

### Cenário Econômico

Maio começa sem que tenhamos interrompido a curva ascendente de novos casos da Covid-19 no país, o que não deve ocorrer antes de meados do mês. Diante desse quadro, é inevitável que a retomada da atividade econômica seja adiada, notadamente nos maiores centros urbanos do país.

Diante da perspectiva de que o afrouxamento das medidas de distanciamento social só ocorra ao final de maio, a contração do PIB de 2020 deverá se mostrar maior que a estimada até então. Sendo assim, revisamos nossa projeção, que passa agora para uma queda de 5%, contra os -3% anteriores.

A velocidade da retomada nos trimestres subsequentes dependerá da existência ou não de novas ondas de infecção, o que poderia exigir o retorno de medidas restritivas de mobilidade. Mesmo que esse cenário não se materialize, um novo padrão de cautela nas interações sociais, a elevação do desemprego, a perda da renda -- em boa parte, perene para famílias e empresas -- e o aumento do grau de endividamento devem impedir uma recuperação mais vigorosa do crescimento econômico no futuro próximo.

A materialização desse quadro da atividade econômica deve trazer importantes desdobramentos sobre diversas variáveis econômicas, entre elas, a inflação, a taxa de juros e a taxa de câmbio, que comentamos a seguir.

**Inflação (IPCA):** desemprego mais elevado, queda da renda, menor confiança dos consumidores e preços das *commodities* em queda compõem um ambiente que deve levar a inflação ao consumidor para níveis inéditos no país nas últimas décadas.

Nos próximos meses, acentuado também por fatores sazonais, o IPCA deverá registrar variações negativas (deflação). Mesmo que parte dessa deflação do futuro próximo seja revertida ao longo do segundo semestre, a já mencionada retomada gradual da atividade deverá levar a inflação ao consumidor neste ano para 1,5%, nível muito inferior ao centro do intervalo (4%) que

contém a meta estabelecida para este ano, ou mesmo do seu piso, que é de 2,5%.

**Taxa de juros (Selic):** quedas generalizadas dos juros básicos no mundo, forte contração da atividade econômica -- que gera expressiva ampliação do grau de ociosidade dos principais fatores de produção (trabalho e capital), inflação corrente abaixo do piso da meta e expectativas para os anos subsequentes ancoradas ao redor ou mesmo abaixo do centro da meta são fatores mais que suficientes para levar o Copom a prosseguir com o movimento iniciado na reunião de março.

A julgar por declarações recentes de membros do Banco Central, especialmente do seu presidente, Roberto Campos Neto, acreditamos que ele não deverá acelerar o ritmo dos cortes da taxa Selic. Até recentemente, imaginávamos dois cortes adicionais, que levariam a Selic dos atuais 3,75% para 2,75%. Agora, diante de uma atividade econômica mais fraca e de uma variação do IPCA ainda menor no ano, acreditamos que a Selic possa chegar a 2,0% ao final deste ciclo, permanecendo nesse patamar até o final de 2021.

**Taxa de câmbio (BRL/USD):** nos primeiros quatro meses de 2020 o Real exibiu o pior desempenho entre as moedas das principais economias do planeta. Além da queda dos preços de algumas *commodities* e de juros em patamares historicamente baixos, o BRL também tem sofrido com a rápida e expressiva deterioração das contas públicas e da perspectiva não muito favorável de retomada da agenda de reformas estruturais no curto e médio prazo.

Para explicar a evolução da taxa real de câmbio, elaboramos um modelo a partir do comportamento dos termos de troca, da necessidade de financiamento externo (medida pela diferença entre o valor dos investimentos estrangeiros diretos e o saldo da conta corrente) e da relação dívida bruta/ PIB. Baseado nas nossas estimativas para esses valores ao longo do ano, esse modelo aponta para uma taxa real de câmbio ao redor de R\$ 5,10/USD a preços de hoje, não muito

diferente dos valores observados na média dos últimos dois meses, quando do agravamento da pandemia.

Assim, exceto por avanço relevante das contas externas e/ou dos preços de nossas exportações e/ou de medidas fiscais compensatórias que reduzam a velocidade de crescimento da nossa dívida pública, parece haver uma assimetria nos próximos meses entre as chances (maiores) de uma taxa de câmbio mais depreciada que aquela apontada pelo nosso modelo e a possibilidade (menor) de uma apreciação mais significativa, sobretudo enquanto perdurarem as tensões entre os diversos poderes da República, que limitam o avanço das reformas necessárias e, conseqüentemente, nosso potencial de crescimento econômico.

### Mercados & Perspectivas

Abril foi um mês de recuperação para as principais bolsas globais. O índice S&P 500 subiu cerca de 12% no mês, assinalando uma retomada de mais de 30% a partir do nível mais baixo registrado em março. O Ibovespa seguiu na mesma direção, embora seu desempenho tenha sido ligeiramente inferior ao do índice americano.

Moedas e *commodities* estenderam suas perdas ao longo do mês. O petróleo atingiu mínima histórica e o Real chegou a ser negociado a 5,75 por Dólar americano.

O ambiente macro segue apoiado por pacotes fiscais e política monetária sem precedentes em escala global. Os principais bancos centrais (Fed, o ECB e BoJ) reforçaram sua disposição e intenção em fazer o que for necessário para amenizar os efeitos da contração da atividade econômica.

O achatamento das curvas dos números de casos e de mortes na Europa e EUA também contribuiu para o ambiente macro mais positivo ao longo de abril.

As intervenções dos governos e bancos centrais não nos isenta de uma forte contração na atividade econômica global. Os dados de emprego e atividade já conhecidos são desanimadores.

Entramos na fase de afrouxamento das medidas de distanciamento social. Também temos melhores perspectivas com tratamentos e capacidade nos sistemas hospitalares. Por outro lado, existe o risco de novas ondas de contaminação e, principalmente, incertezas sobre o comportamento do consumidor depois de tamanho choque.

Os mercados já conseguem lidar com a forte contração na atividade econômica, mas ainda enfrentam muita incerteza com relação à dinâmica da sua recuperação. Diante desse quadro, seguimos cautelosos e atentos, incorporando posições mais táticas e com horizonte de investimento mais curto em nossos livros.

### Atribuição de Desempenho

#### Porto Seguro Macro FIC FIM

Em abril, o Porto Seguro Macro rendeu 2,40%. No ano, a rentabilidade está em 1,48% ou 113,4% do CDI.

Liquidamente, ganhamos 29bps no livro *Moedas*. De um lado, perdemos 83bps com posições no Real, no Euro e no Dólar canadense. Por outro lado, ganhamos 88bps com posições em CDS, principalmente com *spread* de empresas com grau de investimento americanas. Também ganhamos 24bps com ouro e cobre.

As alocações em renda variável apresentaram ganhos de 242bps, dos quais 149bps com bolsas internacionais. Na renda fixa local, ganhamos 8bps no mês. Já na renda fixa internacional, perdemos 67bps.

Reduzimos nossa exposição em renda variável no Brasil e mantemos posição em bolsas internacionais, principalmente no índice S&P500. Mantemos posição aplicada em *spreads* de empresas com grau de investimento americanas. Seguimos com nossa posição em ouro e cobre. Abrimos posição vendida em Euro e na moeda Chinesa.

Macro FIC FIM	
Caixa	0.48%
RF Local	0.08%
Renda Variável	2.42%
RF Internacional	-0.67%
Moedas	0.29%
Custos	-0.20%
<b>Total</b>	<b>2.40%</b>

#### Porto Seguro Clássico RF FIC FI

No mês de abril, o Porto Seguro Clássico rendeu 0,09%, ou 33% do CDI, tendo como detrator a posição em inflação implícita que foi contrabalanceada por posições em NTN-Bs intermediárias. No ano, a rentabilidade é de 1,19% ou 91% do CDI

Abril também foi um mês de recuperação para o mercado de renda fixa doméstico. Entretanto, ruídos políticos e a piora na perspectiva fiscal inibiram parte da melhora, especialmente na parte longa da curva, onde a volatilidade segue elevada e a curva mantém-se bastante inclinada. Na parte curta da curva, a deterioração nas perspectivas de crescimento e leituras

de IPCA no campo deflacionário corroboraram para que o mercado passasse a enxergar a Selic abaixo de 3% nos próximos meses.

