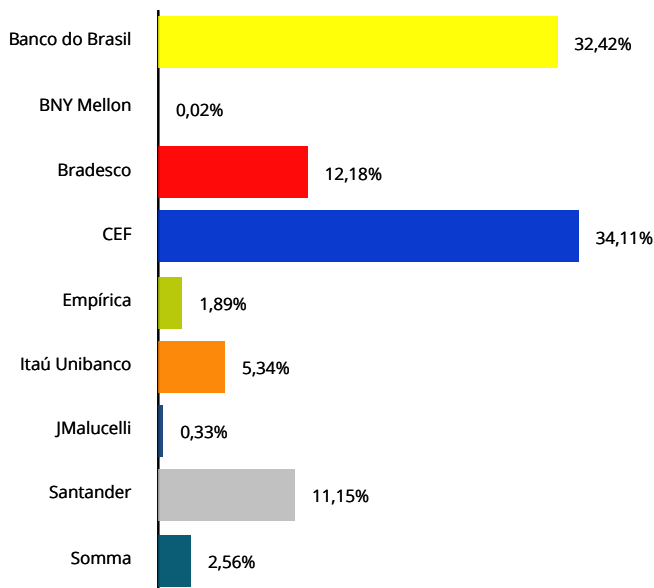


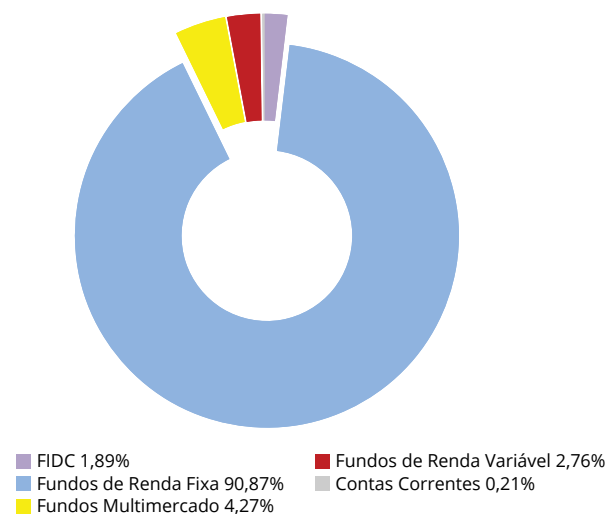
Os recursos do IPRESANTOAMARO são aplicados respeitando os princípios de segurança, legalidade, liquidez e eficiência.

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**



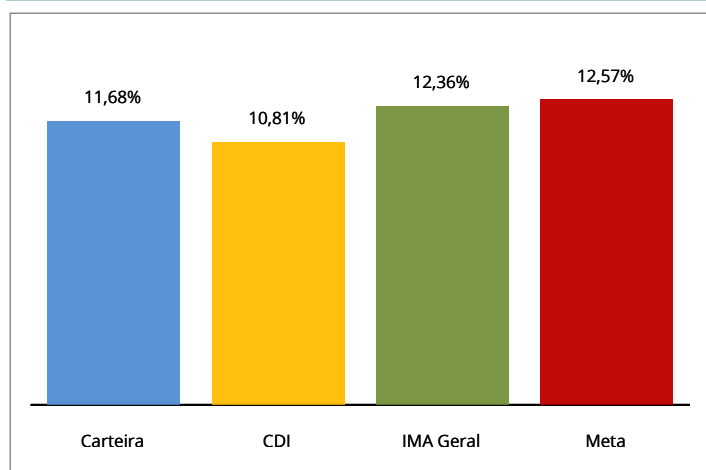
**Distribuição da Carteira por Segmento**



