

Relatório de Gestão de Renda Fixa

1. Mercado Internacional

Vamos separar alguns temas que consideramos importantes para dar contexto a análise e posteriormente tentar fixar as peças do quebra cabeça.

EUA:

- Fim do *quantitative easing*;
- Dados continuam demonstrando que o país se encontra em pleno crescimento;
- Taxa de desemprego em trajetória de queda com salários estáveis;
- Inflação presente e expectativa de inflação futura estão abaixo da meta do *Fed*.
- Juros próximos de zero;
- Dolar se valorizando frente às principais moedas;

Zona do Euro:

- Baixo crescimento;
- Inflação anualizada próxima de zero;
- Novos pacotes de estímulo monetário;
- Euro se desvalorizando frente ao Dolar

China:

- Objetivo de médio/longo prazo é reduzir os investimento e aumentar o consumo (% do PIB);
- Economia tem desacelerado, apesar de continuar elevado em termos relativos;

Japão:

- Crescimento continua fraco;
- Expansão dos estímulos monetários;
- Dificuldade de implementar reformas;
- Yen se desvalorizando frente ao Dolar;

Commodities:

- Metais preciosos em queda;
- Petróleo em queda;
- Minério de ferro em queda;
- Commodities agrícolas em queda;

Resumo: Mundo com muita liquidez e o custo de oportunidade zero (ou próximo de zero). EUA é a única economia desenvolvida que cresce. Zona do Euro e Japão apresentando crescimento muito baixo. Inflação mundial ainda está muito baixa (commodities em queda) e Dólar permanece forte frente outras moedas.

É fácil notar a divergência nas economias desenvolvidas. Os EUA crescem em um ambiente de inflação controlada. A taxa de desemprego está abaixo da média histórica com salários estáveis, demonstrando certa “folga” no mercado de trabalho. Talvez a explicação para este fato seja a taxa de participação da mão de obra que está abaixo da média histórica, e com isso o mercado de trabalho ainda pode absorver mão de obra sem exercer pressão sobre os salários (inflação). Com as commodities em queda, devido a valorização do Dólar e a desaceleração da China, as pressões inflacionárias tendem a se acomodar.

O *Fed* possui um mandato dual que consiste em estabilidade de preços e maximizar o emprego. O mercado precifica alta da taxa de juros nos EUA para meados de 2015. No ambiente atual o *Fed* poderia postergue a alta de juros, ou então faça o ajuste de forma mais lenta que o mercado acredita. O esforço das autoridades americanas foi muito elevado em implementar as medidas expansionistas e o contexto de inflação controlada e mercado de trabalho com folga podem ajudar a postergar o ajuste. Em contrapartida, se a economia americana, caso, por exemplo, os salários nominais comecem a se elevar de forma mais acelerada, podemos ver o *Fed* agindo de forma mais intensa e isso poderia ser bastante desestabilizador para os ativos financeiros no mundo (principalmente os emergentes).

O câmbio é formado por fluxo e os EUA é o único país desenvolvido no mundo que está apresentando crescimento consistente e está recebendo poupança do resto do mundo. Olhando para o Yen e para o Euro, tanto por fundamento quanto pela posição técnica, faz sentido estas moedas se desvalorizarem. A desvalorização poderá ajudar estas economias a se tornarem mais competitivas frente ao resto do mundo. No entanto algumas reformas parecem necessárias.

Caso este cenário de EUA crescendo, Dólar forte, inflação controlada e juro baixo se confirme, podemos aguardar para os próximos meses mais do mesmo:

- Mundo com alta liquidez;
- Ativos financeiro (renda variável e renda fixa) nos EUA performando positivamente;
- Crescimento mundial baixo e Dólar forte, continuarão impactando no preço das commodities;
- Commodities em queda tira a pressão sobre a inflação;

E como o Brasil fica neste contexto?

2. Mercado Interno

As eleições passaram e a atual presidente foi reeleita. O que podemos esperar do próximo mandato e como ficarão os ativos financeiros?

Acreditamos que no campo político o próximo mandato será complicado, e caberá ao governo bastante habilidade política junto ao Congresso e ao Senado para ter apoio em suas propostas no Legislativo. No campo econômico, após o resultado das eleições, a Presidente reeleita fez um discurso se mostrando mais flexível.

Neste momento cabe a nós, como gestores de recursos, realizar a análise correta dos acontecimentos presentes, para poder assim aumentar os retornos futuros com as escolhas de menor risco. Com isso, acreditamos que existem duas questões de extrema relevância, são elas: (1) Estaria a Presidente disposta a

mudar o perfil da política econômica? (2) Quem será o ministro da fazenda e o presidente do BC?? Estes fatos, quando esclarecidos, irão nos ajudar a compreender melhor a direção dos preços dos ativos financeiros no Brasil.

Atualmente, a economia brasileira se encontra da seguinte forma:

- Crescimento anualizado abaixo de 1% e expectativa de crescimento para os próximos anos entre 1% e 2%;
- Inflação anualizada próxima ao topo da meta (6,50%);
- Taxa Desemprego próximo da mínima histórica;
- Déficit em transações correntes próximo de 4% do PIB e taxa de cambio ainda parece apreciada;
- Banco Central com programa de swap cambial não deixa o cambio depreciar;
- Taxa de juros de curto prazo mais alta do G-20.

Com isso, acreditamos que existem dois cenários de maior probabilidade na condução da política econômica para os próximos anos. São eles:

- (1) Manutenção da política fiscal atual com pequenos ajustes;
- (2) Melhora da política fiscal, com entrega de superávit primário mais elevado.

No cenário 1, a manutenção da política fiscal, com pequenos ajustes, levará a uma piora gradual, que na margem será pior do que no primeiro mandato, pois a base já está mais deteriorada e a margem de manobra é menor. O modelo atual está baseado em política fiscal expansionista, com superávit primário muito pequeno (este ano ficará abaixo do mínimo estabelecido por lei e o governo levará para votação no congresso nova proposta de orçamento) e consumo elevado.

De forma bastante simplificada, vamos tentar entender o modelo atual:

Política Fiscal Expansionista ----> No curto prazo fomenta a economia e eleva o consumo (2009 / 2010) ----> No médio prazo deprecia o cambio, pressiona a inflação e eleva a taxa de juros.

Aprofundando um pouco mais o tema:

- Política Fiscal Expansionista----> Déficit Fiscal (Atualmente as receitas do governo estão em queda) ----> (governo poderá rever algumas desonerações de imposto ou criar algo novo / gastos em pleno crescimento / baixa taxa de poupança interna geram maior dependência de poupança externa (déficit em transações correntes entre 3,50% e 4,00% do PIB));
- No curto prazo fomenta a economia e eleva o consumo (2009 / 2010) ----> Com a economia aquecida as empresas contratam mais (taxa de desemprego em queda) e as famílias consomem mais (aumento de importação (indústria nacional pouco competitiva, se tornando decadente); quando o cambio deprecia, impacta na inflação);
- No médio prazo a inflação fica pressionada e eleva a taxa de juros----> Dado os desequilíbrios na balança de pagamentos, a taxa de cambio se deprecia. A depreciação no cambio pressiona a inflação e o Banco Central eleva a taxa de juros para conte-la (círculo vicioso). Olhando por esta perspectiva, podemos entender uma variável importante, mas não a única, que faz o Brasil apresentar a taxa de juros mais elevada do G - 20.

Em resumo, pequenos ajustes na política fiscal não serão suficientes para melhorar o cenário de inflação, crescimento econômico e dificilmente irá restabelecer a confiança dos empresários para os mesmos voltarem a investir.

O que podemos identificar é que com a permanência deste modelo, a taxa de cambio tende a se desvalorizar e a inflação permanecer elevada, precisando sempre de taxa de juros elevada para tentar contê-la. Neste ambiente, provavelmente as NTN-Bs longas permanecerão com prêmio elevado. Este será um ambiente difícil para os ativos financeiros, devido à complexidade em identificar uma tendência predominante.

No cenário 2, a melhora da política fiscal com entrega do superávit primário que estabilize o crescimento da dívida parece ser a medida mais prudente. Vamos utilizar o mesmo modelo para tentar entender os desdobramentos futuros:

- Política Fiscal----> Governo mais restritivo com os gastos possibilitará um modelo fiscal que permita a sustentabilidade de médio / longo prazo. No curto prazo a economia desacelera, com queda do consumo, provável aumento do desemprego e queda da inflação.
- Superávit Primário elevado----> Política monetária restritiva----> Queda do consumo----> Serão os alicerces para reduzir a inflação, aumentar a poupança interna e posteriormente elevar o investimento.
- Política Fiscal mais restritiva possibilitará que o Banco Central não eleve demasiadamente a taxa de juros (afinal de contas o lado fiscal estará ajudando no combate a inflação). No médio / longo prazo, as contas públicas podem convergir para o equilíbrio, a curva de juros longa fecha, e caso o governo crie condições microeconômicas para fomentar o investimento privado, o país poderá ter um crescimento econômico maior e mais sustentável;

No segundo caso, continuaríamos tendo uma política monetária restritiva (alta de juros), mas com o lado fiscal comportado, a alta não seria tão forte. A desvalorização do cambio, apesar de impactar na inflação de curto prazo, vai tornar o produto nacional mais competitivo. Neste cenário, acredito ser provável que a taxa de juros longa pode fechar consideravelmente.

Nossa proposta nesta explanação foi simplificar ao máximo a análise, pois sabemos que a realidade é mais complexa e que existem diversas outras variáveis relevantes. Em nenhum momento comentamos a inflação reprimida nos preços administrados, risco de *down grade* de *rating* em 2015, a não desvalorização do cambio devido ao controle do Banco Central com o programa de swap cambial, as diversas reformas que o país precisa e as dificuldades no campo político para implementá-las, o problema da seca nos reservatórios das hidrelétricas e a possível elevação da taxa de juros nos EUA.

3. Rentabilidade das Carteiras por Plano no Mês de Outubro de 2014

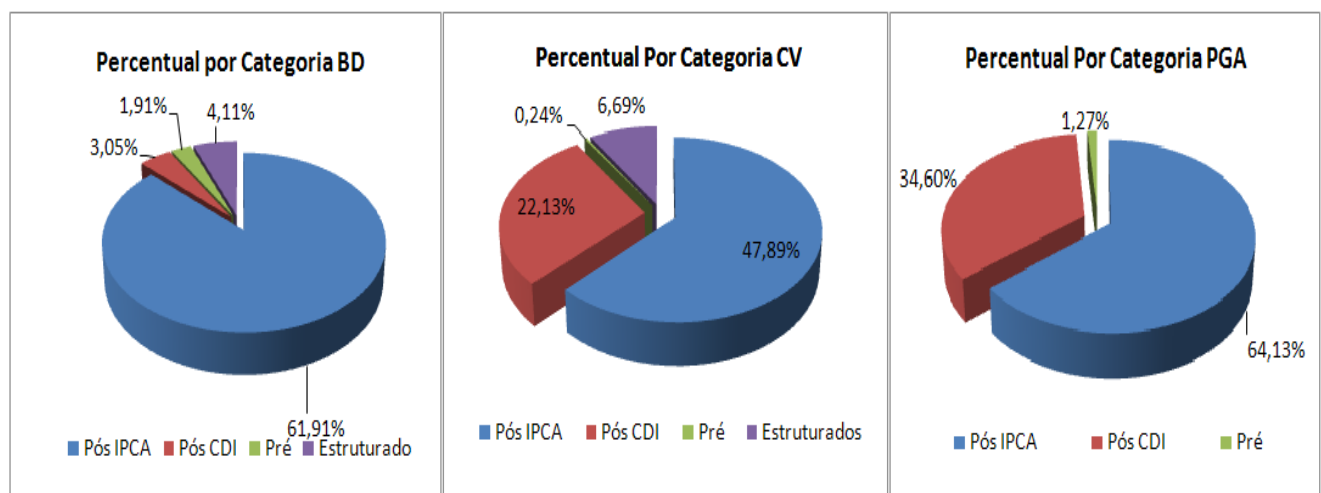
A rentabilidade de renda fixa dos Planos PRV, CV e PGA foi respectivamente 1,15%, 1,24% e 1,09%, contra uma variação da Meta Atuarial de 0,83%. O INPC no mês de agosto foi de 0,38% e a meta atuarial encerrou o mês em 0,83%.

No Plano PRV, na carteira de renda fixa, os títulos que apresentaram melhor rentabilidade foram os títulos pós-fixados marcados na curva. Os ativos com as piores rentabilidades foram os ativos de caixa, indexados ao CDI.

No Plano CV, os títulos que apresentaram melhor rentabilidade foram os pós-fixados marcados a mercado. Os ativos com pior rentabilidade foram os ativos de caixa, indexados ao CDI.

No Plano PGA os títulos que apresentaram melhor rentabilidade foram os pós-fixados marcados na curva. Os ativos com pior rentabilidade foram os ativos de caixa, indexados ao CDI.

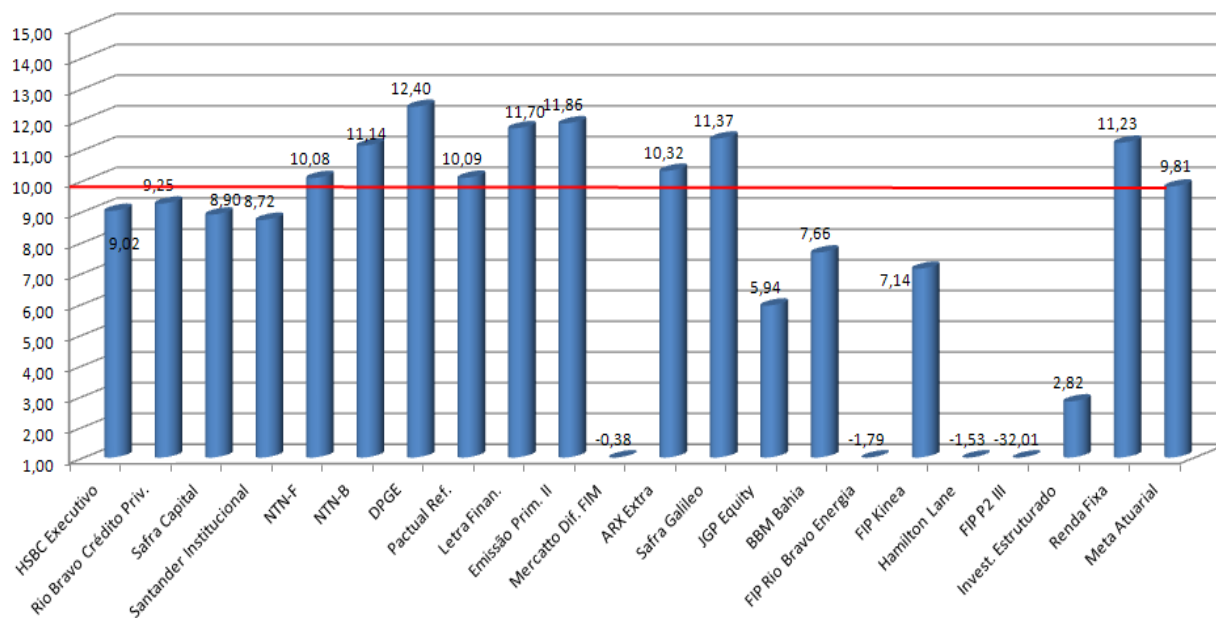
No Plano PRV foi concluída a estratégia aprovada em NTN-B. A Prevdata comprou em 23/10/2014 5.000 quantidades de NTN-B com vencimento em 2050 no valor de R\$ 12,5 milhões e taxa de IPCA + 6,03%. Em 24/10/2014 foi comprado 5.000 de NTN-B 2045 no valor de R\$ 12,5 milhões e taxa de IPCA + 6,17%. No início de novembro compramos mais 4.000 quantidades da NTN-B 2045 ao valor de R\$ R\$ 10,0 milhões e taxa de IPCA + 6,16%.. No Plano CV compramos 2.000 quantidades NTN-B 2045 no valor de R\$ 5,0 milhões e taxa de IPCA + 6,16%.



PLANO PRV: A rentabilidade da carteira de renda fixa em Outubro de 2014 foi de 1,15%.

Rentabilidade Renda Fixa															
Ativo	Jan	Fev	Março	Abril	Maio	Jun	Jul	Agosto	Set	Out	Nov	Dez	2014	Patrimônio	% Ativo
HSBC Executivo	0,87	0,78	0,79	0,82	0,87	0,82	0,96	0,88	0,92	0,96			9,02	3.351.844,32	0,57%
Rio Bravo Crédito Priv.	0,74	0,92	0,76	0,90	0,98	0,83	0,98	0,96	0,85	0,97			9,25	2.764.386,39	0,47%
Safra Capital	0,84	0,79	0,77	0,82	0,86	0,82	0,95	0,86	0,90	0,95			8,90	7.184.154,22	1,23%
Santander Institucional	0,76	0,77	0,94	0,81	0,72	0,97	0,85	0,74	1,01	0,83			8,72	4.434.819,07	0,76%
NTN-F	-0,57	2,79	0,46	1,29	2,18	1,02	1,03	1,37	-0,90	1,04			10,08	11.133.367,82	1,90%
NTN-B	1,41	1,06	1,26	1,41	1,07	0,91	0,88	0,59	0,90	1,13			11,14	222.880.635,85	38,06%
DPGE	1,51	1,18	1,34	1,51	1,16	1,00	0,98	0,72	1,05	1,31			12,40	81.767.351,26	13,96%
Pactual Ref.	-0,75	2,82	0,87	1,29	1,45	1,09	0,83	1,33	-0,20	0,97			10,09	34.319,01	0,01%
Letra Finan.	1,47	1,09	1,30	1,45	1,11	0,95	0,93	0,64	0,96	1,23			11,70	53.559.589,08	9,15%
Emissão Prim. II	1,46	1,10	1,17	1,46	1,13	5,15	-3,22	0,65	1,31	1,24			11,86	2.145.523,60	0,37%
Mercatto Dif. FIM	0,21	-0,36	-0,09	-0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			-0,38	0,00	0,00%
ARX Extra	0,35	0,41	1,04	1,28	0,88	1,10	1,00	1,99	0,54	1,29			10,32	3.162.745,05	0,54%
Safra Galileo	0,41	1,15	-1,00	-0,76	2,18	1,26	0,06	3,73	3,81	0,11			11,37	2.886.851,50	0,49%
JGP Equity	-5,49	2,26	3,48	2,59	0,73	2,70	3,22	6,02	-9,32	0,58			5,94	3.332.538,38	0,57%
BBM Bahia	1,07	-0,61	0,88	0,90	0,14	0,60	1,61	2,18	-0,73	1,41			7,66	3.050.747,65	0,52%
FIP Rio Bravo Energia	-0,61	0,20	-0,21	-0,05	-0,13	-0,20	-0,23	-0,04	-0,23	-0,30			-1,79	4.934.540,63	0,84%
FIP Kinea	3,81	-0,42	1,43	-0,32	3,87	-0,23	-0,28	-0,26	-0,27	-0,28			7,14	4.453.260,50	0,76%
Hamilton Lane	-1,07	1,59	-0,78	-1,25	-0,62	0,35	-0,55	-0,38	1,06	0,15			-1,53	1.666.463,25	0,28%
FIP P2 III	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-23,46	-2,88	-4,57	-4,16			-32,01	451.624,64	0,08%
Invest. Estruturado	-0,67	0,44	0,72	0,55	0,53	0,50	0,00	1,67	-1,12	0,21			2,82	23.938.771,60	4,09%
Renda Fixa	1,32	1,12	1,22	1,38	1,09	0,96	0,90	0,67	0,90	1,15			11,23	389.327.355,14	66,48%
Meta Atuarial	1,08	1,09	1,27	1,23	1,05	0,71	0,58	0,63	0,94	0,83			9,81	585.529.648,84	100,00%

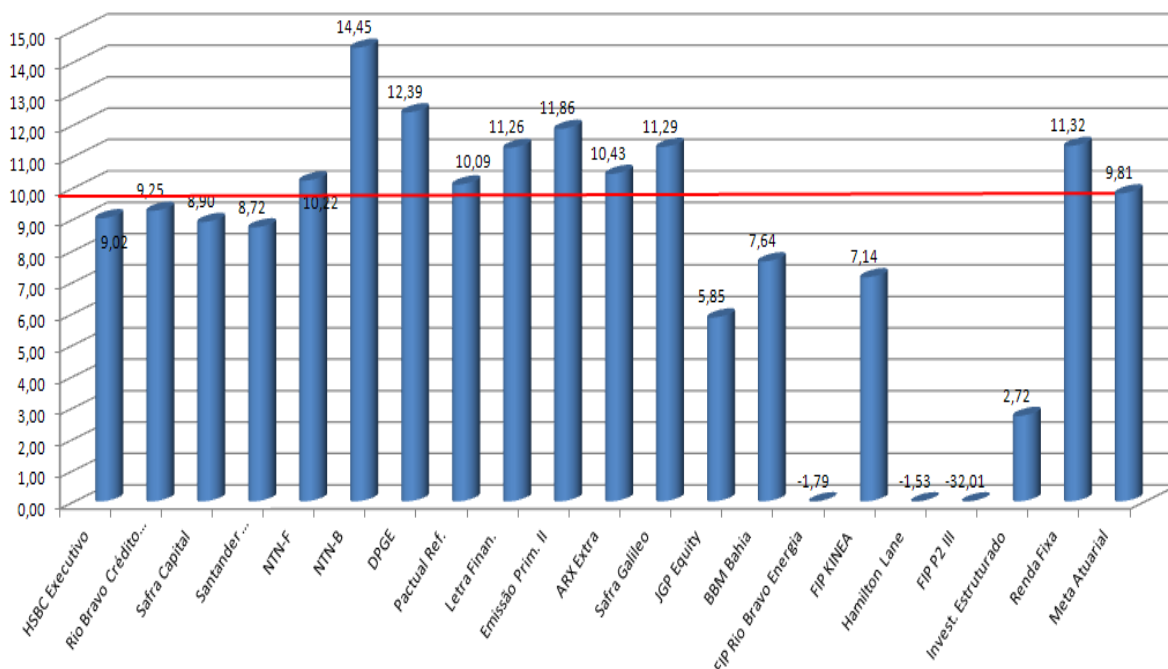
Rentabilidade Acumulada por Ativo



PLANO CV: A rentabilidade da carteira de renda fixa Outubro de 2014 foi de 1,24%.

Rentabilidade Renda Fixa															
Ativo	Jan	Fev	Março	Abril	Mai	Jun	Jul	Agosto	Set	Out	Nov	Dez	2014	Patrimônio	% Ativo
HSBC Executivo	0,87	0,78	0,79	0,82	0,87	0,82	0,96	0,88	0,92	0,96			9,02	12.577.625,07	7,48%
Rio Bravo Crédito Priv.	0,74	0,92	0,76	0,90	0,98	0,83	0,98	0,96	0,85	0,97			9,25	9.683.941,22	5,76%
Safrá Capital	0,84	0,79	0,77	0,82	0,86	0,82	0,95	0,86	0,90	0,95			8,90	7.272.777,21	4,32%
Santander Institucional	0,76	0,77	0,94	0,81	0,72	0,97	0,85	0,74	1,01	0,83			8,72	6.871.106,38	4,08%
NTN-F	-0,45	2,79	0,46	1,29	2,18	1,02	1,03	1,37	-0,90	1,04			10,22	396.558,07	0,24%
NTN-B	-2,81	5,10	0,68	2,38	4,52	0,02	1,12	4,55	-3,20	1,60			14,45	28.221.357,05	16,77%
DPGE	1,50	1,18	1,35	1,53	1,12	1,00	0,97	0,73	1,06	1,31			12,39	35.329.887,94	21,00%
Pactual Ref.	-0,75	2,82	0,87	1,29	1,45	1,09	0,83	1,33	-0,20	0,97			10,09	3.335.228,13	1,98%
Letra Finan.	1,43	1,06	1,26	1,41	1,06	0,92	0,89	0,60	0,91	1,19			11,26	10.687.664,84	6,35%
Emissão Prim. II	1,46	1,10	1,17	1,46	1,13	5,15	-3,22	0,65	1,31	1,24			11,86	1.226.012,93	0,73%
ARX Extra	0,35	0,41	1,04	1,38	0,88	1,10	1,00	1,99	0,54	1,29			10,43	1.280.260,45	0,76%
Safrá Galileo	0,41	1,15	-1,00	-0,83	2,18	1,26	0,06	3,73	3,81	0,11			11,29	1.371.648,62	0,82%
JGP Equity	-5,49	2,26	3,48	2,51	0,73	2,70	3,22	6,02	-9,32	0,58			5,85	1.274.876,42	0,76%
BBM Bahia	1,07	-0,61	0,88	0,88	0,14	0,60	1,61	2,18	-0,73	1,41			7,64	1.246.624,72	0,74%
FIP Rio Bravo Energia	-0,61	0,20	-0,21	-0,05	-0,13	-0,20	-0,23	-0,04	-0,23	-0,30			-1,79	2.960.724,42	1,76%
FIP KINEA	3,81	-0,42	1,43	-0,32	3,87	-0,23	-0,28	-0,26	-0,27	-0,28			7,14	2.226.630,27	1,32%
Hamilton Lane	-1,07	1,59	-0,78	-1,25	-0,62	0,35	-0,55	-0,38	1,06	0,15			-1,53	555.487,79	0,33%
FIP P2 III	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-23,46	-2,88	-4,57	-4,16			-32,01	90.324,93	0,05%
Invest. Estruturado	-0,72	0,38	0,63	0,39	0,50	0,43	0,25	1,51	-0,85	0,19			2,72	11.006.577,62	6,54%
Renda Fixa	0,52	1,69	1,06	1,33	1,52	0,84	0,92	1,32	0,35	1,24			11,32	115.602.158,84	68,71%
Meta Atuarial	1,08	1,09	1,27	1,23	1,05	0,71	0,58	0,63	0,94	0,83			9,81	168.239.727,71	100,00%

Rentabilidade Acumulada por Ativo



PLANO PGA: A rentabilidade da carteira de renda fixa em Outubro de 2014 foi de 1,09%.

Rentabilidade Renda Fixa															
Ativo	Jan	Fev	Março	Abril	Maio	Jun	Jul	Agosto	Set	Out	Nov	Dez	2014	Patrimônio	(%) Ativo
CDB	0,19	0,00	0,00	0,00	0,68	0,85	0,98	0,89	0,00	0,00			3,64	0,00	0,00%
HSBC Executivo	0,87	0,78	0,79	0,82	0,87	0,82	0,96	0,88	0,92	0,96			9,02	1.004.856,04	7,57%
Rio Bravo Crédito Priv.	0,74	0,92	0,76	0,90	0,98	0,83	0,98	0,96	0,85	0,97			9,25	1.261.403,79	9,50%
Safra Capital	0,84	0,79	0,77	0,82	0,86	0,82	0,95	0,86	0,90	0,95			8,90	1.253.980,22	9,45%
Santander Institucional	0,76	0,77	0,94	0,81	0,72	0,97	0,85	0,74	1,01	0,83			8,72	1.071.475,54	8,07%
NTN-F	-0,45	2,79	0,46	1,29	2,18	1,02	1,03	1,37	-0,90	1,04			10,22	168.537,18	1,27%
NTN-B	1,37	1,02	1,23	1,38	1,04	0,88	0,84	0,57	0,89	1,14			10,85	4.478.185,21	33,74%
DPGE	1,56	1,24	1,36	1,54	1,17	1,03	1,01	0,76	1,09	1,36			12,80	1.505.210,34	11,34%
Pactual Ref.	-0,75	2,82	0,87	1,29	1,45	1,09	0,83	1,33	-0,20	0,97			10,09	943.208,89	7,11%
Letra Finan.	1,52	1,07	1,26	1,42	1,21	0,96	0,99	0,59	0,86	1,22			11,67	1.279.199,64	9,64%
Emissão Prim. II	1,46	1,10	1,17	1,46	1,13	5,15	-3,22	0,65	1,31	1,24			11,86	306.503,56	2,31%
Rentabilidade PGA	1,17	1,02	1,20	1,13	1,03	1,01	0,80	0,74	0,84	1,09			10,50	13.272.560,41	100,00%
Meta Atuarial	1,08	1,09	1,27	1,23	1,05	0,71	0,58	0,63	0,94	0,83			9,81	13.272.560,41	100,00%

Rentabilidade Acumulada por Ativo

