

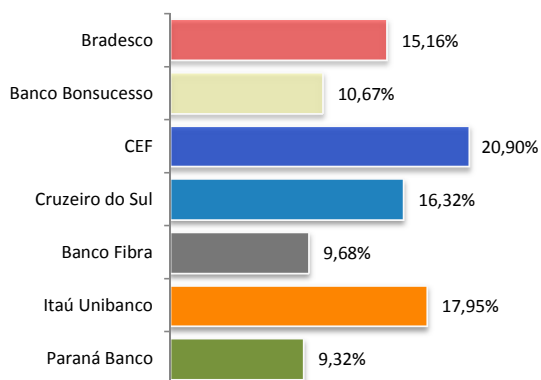
Relatório da Carteira de Investimentos do ISSEM Assistência

ABRIL

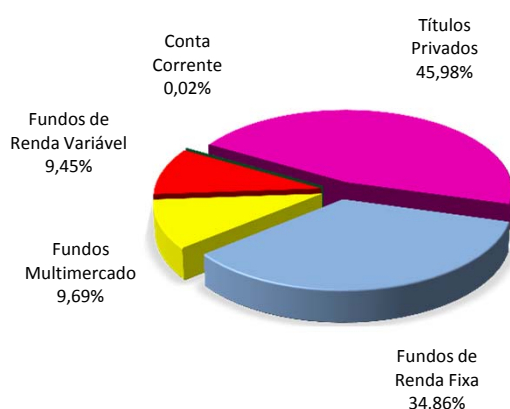
Os recursos do ISSEM Assistência são aplicados respeitando os princípios de segurança, legalidade, liquidez e eficiência.

A diretoria do Instituto, assessorada pela SMI Prime Consultoria, 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:

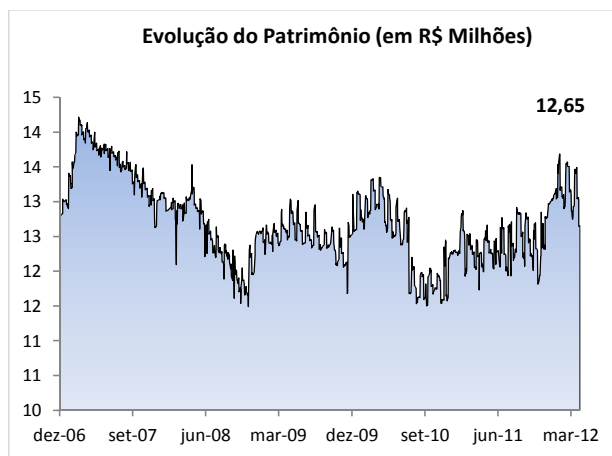
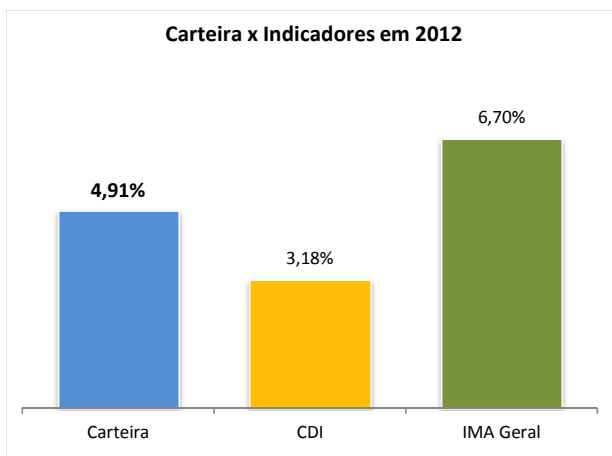
Distribuição por Instituição



Distribuição da Carteira de Investimentos



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE	NO MÊS		NO ANO		EM 252 DIAS ÚTEIS	
ISSEM Assistência	0,96%	comparativo	4,91%	comparativo	10,91%	comparativo
CDI	0,70%	137%	3,18%	154%	11,20%	97%
IMA Geral	2,51%	38%	6,70%	73%	17,42%	63%



Análise de Desempenho: A carteira do ISSEM Assistência tem como principal objetivo superar o CDI.

