto prazo, beneficiadas pela crescente precificação de uma queda da Selic num futuro próximo.

Ao longo do mês, porém, reduzimos em parte essa alocação, por acreditarmos que no nível atual, os prêmios já não oferecem a mesma atratividade do início de maio. Em paralelo, estamos atentos para aproveitar eventuais distorções e exageros de curto prazo que eventualmente surjam.

Clássico FIC RF	
Caixa	0.51%
Juro Pré	0.27%
Juro Real	0.13%
Custos	-0.12%
Total	0.79%

#### Porto Seguro Ações FIC FIA

O Porto Seguro FIC FIA valorizou-se 2,9% em maio contra 0,7% do Ibovespa. Os destaques positivos do mês vieram dos setores de construção, bancos e consumo, que agregaram, respectivamente, 109, 85 e 65bps ao fundo. Na outra ponta, os setores de petróleo e elétrico geraram uma perda conjunta de 73bps.

Tivemos algumas importantes mudanças na carteira, como a zeragem de posições no setor de mineração, petróleo e alimentos. Ao mesmo tempo, realizamos aumento importante no setor bancário, além de uma nova posição relevante no setor de aço. No geral, aumentamos ainda mais a exposição, via derivativos, apostando na aprovação da reforma da previdência.

#### Porto Seguro Selecta FIC FIA

O Porto Seguro Selecta FIC FIA rendeu 3,3% em maio. O fundo foi beneficiado principalmente pelas posições dos setores de bancos (97bps), construção (92bps) e serviços financeiros (78bps). Os destaques negativos vieram dos setores de saúde (-26bps) e alimentos (-22bps). Acrescentamos duas novas posições ao fundo em maio: uma no setor de saúde e outra em

tecnologia. Para isso zeramos uma posição no setor de alimentos. No geral, aumentamos a exposição do fundo de 87% para 91%.

#### Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo

Dada nossa visão construtiva com relação à agenda de reformas mantivemos ao longo de maio alocação superior ao *benchmark* nos vértices longos na curva de juro real. Com isso, o fundo Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo rendeu 3,92% versus 3,66% do IMA-B total.

Mantemos o cenário construtivo pelo fato de haver uma maior consciência quanto à necessidade da reforma da previdência, tanto no parlamento quanto na sociedade.

Deste modo, navegaremos esse período com posição superior em títulos indexados ao IPCA.

	Juro Real FIC RF LP
Juro Real	3.96%
Custos	-0.03%
Total	3.92%

#### Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado

Em maio o fundo Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado rendeu 0,54%, equivalente a 98,7% CDI.

O mês foi marcado por uma grande quantidade de novas emissões de dívida no mercado local. O expressivo volume ofertado contribuiu para que as taxas no mercado secundário ficassem mais pressionadas, mas não a ponto de promover grandes mudanças de marcação. Não tivemos grandes destaques na carteira.

Continuamos a aumentar a exposição em títulos corporativos em detrimento dos financeiros. Nos corporativos, aumentamos a exposição de 30% para 32% e nos financeiros reduzimos de 37% para 35%. A alocação em caixa (LFTs e *overnight*) manteve-se em 33% do patrimônio líquido.

O aumento de exposição mais relevante ocorreu nos setores de saneamento e energia elétrica e a redução em bancos de montadoras. Privilegiamos as alocações indexadas em “CDI + *spread*”.

As taxas dos bancos de maior porte em “% do CDI” estão em níveis historicamente baixos e temos convicção de que a tendência é de que voltem a subir gradualmente. Com o maior volume de ofertas, os investidores têm procurado ativos com maior prêmio. Além disso, a perspectiva de juros baixos por tempo prolongado faz com que estes ativos fiquem menos atraentes.

Por outro lado, a recuperação da economia têm se mostrado bastante lenta e os bancos podem não ter pressa em fazer grandes captações.



---

**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

Central de Atendimento: 0800-727-1124