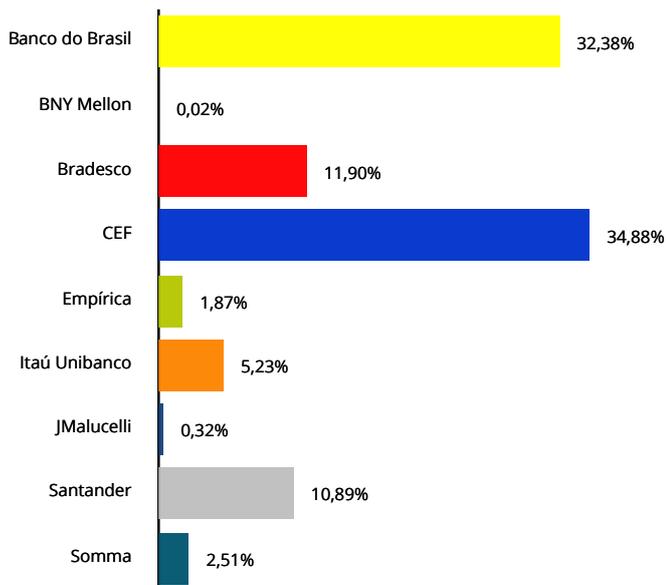


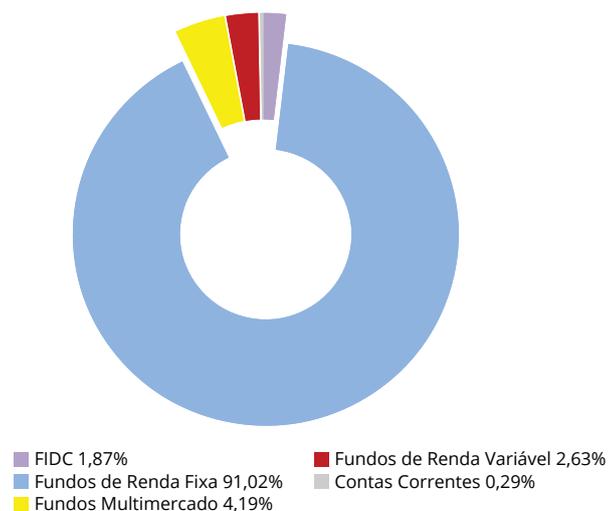
Os recursos do IPRESANTOAMARO são aplicados respeitando os princípios de segurança, legalidade, liquidez e eficiência.