Setor Externo e Economia Internacional

Na Zona do Euro, a instabilidade financeira voltou à cena, só que desta vez acompanhada de uma crescente insatisfação política, e, em larga medida, de um questionamento da liderança exercida pela Alemanha sobre o bloco. No âmbito financeiro, o movimento das taxas de juros de dez anos dos títulos espanhóis e italianos fornece um bom indicativo de como a aversão ao risco tem se elevado, de forma lenta, mas persistente. Tanto Itália quanto Espanha estão rolando suas dívidas de 10 anos a taxas de juros superiores a 5,5% a. a. Não custa lembrar que no ano passado, quando estas taxas atingiram níveis superiores a 6%, os investidores passaram a atribuir um risco bastante elevado de um *default* italiano em algum ponto do futuro, dados os custos de sua dívida. O problema da dívida espanhola é uma derivada da fragilidade do seu sistema bancário, que está perigosamente perto da insolvência. Posto que o resgate tenha que ser realizado pelo Governo Espanhol, a conta financeira, estimada em 350 bilhões de euros, irá diretamente para a dívida pública, fazendo com que a relação dívida-PIB do país alcance valores próximos a 100%. No caso italiano, os riscos são de uma avaliação de prazo mais longo. Dado que a velocidade das reformas fiscais está bastante abaixo da esperada, e que o país provavelmente terá um crescimento negativo este ano, os mercados passam a considerar a Itália como fonte de risco. Mas isto não é notícia nova, posto que as fontes e consequências da instabilidade financeira já são conhecidas. O elemento novo no processo é a instabilidade política. Sistemáticamente, as populações dos estados membros estão negando a escolha que estava acordada, ou pelo menos parecia acordada. Tanto a eleição do candidato de oposição François Hollande, como a demissão do Primeiro Ministro Holandês, Mark Rutte, são efeitos do crescimento da insatisfação das populações com a solução de austeridade, defendida pela Alemanha. O risco principal decorre de esta rebelião ser muito mais organizada, em termos de ideias, do que os alemães supunham. Não é porque a austeridade funcionou para a Alemanha que funcionará para aos demais países. As economias são distintas e, portanto, os resultados serão distintos. A tradução literal deste mote de campanha é que os parlamentos nos estados membros – que

representam a população – não estão tão certos de que cortar gastos e submeter-se a uma recessão breve ou prolongada para ajustar suas economias seja a única escolha. Embora a discussão sobre esta “alternativa única” seja saudável – afinal em Economia sempre existem mais alternativas – o momento não é propício, dado que a instabilidade política pode elevar exponencialmente a instabilidade financeira. Por fim, fica cada vez mais evidente que o programa de refinanciamento de dívidas de longo prazo (*LTRO*), executado pelo Banco Central Europeu, apenas forneceu tempo para a Zona do Euro. Mas este tempo está próximo do fim.

Nos Estados Unidos, o principal ponto foi a divulgação do PIB relativo ao primeiro trimestre de 2012. O crescimento de 2,2% em termos anualizados foi dentro do esperado. O consenso de mercado para o crescimento americano é de que a economia deverá avançar cerca de 2,4% no ano, crescendo um pouco abaixo disto no primeiro semestre e um pouco acima na segunda metade do ano para frente. Os riscos principais ainda são associados ao mercado de trabalho. A taxa de desemprego cedeu de 8,3% para 8,2% na economia americana. No entanto, a redução se deu em função de uma menor procura por trabalho (menos pessoas procurando emprego implica em uma taxa de desemprego menor), e não pela criação de postos de trabalho, o que seria mais saudável. De forma geral, os mercados esperam que o Federal Reserve insira novos estímulos na economia, de preferência com um novo afrouxamento quantitativo. Mas a autoridade monetária não tem dado sinais de que entende ser necessário um novo programa de estímulos. Todavia, mesmo que este impasse continue, a possibilidade de uma recessão na economia americana está afastada, pelo menos em 2012.

Na economia chinesa, o cenário de desaquecimento fica cada vez mais claro, tanto nos dados relativos à produção industrial, quanto nos indicadores de atividade. O *PMI* (*Purchase Manufactured Index*), por exemplo, mostra uma economia ajustando-se para uma taxa de crescimento menor, em torno de 8,0%, no primeiro semestre do ano. Só que estes ajustes sempre embutem riscos, posto que o contágio em termos de comércio internacional da recessão na Europa pode aumentar a desaquecimento da economia chinesa.