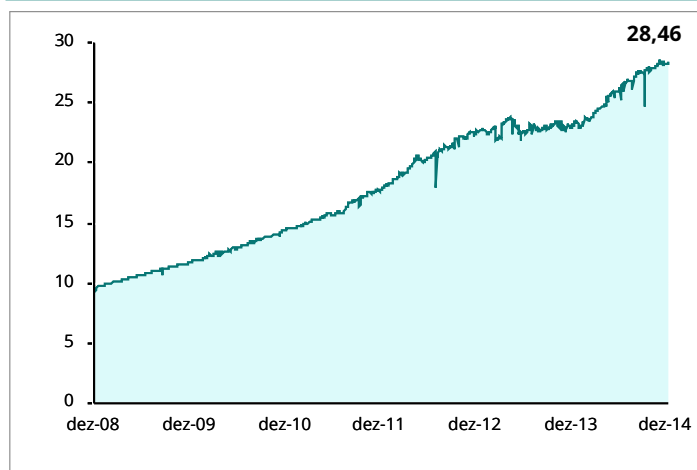
**HISTÓRICO DE RENTABILIDADE**

COMPARATIVO	NO MÊS	NO ANO	EM 252 DIAS ÚTEIS
<b>IPRESANTOAMARO</b>	<b>0,18%</b>	<b>11,68%</b>	<b>11,91%</b>
CDI	0,95%	10,81%	10,77%
IMA Geral	-0,57%	12,36%	12,45%
Meta Atuarial - INPC + 6 %	1,11%	12,57%	12,51%

**Carteira x Indicadores em 2014**



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



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



## Análise Macroeconômica

Na economia americana, desemprego em queda, criação de vagas de trabalho em ritmo intenso e revisão para cima do PIB contrastam com o declínio nos preços de energia, manutenção da inflação em patamar baixo e salários crescendo com pouca força. A principal questão do maior país do mundo em termos de atividade permanece sendo em que momento os juros serão elevados. Na Zona do Euro as perspectivas de crescimento continuam pouco animadoras, e o risco de deflação tornou-se realidade. Estão cada vez mais próximos de um relaxamento monetário – aos moldes do que foi feito nos Estados Unidos, Japão e Reino Unido – neste início de ano. Na Ásia, a nota de rating do Japão foi rebaixada, enquanto o governo chinês busca uma meta de crescimento executável.

A revisão do PIB americano do terceiro trimestre de 2014 foi a principal surpresa positiva da economia americana. O crescimento do terceiro trimestre foi revisado de 3,9% para 5% anualizados, o que ajudou a reforçar a ideia de que o processo de normalização da política monetária – ou seja, os juros devem ser elevados – se iniciará no segundo trimestre de 2015. O discurso de Janet Yellen após a reunião do Fed de dezembro indicou, de forma literal, que os juros não seriam elevados nas duas reuniões seguintes (janeiro e março). Desta forma, esperamos que os juros sejam elevados ou na reunião dos dias 28 e 29 de abril, ou, com maior grau de probabilidade, dos dias 16 e 17 de junho.

Em nossa opinião, o fato de a inflação estar em patamar baixo não é necessariamente um problema. Pelo seguinte motivo: a inflação está baixa em decorrência da queda dos preços do petróleo e da energia. A redução destes preços libera parte da renda das famílias para ser utilizada em consumo de bens e serviços, o que adiciona força para o crescimento econômico americano. Neste contexto, o Fed alterou o tom de seu comunicado, e disse estar “paciente” para definir quando elevará os juros.

Na Zona do Euro, o risco de deflação se tornou realidade. O resultado do índice de preços ao consumidor no acumulado em 12 meses passou para o patamar negativo, e assinala -0,1% de variação. A deflação somada ao crescimento ainda muito fraco (0,2% no terceiro trimestre em comparação ao segundo) reforça a necessidade de um novo afrouxamento monetário por parte do Banco Central Europeu.

De acordo com Mario Draghi, o Conselho do Banco Central Europeu é unânime em utilizar instrumentos adicionais, se necessário. A taxa de juros na região está em 0,05% a.a., extremamente próxima de zero, portanto, “instrumentos adicionais” não poderiam estar relacionados à novas reduções dos juros. O mais provável, em nossa visão, é a compra de títulos de dívidas soberanas. O que impede este tipo de movimento é que a compra de títulos de dívida soberana poderia ser entendida como financiamento dos países via Banco Central – afinal, o BC estaria comprando diretamente títulos da dívida do país. Ainda não está claro como este ponto será equalizado – se o BCE optará pela compra de títulos de dívida de empresas, ou se ele encontrará alguma forma de comprar títulos soberanos – mas acreditamos que em janeiro as compras mensais de ativos serão anunciadas.

Na Ásia, a nota de rating soberano do Japão foi rebaixada, como consequência da altíssima relação dívida-PIB do país (de aproximadamente 230% – a dívida japonesa equivale a 2,3 anos de tudo o que é produzido dentro do país). Como a maior parte da dívida pública japonesa é interna (ou seja, são os próprios japoneses que compram os títulos), o impacto sobre o mercado de capitais foi relativamente limitado.