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



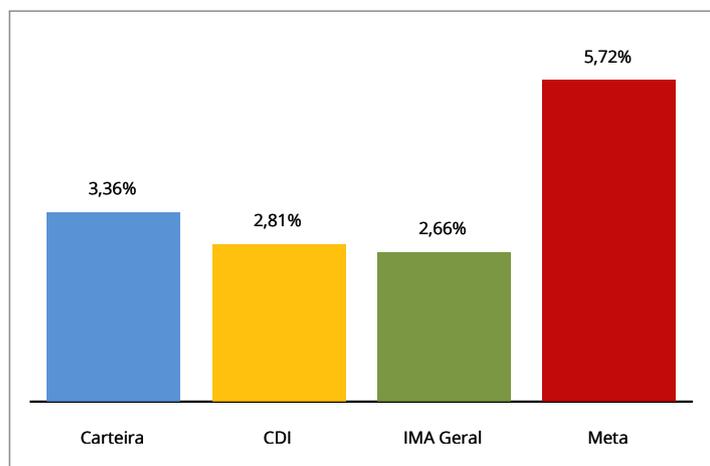
Distribuição da Carteira por Segmento



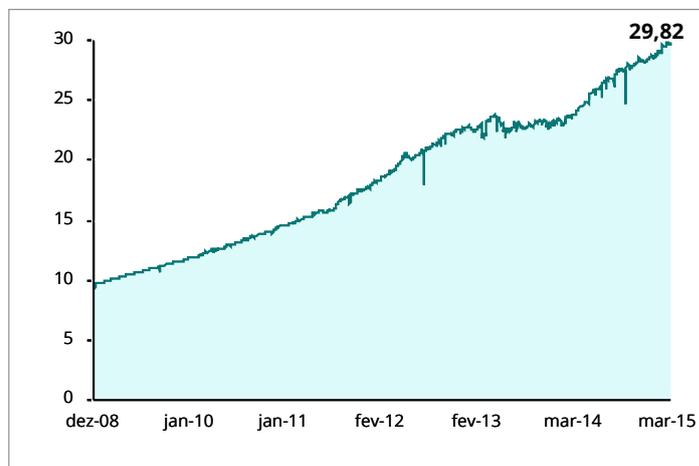
HISTÓRICO DE RENTABILIDADE

COMPARATIVO	NO MÊS	NO ANO	EM 252 DIAS ÚTEIS
IPRESANTOAMARO	0,90%	3,36%	13,40%
CDI	1,03%	2,81%	11,20%
IMA Geral	0,05%	2,66%	12,48%
Meta Atuarial - INPC + 6 %	2,00%	5,72%	14,80%

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 decorrer de março, a diferença da política monetária americana em relação ao resto do mundo permaneceu sendo o principal destaque. O Comitê de Política Monetária do FOMC divulgou, após sua reunião, um comunicado mostrando disposição em aguardar mais algum tempo antes de iniciar a elevação das taxas de juros, o que é muito positivo, em nossa opinião. Na Zona do Euro, foi iniciado o Quantitative Easing, plano que está aumentando a liquidez da região. Na China, o cenário continua muito propício para a colocação de novos estímulos por parte do Governo, sejam eles fiscais ou monetários.

Março foi mais um mês marcado pela expectativa em relação ao momento em que se iniciará a elevação das taxas de juros da economia americana. Pelo fato deste assunto ganhar cada vez mais relevância – dada a proximidade da ação – daremos, neste mês, ênfase especial ao tema. Alguns membros do Fed mantiveram suas posições, indicando a intenção de subir juros já em junho, enquanto o comunicado do FOMC e o discurso da Presidente do Fed, Janet Yellen tiveram um caráter dovish – isto é, favorável à manutenção dos juros baixos por mais algum tempo.

Realçamos que, do nosso ponto de vista, não há sentido econômico em o Fed iniciar a elevação dos juros no cenário atual, de inflação zero (resultado de fevereiro acumulado em 12 meses). É especialmente devido à inflação baixa que acreditamos ser mais provável que o aumento dos juros nos EUA ocorra apenas no terceiro trimestre, mais especificamente em setembro. Mesmo assim, não podemos ignorar o risco dos juros serem elevados já na reunião de junho, dado que o partido Republicano não estaria confortável com a manutenção das taxas em um patamar tão próximo de zero por mais tempo.

Desta forma, é muito importante salientar um risco relevante para a atividade econômica americana e dos demais países do mundo, além de suas consequências para o mercado financeiro. A elevação dos juros, se ocorrer de forma prematura, deverá atrapalhar a trajetória de crescimento americana, acentuando sua desaceleração que vem ocorrendo desde o final do ano passado.

Em períodos de elevação de juros, as empresas tendem a reduzir seus investimentos e as famílias a reduzir seu consumo. Além disso, juros mais altos nos EUA fazem com que o dólar fique ainda mais apreciado, o que acaba dificultando as exportações dos EUA para outros países e estimulando que os americanos comprem produtos importados. É desta maneira que o aumento de juros faz com que os principais motores para o crescimento de um país (consumo, investimento e exportações) percam força – e é por isso que acreditamos ser mais adequado que a elevação dos juros se dê apenas em setembro.

De acordo com a entrevista da Janet Yellen, a elevação dos juros será feita partir do momento em que houver melhoras adicionais do mercado de trabalho e confiança quanto à convergência da inflação no médio prazo para a meta de 2,0%. As projeções econômicas do Comitê, divulgadas após a reunião, mostraram redução tanto nas expectativas de crescimento quanto na inflação para 2015, 2016 e 2017. A distribuição das expectativas dos membros do FED sobre a taxa de juros para o término desse ano teve sua mediana reduzida de 1,13% para 0,63%, o que sugere que serão feitas apenas duas elevações de 0,25 p.p. neste ano na taxa de juros americana.

Na Zona do Euro, tivemos o primeiro mês com as compras mensais de ativos por parte do Banco Central Europeu. O BCE detalhou seu programa de estímulos, que poderá comprar títulos corporativos e títulos de países cujas taxas de juros estejam negativas. O início do programa fortaleceu a queda da cotação do euro em termos de dólar, que passou de US\$1,11 no final de fevereiro para US\$1,07 no último dia de março, perfazendo uma queda de 4,18% da moeda da região. Além disso, os dados divulgados foram, em sua maioria, bastante positivos, em especial os PMIs – Purchase Manufacturing Index (Índice de Gerente de Compras), que assinalaram resultados positivos, e nos fizeram revisar a projeção de crescimento da Zona do Euro de 1% para 1,3% neste ano.

Na China, depois de o Banco Central ter reduzido juros em fevereiro, os dados continuaram a retratar uma economia em desaceleração e com a inflação muito baixa. Conforme já colocamos em cartas passadas, esta é a situação mais propícia para que o Governo (de qualquer país) coloque estímulos sobre a economia, sejam eles fiscais ou monetários. Como se sabe, o Governo chinês tem um histórico altamente intervencionista – neste sentido, a colocação de estímulos por parte do Governo é “juntar a fome com a vontade de comer”. Por isso acreditamos que os juros sejam mais uma vez reduzidos neste segundo trimestre do ano. Também chamou a atenção uma diretriz da Comissão Regulatória de Bancos, que pediu às instituições financeiras que aumentem a concessão de empréstimos e sejam tolerantes com “maus empréstimos”, o que mostra de forma evidente o risco de crédito que está se formando no país.

Ao longo do mês de março, a desaceleração da economia brasileira ficou ainda mais clara, o que agravou em grande medida o cenário político já conturbado. Nosso Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, permanece sendo fundamental



para a perspectiva econômica brasileira, que, embora no curto prazo seja muito ruim, tende a ser razoável no médio ou longo prazo, caso o Ministro consiga atingir os objetivos aos quais se propôs.

A taxa de desemprego de fevereiro, divulgada em março, novamente trouxe piora do mercado de trabalho: a taxa aumentou dos 5,3% de desemprego em janeiro para 5,9% em fevereiro, como consequência do aumento de pessoas desocupadas. Para os próximos meses a tendência ainda é de piora (a taxa de desemprego deve superar os 6,5%), em decorrência do aumento da população economicamente ativa (pessoas que estão trabalhando ou procurando emprego) e de menos vagas sendo criadas. Quando olhamos para os rendimentos, o cenário permanece desalentador: o rendimento real médio da população caiu 1,1% neste ano – o que significa dizer que a população está literalmente com menos dinheiro para consumir.

Assim, reduzimos novamente nossa expectativa de crescimento para a economia brasileira, de -1% para -1,4% neste ano, e de 1,5% para 1,1% no próximo ano. A inflação deve continuar se elevando, e ficar próxima a 9% no final de 2015 (anteriormente projetávamos 8%).

Neste contexto de estagflação (estagnação econômica e inflação elevada), as medidas de aperto fiscal e monetário têm impacto ainda mais duro sobre a população, que já não estava muito satisfeita com a Presidente Dilma e encontrou nos diversos indícios de corrupção um excelente motivo para protestar. Assim, no dia 15 de março, a população foi às ruas com diferentes pautas – de acordo com o DataFolha, na manifestação ocorrida na Avenida Paulista, 47% dos manifestantes foram às ruas pelo fim da corrupção, 27% pelo impeachment de Dilma, 20% contra o PT e 14% contra os políticos de maneira geral.

Em um primeiro momento, as manifestações deixaram os investidores cautelosos pelo receio de uma crise política dificultar o ajuste fiscal elaborado por Joaquim Levy e levar ao rebaixamento da nota de rating soberano brasileiro. Não foi o que ocorreu. As visitas da Fitch e da Standard & Poor's tiveram resultados positivos, pois as duas agências mantiveram a nota de risco brasileira e a perspectiva estável. A visita da Moody's não trouxe grandes preocupações, embora a agência tenha mantido a perspectiva negativa para nossa nota de risco. A palavra e a determinação de Joaquim Levy foram fundamentais para a confiança das agências de rating – olhando apenas para os números, as perspectivas para o Brasil não ensejariam tanta confiança.

O trabalho do Ministro continua difícil, porém ainda é executável. No último dia útil de março, Levy passou mais de 7h na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, com o objetivo de defender o ajuste fiscal. O Ministro buscou demonstrar aos congressistas a importância do ajuste – e, principalmente, como seria grave para toda a população caso o país perdesse o grau de investimento, desmistificando a ideia de que o ajuste é algo que interessa apenas ao setor financeiro e que ele é necessário para mantermos as conquistas sociais dos últimos 10 ou 15 anos.

Também no último dia de março foi divulgado o resultado fiscal do setor público do mês de fevereiro. O resultado veio muito abaixo do esperado: déficit de R\$2,3 bilhões, ante o resultado de janeiro de R\$21 bilhões. No ano, o resultado fiscal foi soma R\$18,7 bilhões, enquanto a meta do ano seria de R\$66,3 bilhões. Além de já se ter 28% da meta do ano cumprida, o resultado de fevereiro assustou apenas à primeira vista: na verdade, o Tesouro buscou parar com a realização de “pedaladas fiscais”, prática em que o Governo adia o pagamento de determinada despesa de um mês para o mês seguinte com o objetivo de atingir um resultado artificialmente bom no mês corrente. Assim, no mês seguinte é necessária uma nova “pedalada” para que a “pedalada” anterior não atrapalhe o resultado do novo mês.

Não é difícil perceber que esta prática, além de ferir qualquer princípio básico de governança, apenas mascara os dados e não traz melhora da situação fiscal do país. Com isso em mente, Levy resolveu “despedalar” e não trouxe um resultado fiscal positivo para o segundo mês do ano. O problema é que a prática das “pedaladas” parece ter sido feita de forma tão recorrente no mandato do antigo Ministro da Fazenda, que desfazer todas as pedaladas inviabilizaria a meta fiscal deste ano. Ainda não se sabe qual solução será dada por Levy, mas ao menos sabemos que o Ministro trabalhará com muito mais transparência em relação à gestão anterior.

Com relação à política monetária, passamos a esperar um período mais intenso de elevação da meta da Taxa Selic, no qual o Copom a colocaria em 14% a.a., em decorrência das projeções de inflação cada vez mais elevadas.

Se levarmos em conta que a inflação esperada no final deste ano é de 8,8%, uma taxa Selic de 14% deixaria o juro real (diferença entre os juros nominais – Taxa Selic – e a inflação – IPCA) em aproximadamente 4,8%, mesmo patamar de fevereiro de 2014 (quando a Selic foi elevada a 10,75% e a inflação estava em 5,68%) e do final de janeiro deste ano (quando a Selic foi elevada a 12,25% e a inflação fechou o mês em 7,14%). Desta forma, para que o Banco Central mantenha a taxa real de juros em 4,8%, é necessário promover mais duas elevações da meta da Taxa Selic de 0,50



p.p. nas próximas duas reuniões (abril e de junho), e, por fim, finalizar o ciclo com um aumento de 0,25 p.p. na reunião de julho.

Renda Fixa

Março foi um mês estressante. Não só pelos piores dados da economia brasileira adicionados ao embate político, como também pela ansiedade do mercado global com a expectativa dos EUA elevarem sua taxa de juros precocemente.

No Brasil, o mês começou nervoso. As curvas de juros abriram fortemente, já na primeira quinzena do mês. A parte curta da curva, já abria 6,3% e parte longa 8,35%. O cenário político interno foi o maior motivador dessa pressão de alta. As visitas das agências de risco S&P e Moody's também contribuíram para o aumento da tensão. O papel do Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, nas reuniões com as agências de risco foi decisivo para que elas concedessem ao Brasil um voto de confiança e não alterassem a nossa nota de rating para baixo.

Apenas no final do mês, mais exatamente no último dia útil, Levy conseguiu transmitir a mensagem de quão ariscado será para o País a não concretização do ajuste fiscal. As curvas de juros cederam um pouco, fechando em um patamar intermediário entre o fechamento de fevereiro e o dia 16 de março. Os juros de curto prazo (FUT DI1 F16, com vencimento em janeiro de 2016) abriram o mês a 13,04% a.a. e fecharam em 13,55% a.a. Esse movimento de alta ficou ainda mais nítido nos juros de longo prazo (FUT DI1 F21, com vencimento em janeiro de 2021) que abriram o mês em 12,76% a.a. e fecharam em 13,40% a.a. Os índices de renda fixa IMA-B e IRF-M tiveram uma queda marginal no mês. O IMA-B fechou em -0,28% e o IRF-M fechou em -0,03%. O CDI apresentou variação de 1,04%.

O mês começou com a expectativa de alta nas taxas de juros americanas já em junho, devido aos dados econômicos mais robustos daquele país. O discurso da Presidente do Fed, Janet Yellen, deu mais segurança aos mercados de que essa possibilidade é remota, pois ainda existem alguns indicativos decisivos para que isso aconteça, como, por exemplo, o aumento da expectativa de inflação e o aumento da taxa de participação (mercado de trabalho). As taxas de juros de longo prazo dos títulos americanos apresentaram queda no mês. Os juros de 10 anos, por exemplo, fecharam o mês de fevereiro em 2,59% a.a. e 2,54% a.a. em março. A moeda americana abriu o mês de março cotada R\$ 2,878 e fechou o mês em R\$ 3,208. A desaceleração da moeda americana ocorreu no último dia do mês, acompanhando o movimento das curvas de juros futuro.

Renda Variável

O começo do mês de março parecia uma realização técnica clássica após forte alta de fevereiro. O Ibovespa chegou a cair 6,3% nos primeiros dias, positivou e fechou em -0,83%. O que movimentou o mercado financeiro foi muito mais o plano político do que o econômico. O "ajuste fiscal" é o tema do momento e a expectativa, apesar de todos os obstáculos políticos, é que as reformas necessárias serão aprovadas ao longo de 2015.

Os destaques positivos do mês de março na bolsa brasileira foram os setores de seguros, serviços financeiros e distribuição de combustíveis. Do lado negativo, a Vale teve queda expressiva com a continuidade da tendência baixista do minério de ferro e a desaceleração da economia chinesa. O setor de bancos, apesar de não apresentar queda tão acentuada, decepcionou e ficou muito abaixo do Ibovespa, com a expectativa de piora dos índices de inadimplência até o fim do ano.

Outro risco que estamos monitorando é o de "governança-corrupção". As investigações sobre os casos de corrupção começam a fazer vítimas na Bovespa. Podemos citar o caso da CETIP com seu suposto envolvimento em esquema de propina com o governo. Uma empresa do grupo foi citada no Operação Lava Jato. Há menções de pagamentos milionários a políticos provenientes de órgãos como o Denatran (Departamento Nacional de Trânsito). Tal fato nos obrigou a reduzir a posição da CTIP3 em março e atrapalhou a performance dos fundos. Outras empresas conhecidas (como a Braskem) também foram citadas em processos jurídicos, refletindo negativamente nos preços de suas ações.