

## 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 em diversos segmentos econômicos 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 de incertezas que cerca as decisões de consumo e de investimento das famílias e das empresas.

Em meio ao desalento com a retomada da atividade, cresce a demanda por novos estímulos ou medidas para reverter essa trajetória. 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 (taxa de juros) a tarefa 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 famílias e empresas.

Uma redução agora da taxa básica, sem que se vislumbre qual será o formato final (no que tange à potência fiscal) da PEC da Previdência 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 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.

Ocorre, porém, que essas projeções para o IPCA dos próximos dois anos incorporam altas da taxa básica em

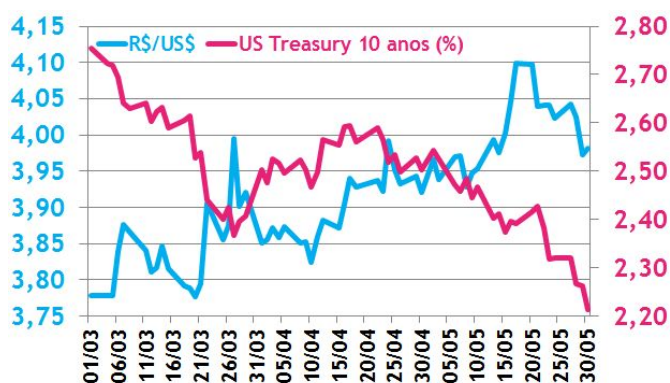
relação ao patamar atual, o que sugere que, se mantidas as demais condições, juros menores nos próximos meses levariam a inflação para além do centro da meta, sendo, assim, um obstáculo adicional para o afrouxamento da política monetária no futuro próximo.

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.

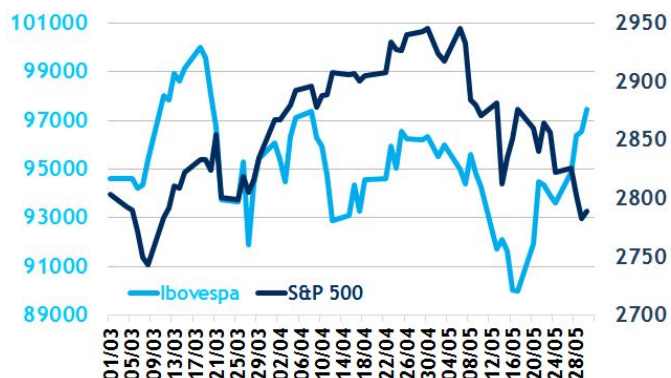
Com esse inesperado evento, as expectativas de uma reaceleração gradual do ritmo de expansão da economia global a partir do segundo semestre deste ano têm sido abandonadas e um movimento geral de reavaliação das projeções para o desempenho do PIB mundial está em pleno curso.



Na esteira desse processo, crescem 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

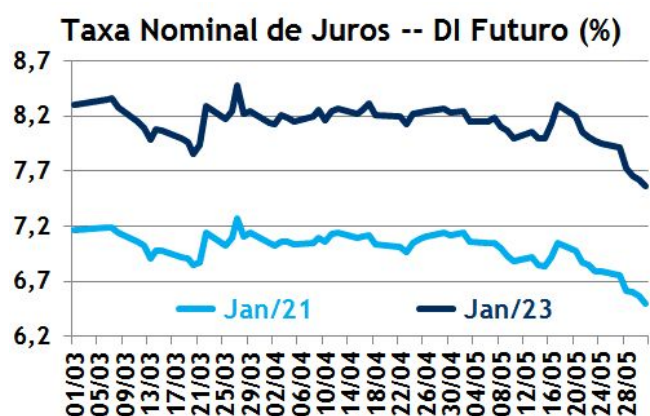
uma depreciação significativa do principal índice acionário dos EUA, o S&P 500 (-6,6%).



Domesticamente, o fraco desempenho da economia nos primeiros meses do ano também levou a uma queda nas 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 combustíveis e da manutenção da bandeira tarifária verde da energia elétrica) também tem ajudado a consolidar a perspectiva de um corte da Selic pelo Copom num futuro próximo junto a parcela relevante dos agentes de mercado.

Assim, embora mantenhamos nossa visão já de muitos meses, de que a Selic se manterá 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. Essa assimetria é reforçada pela crescente pressão sobre o Fed para que ele também reduza o juro básico norte-americano.



### Atribuição de Desempenho

#### Porto Seguro Macro FIC FIM

No mês de abril, incorremos em ganhos de 12 bps no segmento de moedas, majoritariamente com o BRL (12 bps) e marginalmente com o Peso mexicano (2 bps) e o Dólar australiano (1 bp). Por outro lado, perdemos 3 bps com o Euro e 1 bp com o Dólar canadense. Na renda fixa local, ganhamos 41 bps no mês, sendo 51 bps em posições de juro real e -10 bps em posições de juro nominal. Já na renda fixa internacional, apuramos um modesto ganho de 2 bps.