Na China, permanece a questão sobre qual será a meta de crescimento de 2015 – dado que oficialmente ela ainda não foi divulgada. Ainda assim, acreditamos que a taxa de juros deve ser novamente reduzida no início de 2015 (atualmente encontra-se em 5,6%) e que provavelmente a taxa de depósito compulsório seja reduzida, para estimular os bancos a emprestar. Esses estímulos tornam-se mais propícios com o fato de a inflação chinesa encontrar-se em patamar historicamente baixo.

Os desafios que a economia brasileira irá enfrentar ao longo dos próximos trimestres continuam sendo muitos. A inflação deverá permanecer pressionada, o desemprego aumentará, as taxas de juros serão elevadas e o Governo sinaliza intenção em realizar um ajuste fiscal. Acima de tudo, a recuperação da credibilidade brasileira será o principal desafio de 2015, e será fundamental na busca do país pela volta aos trilhos.

Ao longo do mês de dezembro, Joaquim Levy, o Ministro da Fazenda do segundo mandato de Dilma (e principal encarregado de resolver estas mazelas da economia brasileira), não teve condições de realizar oficialmente anúncios sobre quais medidas tomará ao longo de 2015 para cumprir seus objetivos.

A verdade é que a grande tônica de dezembro foi a aprovação da Lei de Diretrizes Orçamentárias, ocorrida somente no final do mês – e ainda sem o orçamento de 2015 aprovado. A aprovação da LDO, conforme proposto pela então Ministra do Planejamento Miriam Belchior, permitiu que o Governo adicionasse às receitas de 2014 o que deixou de



arrecadar devido às desonerações tributárias e reduza dos seus gastos todas as despesas do PAC. De forma mais clara: permitiu que fosse somado o que não foi recebido e não fosse descontado o que foi efetivamente gasto, inflando o resultado de forma "criativa".

Apesar de a situação estar delicada, acreditamos que a mudança de equipe (Joaquim Levy no lugar de Guido Mantega e Nelson Barbosa no lugar de Miriam Belchior) foi um primeiro passo muito importante para a retomada da credibilidade do país. Certamente ao longo dos meses iniciais do ano as primeiras medidas serão anunciadas, e o mercado financeiro as acatará com bons olhos. Restará saber quanto tempo elas levarão para fazer os primeiros efeitos, e qual será o grau de paciência do mercado, na espera por tais resultados.

Continuamos acreditando que o ajuste fiscal será feito principalmente pela via de aumento de impostos. Já citamos na carta anterior que vemos a volta da CIDE e da CPMF como prováveis, além de outras medidas, como mais impostos sobre cosméticos, bebidas e produtos importados.

Estas medidas terão um efeito de aumento de arrecadação muito importante. Entretanto, o aumento dos preços causa inevitavelmente pressão inflacionária, majorando ainda mais o problema da inflação elevada. Para combater a inflação, o BC retomou em outubro o ciclo de aperto monetário, levando a taxa Selic a 11,75% a.a. A partir de dezembro, as declarações do Presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, passaram a indicar um compromisso altíssimo do Banco Central em combater a inflação e fazer que ela convirja para a meta de 4,5% já em 2016.

Para que a meta do Banco Central de convergir a inflação já no próximo ano seja viável, acreditamos que o BC irá elevar a meta da Taxa Selic para 12,25% a.a. na reunião de janeiro, e repita o movimento na reunião de março – encerrando o ciclo e colocando a Selic em 12,5% a.a. O viés de nossa projeção é para cima: ou seja, vemos um risco maior de o ciclo ser estendido do que encurtado. Para que a inflação feche 2016 em 4,5%, além da elevação dos juros por parte do Banco Central, o Ministério da Fazenda precisará cortar gastos. A boa combinação das políticas fiscal e monetária será essencial no êxito deste objetivo. Por enquanto, esperamos que essa combinação seja executada de forma adequada, o que prescindirá a necessidade de o aperto monetário ir além dos 12,5%.

Mantemos nossa projeção de que a Selic ficará muito próxima ao teto da meta de inflação de 6,5% no final de 2015, e que o crescimento econômico deste ano será bastante modesto: 0,3%.

## Renda Fixa

O mês foi bastante ruim para o mercado de renda fixa, com queda dos principais índices, influenciado pelo aumento da aversão a risco no cenário externo. Internamente, vivemos a expectativa (e torcida) de que a nova equipe econômica possa apresentar uma guinada na condução da política econômica, provavelmente acarretando um amargo 2015, mas melhores horizontes para 2016.

O derradeiro mês de 2014 foi amargo para o mercado de renda fixa. Influenciados por razões externas que acarretaram o aumento da aversão ao risco, os índices de renda fixa IMA-B e IRF-M tiveram retração de -1,91% e -0,06% respectivamente. Ainda assim, esses índices apresentaram um bom desempenho no acumulado do ano, de 14,54% e 11,40%. Este comportamento deve-se aos ganhos acumulados até meados do ano, com o IMA-B alcançando alta de 16,09% até agosto. Já no segundo semestre predominou a volatilidade. O CDI, por sua vez, apresentou variação de 0,95% em dezembro, totalizando 10,81% no ano.

Apesar de incerta a data, sabe-se que o momento de início de ciclo de aumento da taxa de juros nos Estados Unidos está cada vez mais próximo. No entanto, observamos as taxas de juros das treasuries em queda. Isto é um sintoma do aumento da aversão a risco global, impulsionado pela queda acentuada dos preços das commodities, tendo como seu caso mais emblemático o petróleo. Países dependentes da exportação de commodities, como em boa medida o Brasil, sofrem com este tipo de cenário, refletindo internamente na desvalorização da moeda e alta dos juros futuros.

Pelo lado doméstico, no mês de dezembro vivemos a expectativa de que seja permitida à nova equipe econômica (já designada, mas não empossada até o encerramento do ano) liberdade de ação para de fato realizar os ajustes necessários para correção de rumos. Pela análise do mercado de contratos de juros futuros, as apostas para SELIC no próximo COPOM ainda dividem-se entre altas de 0,50 e 0,75 ponto percentual, com maior probabilidade para o ajuste menor, em linha com o pensamento do Grupo SOMMA.



## Renda Variável

Em dezembro, após a definição da equipe econômica no mês anterior, a somatória dos fundamentos da nossa economia cada dia mais deteriorada, e com uma aversão ao risco nos mercados internacionais devido ao ataque especulativo na Rússia, criaram um ambiente pessimista na bolsa brasileira. A queda expressiva dos preços do petróleo foi o estopim para o ambiente adverso nos mercados emergentes, principalmente as economias dependentes da exportação de petróleo como a Rússia.

O Ibovespa começou o mês de dezembro com uma queda acima de 4% e, em duas semanas, atingiu uma mínima de 14% e fechou o mês com uma perda de 8,61%. A Petrobrás, envolta com todos os escândalos de corrupção ainda longe de uma solução, caiu forte empurrando o Ibovespa para baixo. O caso da estatal coloca em dúvida a credibilidade das empresas e do mercado de capitais perante os investidores estrangeiros. Após acumular uma alta de 20,9% em 2014, com a euforia das eleições (possibilidade de vitória da oposição), o Ibovespa fecha o ano com queda de 2,9%.

Os indicadores macroeconômicos brasileiros continuam ruins. O Boletim Focus do Bacen tem apresentado, nas últimas semanas, previsões cada vez mais pessimistas para o crescimento do PIB e inflação em 2015. Os números que antecipam a atividade econômica como o IBC-Br ainda apontam um ambiente de desaceleração e os dados fiscais do governo federal fecham o ano muito abaixo da meta. Nossa expectativa é que a nova equipe econômica, especialmente o Ministro da Fazenda Levy, sinalize as medidas e políticas que serão executadas ao longo de 2015. O grau de liberdade e autonomia de Levy e Barbosa do Planejamento também são essenciais para a melhoria da bolsa brasileira.

Os destaques de queda no mês de dezembro foram Petrobrás, Banco do Brasil e empresas do Setor de Educação. A Petrobrás, com já mencionado, continua pressionada devido à operação Lava Jato da Polícia Federal e também sofre com a piora de dados operacionais e a queda expressiva do preço do petróleo. Já o setor de Educação, um dos que mais subiram em 2014, após medida do governo que obriga uma pontuação mínima do aluno para ter acesso ao FIES, repercutiu nos preços dos últimos pregões do ano.

Na outra ponta, destacamos a alta de RADL3 (RaiaDrogasil), ODPV3 (OdontoPrev), VLID3 (Valid), SUZB5 (Suzano), WEGE3 (WEG) e SEER3 (Ser Educacional). Todas essas ações tiveram retorno absoluto positivo em dezembro. No setor de bancos privados, após ganhos expressivos no ano, houve um movimento de realização trazendo uma performance abaixo do Ibovespa.