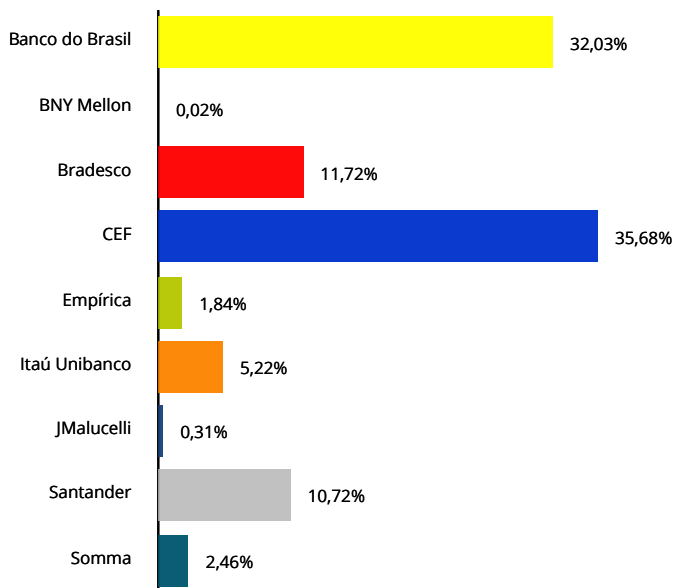


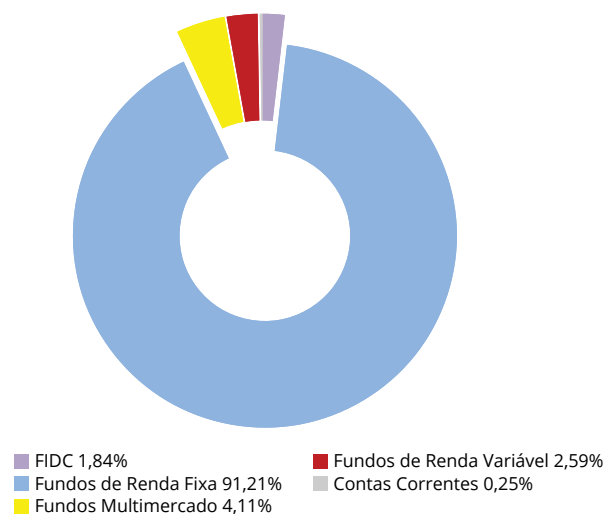
Os recursos do IPRESANTOAMARO são aplicados respeitando os princípios de segurança, legalidade, liquidez e eficiência.

A diretoria do Instituto, assessorada pela SMI Consultoria de Investimentos, vem buscando estratégias para que as necessidades atuariais do Instituto sejam alcançadas de acordo com os prazos estabelecidos. Neste mês a carteira de investimentos está distribuída da seguinte forma:

**Distribuição da Carteira por Instituição Financeira**



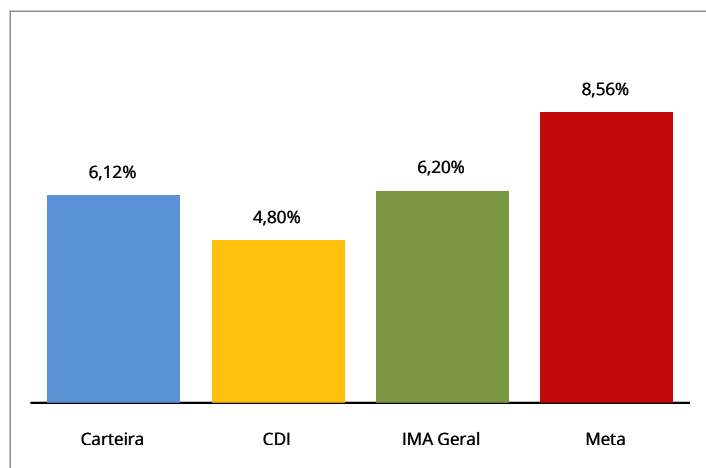
**Distribuição da Carteira por Segmento**