À frente, observamos prêmio em posições aplicadas na parte curta da curva - nosso cenário econômico tem a taxa Selic chegando a 2%. Na parte longa da curva, entendemos que o prêmio embutido na inclinação é condizente com a piora na perspectiva fiscal, com a redução na probabilidade de reformas e com os ruídos políticos recentes. Como proteção, a compra de inflação implícita para vencimentos entre 3 e 5 anos mostra-se atrativa. Apesar da melhora dos mercados no mês de abril, entendemos que a cautela ainda deve nortear os posicionamentos do fundo.

Clássico FIC RF	
Caixa	0.24%
Juro Real	0.12%
Juro Pre	-0.21%
Custos	-0.05%
<b>Total</b>	<b>0.09%</b>

### Porto Seguro Ações FIC FIA

Em abril, o Porto Seguro FIC FIA rendeu 10,2%, em linha com o Ibovespa. Os papéis que mais contribuíram para o desempenho do mês foram os dos setores de petróleo (223bps), consumo (198bps) e tecnologia (185bps). Na outra ponta, perdemos com uma posição no setor de infraestrutura (-62bps).

A retomada dos mercados financeiros globais aconteceu seguindo os épicos estímulos financeiros anunciados desde o *crash* de março. Ao todo já foram anunciados \$14 trilhões (QE+fiscal), o que gerou uma recuperação de \$15 trilhões de valor de mercado desde o ponto mais baixo desta crise histórica.

O mercado continua apostando muito em empresas de qualidade e em tecnologia ao redor do mundo e ao mesmo tempo procura proteção para inflação no longo prazo, como ouro ou empresas de *commodities*. No Brasil, as brigas entre os poderes da República em meio a uma pandemia têm aumentado as dúvidas quanto à velocidade e capacidade de retomada da economia.

Mantemos uma carteira diversificada, com foco em negócios bem estabelecidos, líderes nos seus mercados e com baixo custo de produção. Estamos com uma exposição neutra ao câmbio, com empresas produtoras de *commodities* e *underweight* em bancos. Gostamos de infraestrutura e varejo com presença

digital, além de alimentos e tecnologia. Nossa exposição total ao final do mês era de 93%.

### Porto Seguro Selecta FIC FIA

O Porto Seguro Selecta rendeu 11% em abril. Foram destaques positivos empresas nos setores de tecnologia (338bps), consumo (294bps) e educação (172bps). Perdemos com uma posição em Infraestrutura (-83bps).

Em nosso cenário base para o Brasil, antevemos dificuldades na retomada do crescimento econômico, o que torna o ambiente de médio prazo desafiador. Neste sentido, as empresas com negócios resilientes, com balanços sólidos, com baixo custo de produção - aquelas que tem uma somatória de atributos chamados de qualidade - devem se beneficiar. Portanto, como essa é justamente a estratégia do Selecta, nós não precisamos fazer alterações diante desse cenário mais desafiador.

Em abril, iniciamos uma nova posição, desta vez no setor de papel e celulose, o que compõe bem o portfólio num momento de câmbio depreciado. Encerramos o mês com uma participação em ações de 94%.

### Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo

Em abril o fundo Juro Real FIC RF rendeu +1,30%, desempenho alinhado ao seu benchmark (IMA-B), que apresentou rentabilidade de +1,31%.

Dentre as componentes do índice, a parcela das NTN-Bs longas foi o destaque positivo no mês, recuperando parte do terreno perdido no mês anterior. Este comportamento foi benéfico para nossa carteira (mais alongada), porém a rentabilidade consolidada foi prejudicada pela perspectiva de deflação no IPCA do mês, o qual acredita-se que virá abaixo de -0,2%.

O mês voltou a ter forte volatilidade, principalmente na parte longa da curva. Apenas como referência, a NTN-B com vencimento em 2050 variou 0,69% entre mínima e a máxima de fechamento, uma variação expressiva. Desta vez, mantivemos o risco de nossa carteira praticamente inalterada, após o incremento realizado no mês anterior em condições mais vantajosas.

Já se espera para os meses seguintes novas deflações no IPCA, até mais intensas do que a ocorrida em abril. Se por um lado este fator deverá jogar contra o fundo,

por outro lado os papéis que compõem a carteira ainda permanecem em patamar de juro real elevado, podendo compensar parte da perda com a deflação.

Importante mencionar a expressiva desvalorização cambial que tem ocorrido, o que pressiona os custos de diversos segmentos num momento em que remarcações de preços são inviáveis pela fraqueza da atividade econômica. Isso pode gerar uma “gravidez inflacionária” que deverá aparecer tão logo a atividade econômica se normalize. Dessa forma, seguimos aplicados e atentos porque entendemos que a perda nesta janela deflacionária tem plenas condições de serem recuperadas em algum momento do futuro, só não sabemos precisar exatamente quando. Provavelmente, será ainda no decorrer do 2º. semestre.

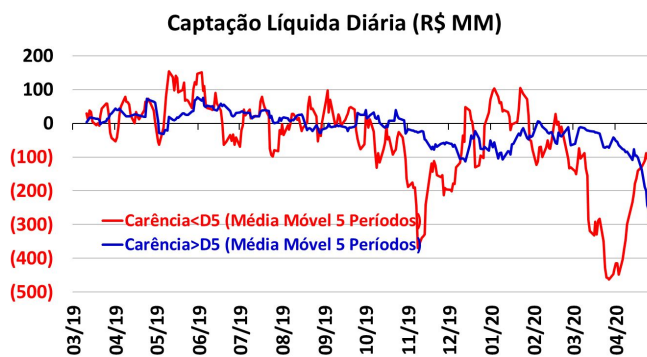
Juro Real FIC RF LP	
Custos	-0.09%
Juro Real	1.39%
<b>Total</b>	<b>1.30%</b>

### Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado

Em abril, o fundo Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado rendeu -1,28%, e o CDI 0,28.

As perdas do fundo se concentraram na primeira quinzena do mês, com grande parte dos ativos da carteira ainda sofrendo com a marcação a mercado adversa. Tivemos um destaque negativo no setor de varejo ligado ao turismo.

Nosso monitor de captação da indústria de fundos de crédito privado mostra que atravessamos a segunda onda de resgates, bem mais severa do que a de novembro de 2019. O pior momento parece ter ficado para trás, apesar de o fluxo ainda encontrar-se em terreno negativo.



Fonte: Quantum Axis | Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Além de resgates menos intensos, observamos na segunda quinzena do mês um aumento do fluxo de novos compradores. Vários negócios começaram a ser feitos em taxas melhores do que a marcação dos papéis, isto é, os vendedores conseguiram fazer liquidez nos ativos sem incorrer em perdas adicionais para os fundos. Com isso, uma série de debêntures voltaram a ter desempenho positivo (conforme a marcação convergia para os preços dos negócios).

Não podemos subestimar o tamanho da crise, mas continuamos com uma visão positiva em relação às medidas adotadas pelo governo para combatê-la. Conforme consta no último relatório de estabilidade econômica divulgado pelo Banco Central: “*Na crise corrente, as medidas adotadas pelo CMN e pelo BCB não encontram paralelo na história brasileira. As medidas voltadas para adicionar liquidez ao sistema têm potencial para atingir montante equivalente a 16,7% do PIB, enquanto que durante a grande crise financeira de 2008, as medidas que buscavam o mesmo objetivo alcançaram 3,5% do PIB.*”. Apesar da crise política, tudo indica que a chamada “PEC do Orçamento de Guerra” será aprovada pelo Congresso, aumentando assim o arsenal a disposição da equipe econômica.

A recuperação da crise deverá ser lenta e as empresas e bancos passarão por um grande teste de *stress*. Haverá um grande aumento no desemprego, recuperações judiciais e falências. Este cenário justifica *spreads* mais altos por mais tempo. Nossa expectativa é de que, passada essa fase mais aguda da crise, vejamos maior diferenciação de precificação, com uma melhora nos ativos de qualidade.

Em relação à carteira, encerramos o mês com 13% do PL em caixa e, na parcela de crédito privado, uma taxa de carregamento de CDI+2,9%a.a, com prazo médio de 2,5 anos. São tempos anormais, de maior volatilidade e com expectativa de retorno também mais alta.



---

**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)