Neste caso, o Governo Chinês já está agindo, através da política monetária, para incentivar o mercado interno. O Governo tem reduzido sistematicamente o nível dos depósitos compulsórios, de forma a incentivar os bancos a emprestar mais. Ainda é cedo para movimentos na taxa de juros, posto que a inflação é um risco presente na economia chinesa. Todavia, as autoridades já perceberam que devem iniciar os estímulos de forma gradual, para que o país possa crescer, em termos anualizados, algo em torno de 8%.

Economia Brasileira

Na economia brasileira, o mês de abril foi bastante didático em confirmar que a economia brasileira está desacelerando de forma muito mais forte do que o esperado pela média do mercado. A produção industrial contraiu-se em 0,5% no mês de março. Desta vez, não foi uma queda localizada em um setor, tal como observada em janeiro de 2012. A queda foi generalizada quando avaliado o conjunto dos setores. Em 12 meses esta acumula queda de 1,1%, e não fornece sinais de que uma retomada – a despeito dos estímulos governamentais – esteja em curso. Pelo lado da demanda, os indicadores antecedentes sugerem que as vendas no varejo dentro do conceito restrito (excluindo veículos e matérias de construção) devem avançar 0,3%, ao passo que no conceito ampliado (incluindo veículos e material de construção) deve mostrar queda em torno de 0,8%. Um dos pilares da demanda nos últimos meses é o crédito, que fornece sinais inequívocos de que está no limite. Embora a concessão total de crédito tenha avançado no último mês, quando avaliamos os tipos de concessão é bastante fácil perceber que o crédito direcionado, sobretudo imobiliário e BNDES, é o que tem avançado de forma persistente. Para evitar que o crédito destinado ao consumo sofra uma forte retração, o Governo entendeu que deve utilizar os dois maiores bancos sob seu controle para que este crédito não seja interrompido. Além disto, este ainda tem insistido que os juros finais para o consumidor devam ser reduzidos, de forma a diminuir o *spread* bancário. Apesar do objetivo de inserir competição no sistema bancário, o gatilho macro que desencadeou esta intervenção do Governo no sistema bancário foi a contração de crédito ao consumidor.

Um dos indicadores macro que diverge deste cenário é a taxa de desemprego. Em termos mensais, a taxa avançou para 6,2%. Todavia, quando observamos a evolução do emprego de forma dessazonalizada, a taxa de desemprego está em 5,7% há cerca de 5 meses. É a taxa mais baixa da história para este período, desde que a série começou a ser medida. Entendemos que existe alguma mudança estrutural no mercado de trabalho, ainda não entendida completamente pelos analistas, que possibilita uma taxa de desemprego tão baixa, em um ambiente de crescimento fraco. De qualquer forma, esta taxa terá que se ajustar ao crescimento do PIB em 2012, que deve ser inferior aos 4,0% defendidos pelo Governo. Em nossa avaliação, a taxa de crescimento do PIB ficará em 2,6% em 2012.

A inflação em 2012 ainda segue um interessante processo desinflacionário, em relação ao mesmo período de 2011. Nos dois últimos meses tivemos um resultado bastante interessante. A inflação oficial no mês de março assinalou variação de 0,21%, ao passo que no mês de abril esta acumulou variação de 0,64% - uma diferença significativa. O que ocorreu é que grande parte dos efeitos dos reajustes de preços que deveriam ter sido observados em março, foram capturados apenas em abril. Dois exemplos bastante ilustrativos são o reajuste sobre os preços dos cigarros, em torno de 25%, e o efeito sobre os salários dos empregados domésticos, derivados do aumento do salário mínimo. De uma forma bem resumida, parte da inflação observada em abril deveria ter sido capturada no mês de março. Em média, o IPCA nestes dois meses deveria ter assinalado variações em torno de 0,4%, abaixo, portanto, do que foi observado para o mesmo período do ano passado. Em 12 meses, a inflação acumulada retrocedeu de 5,45% para 5,10%, portanto dentro do cenário prospectivo desenhado pelo Banco Central. Nossa expectativa para o IPCA ao final de 2012 é de 4,7%.

E como resposta a este movimento da inflação e da desaceleração na atividade econômica, a autoridade monetária (o Banco Central) tem reduzido a taxa de juros básica da economia de forma bastante determinada. Antes da publicação da última Ata do COPOM (Comitê de Política Monetária), havia um consenso sobre uma parada técnica no afrouxamento monetário, com objetivo de avaliação do cenário

econômico. Após a publicação da Ata da última reunião do Comitê de Política Monetária, a maior parte dos analistas espera que o afrouxamento monetário siga até pelo menos a metade do ano. Nossa expectativa é que a taxa Selic seja reduzida até 8,25%, embora existam chances reais de uma taxa em 7,75% ainda em 2012. O que deve definir isto é o desempenho do PIB no primeiro e segundo trimestres de 2012.

Por fim, o câmbio. Este continua bastante influenciado pela disposição do Ministério da Fazenda em evitar uma sobrevalorização. Desde que as mudanças regulatórias no mercado cambial tornaram-se armas para intervenção na formação da taxa, este tem se desvalorizado de forma consistente. No entanto, é importante lembrar que os determinantes da taxa de câmbio, o diferencial de juros, o preço das commodities e a liquidez internacional movem-se na direção contrária à valorização da moeda. Portanto, uma taxa de câmbio em torno de 1,53 reais por dólar, tal como assistimos no ano passado, é muito pouco provável de ocorrer no atual cenário. Uma taxa acima de 1,90 reais por dólar está acima do que projetamos para o final do ano, quando entendemos que a taxa de câmbio deva permanecer entre 1,80 e 1,85 reais por dólar.

Renda Fixa

No segmento de renda fixa, a mudança estrutural promovida na economia brasileira, através das alterações nas regras da poupança, permitiu aos mercados que removesses o piso institucional da taxa de juros em suas expectativas. De forma simples, não existem mais limites para o afrouxamento monetário do Banco Central, o qual, em tese, pode reduzir a taxa de juros na economia até que a atividade econômica volte a crescer, ou a inflação mudar sua trajetória, o que vier primeiro. Desta forma, os indicadores de renda fixa, sobretudo os pós-fixados e de prazo mais longo, apresentaram expressiva valorização no mês de abril. O IMA-B, índice que representa a variação dos conjuntos das NTN-B negociadas no mercado brasileiro, acumulou variação de 4,42% no mês de abril, acumulando 10,50% no ano. O IMA B 5+, que expressa a variação dos títulos com 5 anos ou mais, assinalou variação de 6,53% no mês, acumulando impressionantes 13,88% no ano. Já o IMA-B 5, que expressa a variação dos títulos com menos de 5 anos, variou 1,71%,

acumulando 6,29% no ano. O IRF-M, indicador que representa a variação dos títulos prefixados, assinalou variação de 1,74% no mês, acumulando 5,35% no ano. O IRF-M 1+, que expressa a variação dos títulos com um ano ou mais, assinalou variação de 2,30% no mês, acumulando 6,35% no ano, ao passo que o IRF-M 1, que representa os títulos com menos de um ano, acumulou variação de 0,94% no mês e 3,86% no ano. O IMA Geral, que representa a média ponderada destes índices, variou 2,51% em abril, acumulando 6,70% no ano. Por fim o CDI, o qual é determinado pela taxa Selic, variou 0,70% em abril, acumulando 3,18% no ano.

Renda Variável

No segmento de renda variável, a elevação do risco sistêmico fez com que o Ibovespa, principal índice de ações do Brasil, acumulasse uma variação mensal de -4,17% no mês de abril. No ano, o Ibovespa acumula variação de 8,93%. Não houve um evento específico, mas sim, um conjunto de fatos, quase todos na Europa, que fizeram com que os ativos de risco fossem menos preferidos pelos investidores. Na Espanha, a instabilidade de seu sistema bancário, o qual está próximo da insolvência, e a certeza de que o Governo terá de elevar a dívida pública para resgatá-lo, fizeram com que os mercados passassem a duvidar da sustentabilidade da dívida do país. Na França, houve a eleição de François Hollande (em abril ele liderava as pesquisas), com uma plataforma que, em linhas gerais, refuta o ajuste fiscal e os planos de austeridade defendidos por Angela Merkel. Adicionalmente, tivemos os números sobre a evolução do mercado de trabalho nos Estados Unidos, que decepcionaram bastante. Em termos de economia interna, a redução da taxa de juros deve, em médio prazo, permitir uma maior migração dos recursos para os ativos de risco, no caso, as ações. Todavia a desaceleração da economia brasileira ainda deve afetar o resultado financeiro das empresas, decepcionar os investidores em geral, por, pelo menos, mais um trimestre. Assim, em um ambiente de risco internacional e atividade mais fraca no país, tem sido impedida uma valorização mais acentuada do índice.