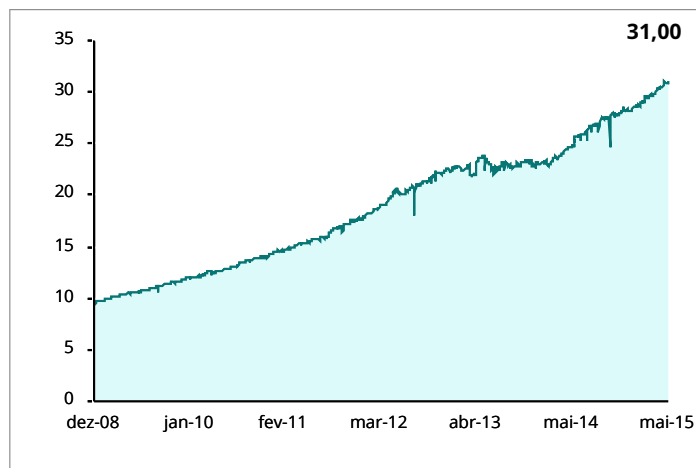
**HISTÓRICO DE RENTABILIDADE**

COMPARATIVO	NO MÊS	NO ANO	EM 252 DIAS ÚTEIS
<b>IPRESANTOAMARO</b>	<b>1,23%</b>	<b>6,12%</b>	<b>12,22%</b>
CDI	0,98%	4,80%	11,53%
IMA Geral	1,83%	6,20%	11,68%
Meta Atuarial - INPC + 6 %	1,48%	8,56%	15,24%

**Carteira x Indicadores em 2015**



**Evolução do Patrimônio (em R\$ Milhões)**



**Análise de Desempenho: A carteira do IPRESANTOAMARO tem como principal objetivo superar a Meta Atuarial.**



## Análise Macroeconômica

No mês de maio ficou claro que o debate sobre o aumento dos juros nos Estados Unidos veio para ficar e deve ganhar cada vez mais relevância, mesmo após o início do movimento de majoração. Já na área do Euro, os riscos advindos da Grécia – que está com dificuldades em realizar os pagamentos a seus credores – permaneceram causando estresse e volatilidade sobre os mercados. A maior parte dos economistas continua acreditando que haverá alguma solução para que o país não precise deixar a Zona do Euro, mas mesmo se for necessária a saída da Grécia, será de maneira coordenada, minimizando os efeitos sobre a região. Na China, mais uma vez em linha com nossa expectativa, o Banco Central reduziu a taxa básica de juros, aumentando a liquidez global.

A Ata do FOMC de abril, divulgada em meados de maio, voltou a afirmar que após o fraco desempenho do PIB no primeiro trimestre (a primeira prévia havia sido de crescimento de 0,2% anualizados), em parte atribuído a fatores transitórios, o Comitê espera recuperação da economia mais à frente. O Comitê colocou que além do inverno mais rigoroso e da greve portuária na costa oeste americana, dificuldades de dessazonalização do PIB podem ter influenciado negativamente no resultado.

Paralelamente à divulgação da Ata, o Fed regional de São Francisco publicou um estudo que via indícios de que a dessazonalização feita sobre o PIB americano não estava dando conta de tirar efetivamente todo o efeito da sazonalidade, e, por consequência, o crescimento do primeiro trimestre não teria sido de apenas 0,2%, mas sim de 1,8%.

Além do Fed mostrar-se confiante quanto à retomada da atividade, outros três pontos da ata merecem destaque: em primeiro lugar, o debate a respeito do forward guidance; em segundo lugar, a visão dos membros do Comitê sobre a elevação dos juros na reunião de junho e, em último lugar, a discussão entre os membros sobre qual seria a taxa real de juros de equilíbrio nos EUA.

Quanto ao debate colocado sobre a sinalização dos próximos passos da política monetária – no termo em inglês, o “forward guidance” – a maior parte dos membros entende que é preferível que não haja um sinal na reunião anterior sobre o que se pretende realizar na seguinte. De maneira mais clara: eles não acham que seja uma boa ideia avisar com uma reunião de antecedência que o processo de elevação dos juros ocorrerá na reunião seguinte, porque acreditam que a decisão sobre o aumento dos juros deve ser tomada a cada reunião, sem poder ser antecipada. Por isso, acreditamos que o acompanhamento da política monetária americana será o principal assunto do cenário macroeconômico mundial dos próximos anos. Ora, se o Fed não vai avisar antes de começar a aumentar os juros, quem puder antecipar este movimento – seja um Banco Central de outro país ou uma gestora de recursos – vai ter condições de se prevenir ou de se beneficiar perante os movimentos do BC mais importante do mundo. Além disso, depois do processo ter se iniciado, o debate passará a ser “até onde vão os juros”.

No segundo ponto, ficou claro que a visão dos membros quanto às chances de uma elevação dos juros em junho não é consensual. Alguns poucos membros do Comitê acreditam que os dados de atividade melhorarão de forma que em junho o ciclo possa ser iniciado, enquanto muitos membros acreditam que os dados não serão bons o suficiente para o início do aperto, mas, mesmo assim, não descartam a possibilidade de o ciclo se iniciar em junho. Neste ponto, permanecemos receosos quanto aos riscos e aos desdobramentos no caso da elevação se iniciar na próxima reunião (explicamos detalhadamente este ponto na carta mensal de março). Continuamos acreditando que por motivos econômicos, seria mais razoável o FOMC aguardar o ano de 2016 para realizar a majoração dos juros (tendo em vista a inflação muito baixa e os dados de atividade não estarem se apresentando tão vigorosos). No entanto, acompanhamos a visão da maior parte do mercado de que o aperto monetário se iniciará em setembro.

No último ponto, quanto à taxa real de juros de equilíbrio, os membros não tiveram uma conclusão específica, mas estimam que esta taxa se encontre atualmente em um nível historicamente muito baixo. Este ponto pode ser encarado como um sinal de que o BC americano realizará o aperto monetário de maneira bastante cautelosa, lenta e gradual – ao menos uma notícia positiva que pudemos tirar da Ata do FOMC.

Além da ata, o outro destaque do mês para a economia americana foi a segunda prévia do PIB do primeiro trimestre de 2015, que estranhamente não mexeu com os mercados no dia de sua divulgação. O crescimento foi revisado de uma pequena expansão de 0,2% para uma retração de 0,7%, em decorrência da revisão para baixo do resultado comercial e dos investimentos privados. Assim, mantivemos nossa projeção de que o crescimento americano será de 1,8% neste ano – enquanto a maior parte do mercado espera um crescimento superior a 2%.

A região do Euro continuou surpreendendo muito positivamente com seus números de atividade. O PIB do primeiro trimestre apresentou um crescimento de 0,4%, ante um crescimento de 0,3% no último trimestre do ano. A produção industrial de março teve variação de 1,8% e as vendas no varejo de 1,6% – sinais de que a economia passa



por um lento processo de aceleração. O Presidente do BCE reafirmou que os estímulos monetários que estão sendo colocados (60 bilhões de euros por mês) serão mantidos pelo menos até setembro de 2016, e que espera que a inflação ganhe força nos próximos trimestres (atualmente, encontra-se em 0%). Estas boas perspectivas vindas da região nos fizeram revisar mais uma vez a projeção de crescimento do PIB deste ano, agora em 1,5%. A situação da Grécia permaneceu indefinida durante o mês de maio e deve continuar preocupando os mercados ao longo do mês de junho.

Na Ásia, o Banco Popular da China mais uma vez optou por reduzir a taxa básica de juros – de 5,35% para 5,10%. Temos colocado em nossas cartas mensais que o movimento do BC chinês deve manter a utilização de estímulos monetários (seja cortando juros ou reduzindo o depósito compulsório) enquanto a inflação no país permanecer longe e abaixo da meta e a atividade der sinais claros de desaceleração. Por enquanto, é exatamente o que está ocorrendo.

Maio não foi muito diferente do início do ano, tanto que a votação do ajuste fiscal no Legislativo foi o assunto mais importante. A verdade é que o debate sobre a economia brasileira para 2015 tende a se concentrar sobre a política econômica, uma vez que o resultado da atividade deste ano já é de retração (a maior desde 1990). A inflação certamente irá estourar o teto da meta, de 6,5%. Além disso, a moeda brasileira tem muitos motivos para depreciação ao longo deste ano – há certa dúvida a respeito do tamanho da depreciação, mas não há dúvida de que no final do ano o dólar estará mais caro do que estava ao final de 2014. Já a execução da política econômica coloca um pouco de emoção sobre o debate.

O PIB do primeiro trimestre se retraiu 0,2% – melhor do que o esperado por nós (-0,4%) e do que o estimado pelo mercado (-0,5%). Apesar disso, a composição do PIB mostrou retração considerável do setor de serviços, e queda muito forte da formação bruta de capital fixo (que nada mais é do que os investimentos em imóveis feitos pelas famílias e em expansão de capacidade produtiva por parte das empresas). A deterioração da composição do PIB e o resultado ruim do setor de serviços nos fizeram revisar mais uma vez, para baixo, nossa expectativa para o PIB deste ano e de 2016. Anteriormente, esperávamos retração de 1,4% em 2015 e expansão de 1,1% em 2016. Passamos a esperar retração de 1,7% neste ano e crescimento de 0,9% no próximo ano.