Nossas alocações em renda variável geraram perdas de 15 bps, sendo 13 bps no mercado externo e os restantes 2 bps com a bolsa local.

Diante do enorme grau de incerteza, mantivemos uma postura mais cautelosa ao longo de abril. Nossa alocação na bolsa brasileira seguiu, pelo segundo mês consecutivo, abaixo do nível que tínhamos no começo do ano.

Em contrapartida, aumentamos nossa alocação em juro real na parte intermediária da curva, o que se mostrou uma posição vencedora. Seguimos aplicados em juros americanos e alemão. No segmento de moedas, mantivemos posição comprada no Real, vendida no Euro e no Dólar australiano.

Macro FIC FIM	
Caixa	0,22%
Juro Real	0,51%
Moedas	0,12%
Juros Internacionais	0,02%
Juro Pré	-0,10%
Renda Variável	-0,15%
Custos	-0,21%
Total	0,41%

#### Porto Seguro Clássico RF FIC FI

Em abril, o fundo rendeu 0,63% ou 121% do CDI, tendo como principal contribuição as posições aplicadas na curva de juro real, que foram beneficiadas pela alta do IPCA corrente. Ao longo do mês, porém, reduzimos em parte essa alocação por acreditarmos que no nível atual, os juros desses papéis já não oferecem a mesma atratividade do início de abril. Em paralelo, nos mantemos atentos para aproveitar eventuais distorções e exageros de curto prazo que eventualmente surjam.

Clássico FIC RF	
Caixa	0,37%
Juro Real	0,24%
Juro Pré	0,11%
Custos	-0,10%
Total	0,63%

#### Porto Seguro Ações FIC FIA

O Porto Seguro FIC FIA valorizou-se 3,1% em abril contra 1,0% do Ibovespa. Nossas posições no setor de alimentos contribuíram com 2,86 pontos percentuais (pp), seguidas pelas ações de consumo e varejo, que agregaram ganhos de 0,90 pp no mês. Os destaques negativos vieram dos setores de celulose (-0,51 pp) e construção (-0,30 pp).

Iniciamos abril com uma exposição menor em bolsa, mas terminamos o mês com uma exposição próxima a 100%. Reduzimos algumas posições visando o aumento geral do beta da carteira e outras por mera redução do grau de convicção (caso de celulose, infraestrutura e energia). Aumentamos posições em saneamento, serviços financeiros e índice futuro.

#### Porto Seguro Selecta FIC FIA

O Porto Seguro Selecta FIC FIA rendeu 2,9% em abril, puxado principalmente por ações dos setores de serviços financeiros e transportes, que contribuíram, respectivamente, com 0,98 pp e 0,78 pp. Apenas um único setor foi negativo no mês, o bancário, que subtraiu 0,16 pp do nosso resultado. Reduzimos participação em uma posição de saúde e outra de transporte, aumentando consumo e bancos.

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

Motivados pela expectativa de alta do IPCA corrente (confirmada pelo IPCA-15 de 0,72%), trocamos caixa (LFTs) por juro real de curto prazo. Deste modo, navegaremos o período próximo de inflação mais elevada com posição maior em títulos indexados ao IPCA. Além disso, mantivemos as posições em juro real longo, pois seguimos com uma visão ainda construtiva com relação à agenda de reformas.

	Juro Real FIC RF LP
Juro Real	1,58%
Custos	-0,05%
Total	1,54%

### Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado

Os papéis da carteira não sofreram grandes mudanças de precificação, com uma grande quantidade de ativos mostrando uma pequena redução nos *spreads*. Destaque positivo para o setor de saneamento.

Aumentamos a exposição em um FIDC no setor financeiro e a exposição total do fundo nessa classe de ativos está em aproximadamente 5% do patrimônio líquido, sendo que todas as alocações são em cotas sênior. Compramos uma debênture do setor de varejo, de um emissor que ainda não tínhamos na carteira.

Tivemos resgate antecipado de duas debêntures de uma mesma emissora no setor de transportes. Esta empresa fez uma nova captação, mas a taxa e prazo oferecidos não foram suficientemente atraentes. Fizemos algumas negociações no secundário, com destaque para a compra de letras financeiras subordinadas e venda de letras financeiras sênior. A alocação em letras financeiras subordinadas representa hoje aproximadamente 3% do patrimônio líquido.

A alocação em caixa (LFTs e overnight) subiu de 29% para 33% do patrimônio líquido.

Temos avaliado novas oportunidades nos mercados primário e secundário, para recomposição da carteira. O *pipeline* de ofertas primárias está intenso (já são 15 novas ofertas anunciadas para o mês de maio), mas ainda temos tido dificuldade em encontrar bons ativos com taxas atraentes para os prazos oferecidos.



### 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 elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo