

Cenário Econômico

A elevada ociosidade na indústria e em vários outros segmentos econômicos desestimula um ciclo mais vigoroso de expansão da capacidade instalada. Da mesma forma, os altos índices de desemprego impedem um crescimento mais robusto da renda, limitando o aumento da confiança dos consumidores.

Entretanto, ao menos em teoria, uma menor taxa de juros tornaria um projeto de investimento mais atraente, ao aumentar o valor presente do fluxo futuro de receitas (menor taxa de desconto), assim como baratearia o custo de antecipação, via crédito, da renda futura oriunda dos salários, estimulando o consumo.

Até aqui, porém, o desempenho desses dois componentes da demanda agregada, que respondem por 80% do total do PIB, tem ficado muito aquém do esperado, apesar do forte declínio das taxas de juros em termos nominais e reais ao longo dos últimos anos.

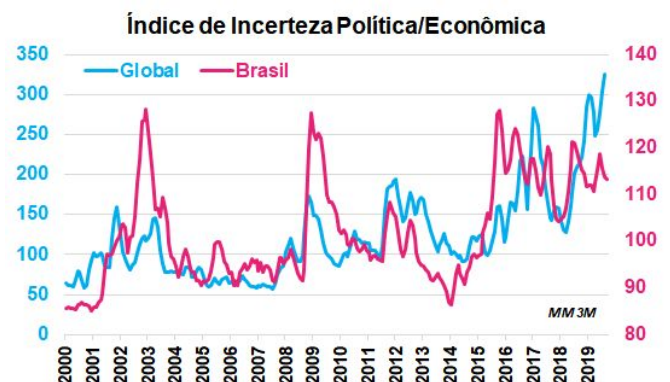
Entre as várias razões possíveis por trás dessa frustração com a atividade, o elevado grau de incerteza política e econômica experimentado no passado recente provavelmente tem um papel de destaque, à medida em que gera posturas mais cautelosas de empresas e famílias.

Essa postura posterga decisões de investimento e de consumo, à espera de uma maior clareza quanto ao futuro, e que mesmo com o avanço de medidas como a Reforma da Previdência, ainda segue bastante incerto.

Um problema adicional é que parte considerável dessa incerteza tem origem no exterior. A disputa entre EUA e China e o chamado *Brexit* são, entre outros, fatores que deverão manter o grau de incerteza em patamar elevado no curto e médio prazo.

No caso do Brasil em particular, devemos somar àquelas fontes de incerteza a nova fase da longa crise argentina, importante mercado para os nossos produtos industriais. Apesar de distintos em suas origens e implicações, todos esses fatores têm algo em comum: nenhum deles está sob nosso controle.

Percebe-se no gráfico a seguir, a partir do índice calculado por Baker, Bloom e Davis, que nunca, nas duas últimas décadas, o nível de incerteza global foi tão elevado quanto atualmente. Não deveria surpreender, portanto, a trajetória de desaceleração da economia mundial observada desde o início de 2018.



Fontes: FGV e Baker, Bloom & Davis

Sendo assim, a despeito do esforço do Copom em estimular a retomada da atividade, ela deverá seguir lenta e gradual, ao menos enquanto o grau de incerteza, seja por fatores locais e/ou externos, seguir em níveis tão elevados.

Mercados & Perspectivas

Como se a longa lista de fontes de incerteza global não fosse suficiente (guerra comercial / tecnológica entre EUA e China, *Brexit*, crise política em Hong Kong etc.), setembro trouxe um fator adicional de dúvida para os próximos meses: a abertura do processo de *impeachment* do presidente Trump.

Ao mesmo tempo em que a hipótese de seu afastamento da presidência ainda parece pouco provável, o episódio tende a antecipar o processo eleitoral (a eleição está marcada para novembro de 2020), acentuando a crescente polarização entre republicanos e democratas, e aumentando os riscos de um impasse sobre questões fiscais num futuro próximo,

que poderia levar a uma desaceleração mais abrupta da economia dos EUA.

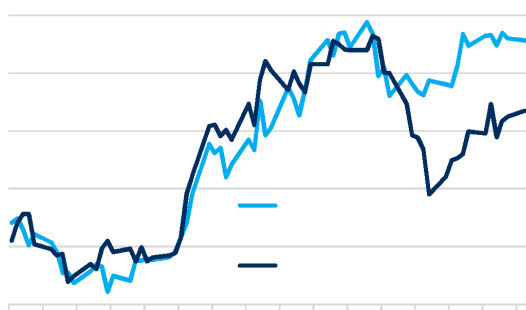
Enquanto isso, o BCE e o *Fed* reduziram as respectivas taxas básicas de juros ao longo do último mês e, cada um à sua maneira e por razões próprias, sugeriu que novos cortes não estão necessariamente garantidos.

No caso europeu, parece muito mais uma questão de falta de munção, uma vez que a taxa básica já está em patamares negativos e há crescente dúvida sobre sua capacidade de estimular uma economia em franca desaceleração. Além disso, eventuais impactos negativos sobre o resultado do sistema bancário da região também podem limitar o espaço de reduções adicionais do juro básico.

Quanto aos EUA, o comitê de política monetária do *Fed* (FOMC, na sigla em inglês) tem se mostrado claramente dividido, com vários de seus membros questionando a necessidade de estímulos adicionais em meio a uma economia que até agora tem mostrado uma certa resiliência à desaceleração em outras partes do mundo.

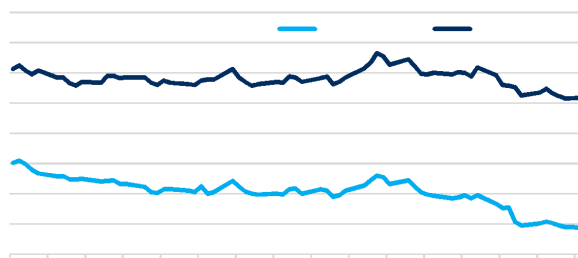
Apesar desse quadro, setembro mostrou uma redução do temor quanto à um colapso da economia global *vis-a-vis* o mês anterior, quando tal preocupação se mostrou bastante acentuada.

Como resultado, as bolsas globais mostraram ganhos moderados, as moedas dos países emergentes registraram em geral ligeira apreciação e os juros nos EUA deixaram os patamares históricos de baixa exibidos ao final de agosto.



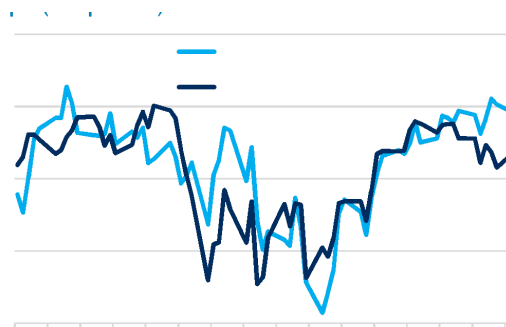
No Brasil, o Copom reduziu a taxa Selic para 5,5%, como era largamente esperado. O comunicado divulgado logo após a reunião de meados de setembro pareceu deixar em aberto um espaço maior para quedas adicionais do que deixaram transparecer a ata

da mesma reunião e o Relatório Trimestral de Inflação, divulgados dias depois.



Mantemos nossa visão de que a continuidade de um quadro inflacionário ainda bastante positivo (seja com relação à inflação corrente como também no tocante às expectativas) e uma retomada econômica doméstica ainda bastante lenta permitem que o Copom leve a Selic ao patamar de 4,75% até o final deste ano, a despeito de um BRL mais depreciado.

A perspectiva de novas mínimas históricas para as taxas de juros locais, expectativas favoráveis quanto ao avanço da pauta de reformas estruturais e o menor risco de uma contração global levaram a um desempenho bastante positivo do Ibovespa em setembro, com valorização superior à média dos demais mercados emergentes.



Por outro lado, novas quedas da estrutura a termo das taxas de juros locais contribuíram para uma ligeira desvalorização do BRL no mês passado, ao contrário do observado com a média das moedas dos países emergentes, que exibiram uma ligeira apreciação *vis-a-vis* o dólar norte-americano.

Para outubro, as atenções dos mercados globais estarão voltadas para a retomada das negociações entre EUA e China. Os desdobramentos dessa nova

rodada de conversas podem definir o comportamento dos principais ativos financeiros globais não apenas durante o mês de outubro, mas por um período mais prolongado.

O risco de um *Brexit* sem acordo também deverá pairar como uma importante ameaça ao longo das próximas semanas (31/outubro é o prazo final para o desfecho dessa novela, embora um novo adiamento esteja longe de poder ser descartado).

Atribuição de Desempenho

Porto Seguro Macro FIC FIM

Em setembro o Porto Seguro Macro FIC FIM apresentou retorno negativo de 0,08%, enquanto no ano a rentabilidade está em 6,46% ou 146% do CDI. No mês apresentamos perda de 29bps com posições compradas em Ouro. No Real e no Dólar Canadense ganhamos 7bps e 3bps respectivamente, enquanto perdemos 13bps com o Peso Mexicano e 8bps com o Dólar Australiano.

Na renda fixa local, ganhamos 37bps no mês, parcela proveniente de posições aplicadas na parte curta da curva de juros nominais e parcela decorrente da posição comprada em inflação implícita. Já na renda fixa internacional, perdemos 27bps, principalmente em juros americanos.

As alocações em renda variável local agregaram ganhos de 47bps, enquanto que as posições no mercado internacional geraram perdas de 22bps.

Adiante, nossas apostas visam capturar o melhor desempenho do mercado local em relação ao resto do mundo, com as condições postas para que o país acelere o crescimento em 2020, e ainda o movimento dos Bancos Centrais, em especial o *Fed*, sustentando a economia com juros mais baixos. Assim, mantemos posições compradas em Bolsa Brasil e no Real, além de aplicadas em títulos do governo americano. Como proteção, seguimos com posição em ouro e no iene, além de inflação implícita no mercado local.

Macro FIC FIM	
Caixa	0,08%
Juro Pré	-0,44%
Juro Real	0,81%
Moedas	-0,39%
Juros Internacionais	-0,27%
Renda Variável	0,26%
Custos	-0,13%
Total	-0,08%

Porto Seguro Clássico RF FIC FI

Em setembro o fundo rendeu 0,60% ou 128% do CDI tendo como principal contribuição as posições aplicadas na parte curta da curva de juro nominal.

Depois de mais um movimento de expressivo fechamento nas taxas de juros, observamos que os prêmios estão em linha com nosso cenário-base, e a partir desta leitura vamos atuar com posições mais táticas e revisitadas constantemente, além de posições de valor relativo (i.e. inclinações).

Ainda nesse cenário de juros baixos aqui e ao redor do mundo, continuamos vendo valor nas NTN-Bs longas, que também se beneficiam de uma melhora estrutural no país decorrente das reformas que vem sendo implementadas.

Clássico FIC RF	
Caixa	0,47%
Juro Pré	0,18%
Juro Real	0,04%
Custos	-0,09%
Total	0,60%

Porto Seguro Ações FIC FIA

O Porto Seguro FIC FIA valorizou-se 1,35% em setembro, enquanto o Ibovespa subiu 3,6%. Uma grande posição no setor bancário foi negativa em 1,1%, detratando 40bps do fundo. Além disso, as posições no setor de consumo pesaram em 38bps. Na ponta positiva, ganhamos com petróleo (119bps) e infraestrutura (78bps). Ainda, o bom desempenho de alguns casos do Ibovespa ligados aos setores de educação, celulose e indústria afetou o nosso resultado relativo ao Ibovespa.

A grande mudança no mês de setembro na carteira do fundo foi a volta a uma posição maior em bancos, depois de muitos meses apostando numa *performance* relativa pior. Também fizemos algumas trocas intra-setoriais. No geral, aumentamos a exposição total do fundo.

O cenário externo segue dominado pelo tema do fraco crescimento global, bem como problemas geopolíticos. No cenário interno, estamos mais otimistas com a volta do crescimento a partir do consumo num primeiro momento. Porém, o cenário externo não pode ter uma piora mais significativa, sob pena de impor novos atrasos na retomada de atividade doméstica.

Porto Seguro Selecta FIC FIA

O Porto Seguro Selecta FIC FIA subiu 1,38% em setembro. Os destaques positivos foram as empresas do setor de bancos (+120bps) e infraestrutura

(+80bps). Na ponta oposta tivemos construção (-51bps) e serviços financeiros (-37bps).

Durante o mês zeramos uma posição no setor de distribuição de energia e diminuimos uma posição em transporte. Com os recursos, iniciamos uma nova posição no setor de entretenimento (viagens), aproveitando a forte queda recente da ação, e aumentamos bancos. Fechamos o mês com uma exposição de 95%.

Porto Seguro Juro Real FIC RF Longo Prazo

Mantemos visão construtiva com relação à agenda de reformas, pois acreditamos que há uma maior consciência quanto à necessidade de reformas estruturais, tanto no parlamento quanto na sociedade. Assim, mantivemos alocação nos vencimentos intermediários e longos da curva de juro real.

Manteremos a *duration* acima do *benchmark*, sobretudo nos vencimentos mais longos, pois acreditamos que essa posição será beneficiada pela melhora estrutural decorrente dessa agenda de reformas.

	Juro Real FIC RF LP
Juro Real	2,92%
Custos	-0,03%
Total	2,89%

Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado

Em setembro o fundo Porto Seguro Referenciado DI Crédito Privado rendeu 0,44%, equivalente a 93,9% do CDI.

As taxas dos papéis “% CDI” voltaram a subir de forma generalizada.

Olhando para frente, vemos dois fatores determinantes para a dinâmica dos preços destes papéis.

O primeiro é o ciclo de queda da SELIC. Neste ponto, nossa avaliação é que a curva já está bem precificada e não será fonte relevante de pressão adicional. Se a SELIC cair muito abaixo dos 4,75% que estão precificados hoje, veremos mais impactos negativos à frente. Por outro lado, o fim do ciclo de queda de juros e a recuperação da atividade jogam a favor dos papéis “% CDI”.

Outro fator que tem pressionado os papéis tem caráter mais técnico, em função da oferta, demanda e liquidez do mercado. O número de novas emissões vem crescendo, ao mesmo tempo em que a captação da indústria perdeu vigor (os investidores estão migrando

para outros fundos / ativos). No último trimestre do ano a expectativa é de crescimento da oferta de ativos de crédito privado e este fator deverá continuar pressionando as taxas para cima.

Do nosso lado, temos aproveitado a alta das taxas para recompor a carteira com bons ativos. Compramos em setembro novas debêntures com prazos relativamente curtos (2 a 3 anos) de bons emissores e a taxas atraentes. Fizemos várias operações no mercado secundário, mas está mais fácil comprar do que vender ativos.

Reduzimos a alocação em caixa de 37% para 32% do PL, mas ainda temos 5% em vencimentos nos próximos 3 meses. Nossa avaliação é que o movimento de marcação a mercado dos títulos é técnico e não tem relação com a qualidade dos ativos. A liquidez do mercado continua sendo um ponto de atenção e as novas alocações serão feitas de forma gradual.



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

www.portoseguro.com.br/investimentos

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 a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material. | LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda do Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam, ainda que o gestor da carteira mantenha sistema de gerenciamento de riscos, e conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido, sendo que não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para o fundo e para o investidor. Os fundos são destinados a investidores em geral. Descrição do TIPO ANBIMA disponível no formulário de informações complementares. Documentos legais dos fundos como regulamento e demais, podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: www.portoseguroinvestimentos.com.br