A piora da atividade econômica, somada ao IPCA 15 de maio (que ficou abaixo do que esperávamos), nos fez enxergar uma previsão de comportamento da inflação um pouco mais benigna nos últimos meses deste ano comparada ao que anteriormente acreditávamos. Passamos a esperar que a inflação de 2015 se encerre em 8,5% (antes esperávamos 8,8%), 2 pontos percentuais acima do teto da meta de inflação. Aliás, muito provavelmente no momento da divulgação da inflação de setembro ou outubro deste ano, o teto da meta de inflação de 6,5% já terá sido estourado. Para o ano de 2016, frente à postura mais hawkish do Banco Central brasileiro, passamos a esperar que a inflação se encerre em 5%, ante 5,5% da previsão anterior.

O único ponto que pode oferecer alguma contribuição para o crescimento deste ano – a taxa de câmbio – deve, entretanto, continuar pressionando a inflação. Com a proximidade do momento da elevação dos juros nos Estados Unidos, prevista para setembro, o dólar tende a ganhar força em comparação com as demais moedas do mundo. Como a situação brasileira estará relativamente melhor no final do ano do que estava no início (o ajuste está em curso), e como o real já passou por uma depreciação mais ampla do que as outras moedas, o movimento do dólar ante o real pode ser menos intenso e ir até R\$3,20, com riscos de picos a R\$3,50. O grande risco para esta projeção reside no cenário fiscal, sobre o qual falaremos a seguir.

As Medidas Provisórias 664, 665 e 668, que reduziram benefícios previdenciários, trabalhistas, e aumentaram impostos sobre produtos importados, respectivamente, foram aprovadas no Congresso Nacional. O aumento no superávit estimado com estas medidas é de R\$ 11 bilhões, o que será fundamental para que o Brasil se aproxime da meta de superávit primário deste ano.

No entanto, o Congresso guardou uma surpresa para a presidente e sua equipe econômica, ao incluir na MP 664 o fim do fator previdenciário. O fim do fator implicará em aposentadorias maiores e antecipadas para os trabalhadores do setor privado. Por esta razão, o fim do fator teria um preço excessivamente caro aos cofres públicos, e poderia gerar um aumento de gastos previdenciários de R\$300 bilhões nos próximos 20 anos. É muito clara a necessidade econômica da presidente Dilma Rousseff vetar este ponto antes de sancionar a MP. O risco que o governo corre, entretanto, é de o Senado derrubar o veto, e atrapalhar ainda mais as contas públicas no longo prazo. Aventa-se, inclusive, a possibilidade da presidente desistir da MP e retomar o debate sobre os benefícios previdenciários, o que reduziria o desgaste político do veto, mas aumentaria o custo econômico do adiamento da mudança nas pensões.

No final de maio foi divulgado o superávit primário de abril, que atingiu R\$ 13,4 bilhões. Somado aos três primeiros meses do ano, chegou a R\$ 32,4 bilhões, enquanto a meta para o ano é de R\$ 66 bilhões. O resultado mostra que



o atingimento do superávit primário neste ano será difícil, porém factível.

Na política monetária, o Banco Central manteve ao longo do mês a postura “vigilante” no combate à inflação. A palavra é a chave que o BC utiliza para sinalizar ao mercado que vai continuar subindo os juros até que a expectativa de inflação de 2016 convirja para o centro da meta, de 4,5%. Assim, no início de junho, o BC elevou a meta da taxa Selic de 13,25% a.a. para 13,75% a.a, em linha com nossa expectativa desde abril, e que se tornou a aposta majoritária do mercado nas últimas semanas antecedentes à reunião. Considerando que o Comitê conservou seu comunicado em relação às últimas reuniões, passamos a acreditar que o Copom manterá o ritmo de aperto monetário na próxima reunião, ao final de julho (elevando a Selic em mais 0,50 p.p.) e realizará um aperto adicional de 0,25 p.p. na reunião de setembro. Desta forma, a meta da taxa Selic chegará a 14,5% a.a., o dobro do valor quando do início do ciclo de aperto monetário.

## Renda Fixa

Mai foi um mês onde predominaram o alívio no cenário político nacional e a dúvida quanto ao início do aumento dos juros americanos. No cenário interno, o governo cumpriu sua agenda de aprovações das medidas provisórias, trazendo tranquilidade ao mercado e diminuição da pressão sobre a curva de juros, principalmente na ponta longa da curva. O ponto de tensão que ficará para o mês seguinte é o veto ou não do governo em relação ao fator previdenciário.

Quanto às desconfianças em relação ao aumento da taxa de juros americana, paira a dúvida do “quando”. Os EUA estão convictos que estão rumando para uma recuperação da sua economia. Porém, alguns fatores que pressionam a inflação, como a pressão por maiores salários por parte dos trabalhadores, ainda não estão acontecendo. Portanto, achamos precipitado que o aumento aconteça em junho. Outras dúvidas virão à tona após o primeiro aumento, como, por exemplo, qual o ritmo que ele terá. De qualquer forma, esse assunto ainda vai trazer bastante emoção no segundo semestre de 2015.

No Brasil, a curva de juros apresentou comportamento contrário entre a ponta curta e a ponta longa. A parte curta da curva apresentou uma abertura de 1,32% e parte longa fechou em 3,06%. Acreditamos que a ponta curta não cedeu por já estar precificando o aumento da Selic de 50 p.p. que se concretizou na primeira semana de junho. Já os juros de longo prazo refletiram o ambiente mais calmo no campo político nacional. Os juros de curto prazo (FUT DI1 F16, com vencimento em janeiro de 2016), abriram o mês a 13,67% a.a. e fecharam em 13,85% a.a., apresentando tendência de alta ao longo de todo o mês. Os juros de longo prazo (FUT DI1 F21, com vencimento em janeiro de 2021) abriram o mês em 12,74% a.a. e fecharam em 12,35% a.a., após de bater a mínima de 12,26% a.a. Esse movimento refletiu de maneira favorável nos índices de renda fixa IMA-B e IRF-M. O IMA-B fechou com alta de 2,57% e o IRF-M de 1,63%. O CDI apresentou variação de 0,98% no mês de maio.

Em relação ao dólar, a moeda vinha apresentando uma leve alta, de 1,2% até o dia 21 de maio. A partir daí, o que pesou mais no movimento da moeda foi o cenário externo. A moeda americana fechou o mês com alta de 6,19%, praticamente zerando a queda do mês anterior em apenas 6 dias. Os principais motivos foram o otimismo da economia dos Estados Unidos e as tensões em torno do possível calote da Grécia. As das taxas de juros de longo prazo dos títulos americanos apresentaram forte alta no mês. Os juros de 10 anos, por exemplo, fecharam o mês de maio em 2,2199% a.a., com alta de 9,26%. A moeda americana fechou o mês em R\$ 3,1788.

## Renda Variável

O mês de maio começou embalado com a forte alta do Ibovespa no mês de abril. Nos primeiros dias, chegou a acumular 3,2% de rentabilidade, mas fatores políticos e impactos setoriais fizeram o índice fechar o mês com uma queda de 6,17%. Como havíamos comentado na carta anterior, Michel Temer entrou em campo de forma ativa e conseguiu a aprovação das principais Medidas Provisórias, mas o desgaste com a base petista foi grande, principalmente no Senado. A polêmica ficou em torno do contingenciamento anunciado pelo Ministro do Planejamento, Barbosa, sem a presença de Levy (Fazenda), em um valor de R\$69,9 bilhões. O mercado especulou que a decisão teria desagradado o chefe da Fazenda e que sua permanência no governo estava sob ameaça. A bolsa brasileira refletiu todas essas informações nos preços.



Do lado externo, um dos fatores de preocupação foi a Grécia, pois não demonstrou capacidade de honrar seus compromissos de curto prazo. Nos Estados Unidos, a ata do FED reduziu as chances de uma alta nos juros em junho. Os indicadores domésticos também não ajudaram. Os dados de atividade econômica como o varejo e a divulgação do PIB do primeiro trimestre continuam a apontar uma trajetória de retração. A notícia positiva foi o acordo bilateral com a China. A visita do Primeiro Ministro Li Keqiang foi muito importante, sendo fechados 35 acordos e um pacote de US\$ 53 bilhões em investimentos. A parceria com a China trará benefícios para setores como mineração, petróleo, aeronáutico e frigorífico. O lucro de R\$5,3 bilhões da Petrobrás no primeiro trimestre de 2015 também agradou o mercado.