

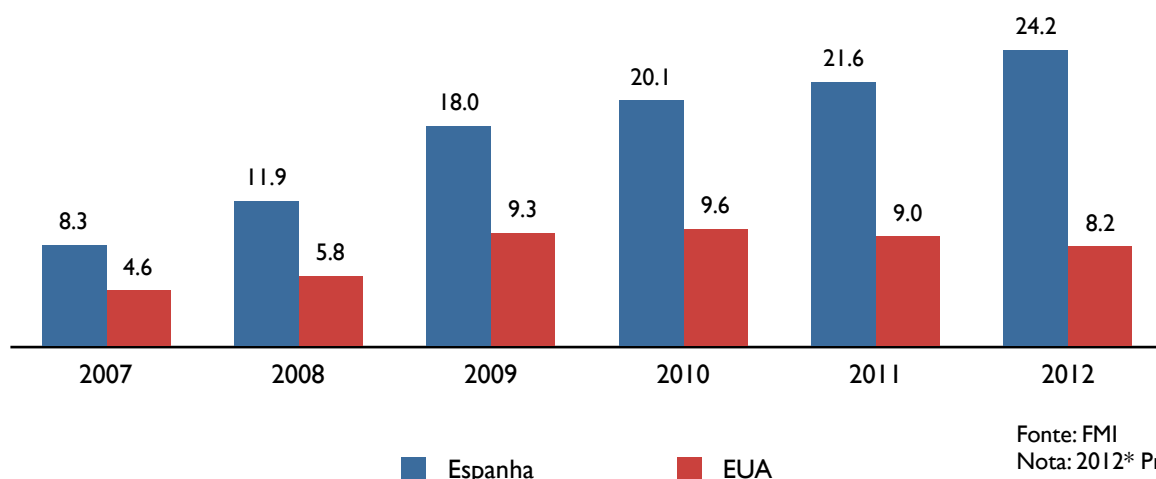
Economia Internacional - Espanha e Estados Unidos: uma comparação macroeconômica

De acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE) a taxa de desemprego na Espanha aumentou para 24,4% no primeiro trimestre de 2012, segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), o desemprego para esse ano deverá ficar em torno de 24% da PEA, prejudicando ainda mais os trabalhadores jovens de 16 a 24 anos. Estima-se que para essa taxa da população o desemprego esteja na ordem dos 52%.

A situação também piorou entre os estrangeiros, com 67.400 novas pessoas sem trabalho na comparação com o trimestre anterior, até somar 1.293.100, elevando o índice de desemprego neste coletivo a 36,95%. A situação também é alarmante para os trabalhadores entre 25 e 29 anos de idade, tanto homens como mulheres. Na Espanha, o índice de desemprego entre os mais jovens é o dobro do nível médio. Por setores, a situação está pior sobretudo em serviços, agricultura, indústria e construção. Na Europa, o país é seguido pela Grécia, onde o desemprego é de 21%, e Portugal, que tem índice de 15%.

O Banco da Espanha confirmou em 23 de abril que a economia do país está novamente em recessão, com uma queda de 0,4% no primeiro trimestre do ano e uma previsão de contração de 1,7% ao longo do ano.

Taxa de desemprego (%)



Como destacado no gráfico acima, a taxa de desemprego na Espanha continua em expansão desde o agravamento da crise internacional de 2008, enquanto que nos Estados Unidos o mercado de trabalho vem demonstrando sinais de recuperação. Ambos os países vem utilizado elevados níveis de deficit público em % do PIB para combater a recessão e, por que no caso dos EUA a política fiscal expansionista está sendo mais eficiente?

Desde a crise econômica, trabalhos empíricos sobre essa questão vêm sendo desenvolvidos, com o objetivo de estimarem os multiplicadores fiscais. Entretanto, poucos conseguiram analisar a ligação entre os multiplicadores fiscais e o estado da economia. Baum, Poplawski-Ribeiro, and Weber (2012) estudaram, com base nos ciclos de negócio, os impactos fiscais nas economias do G-7, e argumentaram que, na média, os multiplicadores das receitas e despesas governamentais são maiores no período de desaquecimento da economia do que em períodos de expansão.

Pela análise teórica, multiplicadores fiscais tendem a ser menores em economias mais abertas e em países com grandes estabilizadores automáticos (transferências) e elevados custos de financiamento. Eles são definidos pela razão entre mudanças no produto sobre mudanças temporárias e exógenas (neste caso, foi analisado o gasto do governo).

Estatísticas	EUA		Europa	
	VAR	DSGE	VAR	DSGE
Média	1,0	0,7	0,8	0,6
Mediana	0,9	0,7	0,6	0,5
Máximo	2,0	1,6	1,5	1,5
Mínimo	0,4	0,0	0,5	0,1

Fonte: Fiscal Monitor, FMI (2012, p. 33)

Nota: gasto governamental em investimento e consumo. Modelos VAR (*Vector Auto Regressive Models*) e DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium Models*)

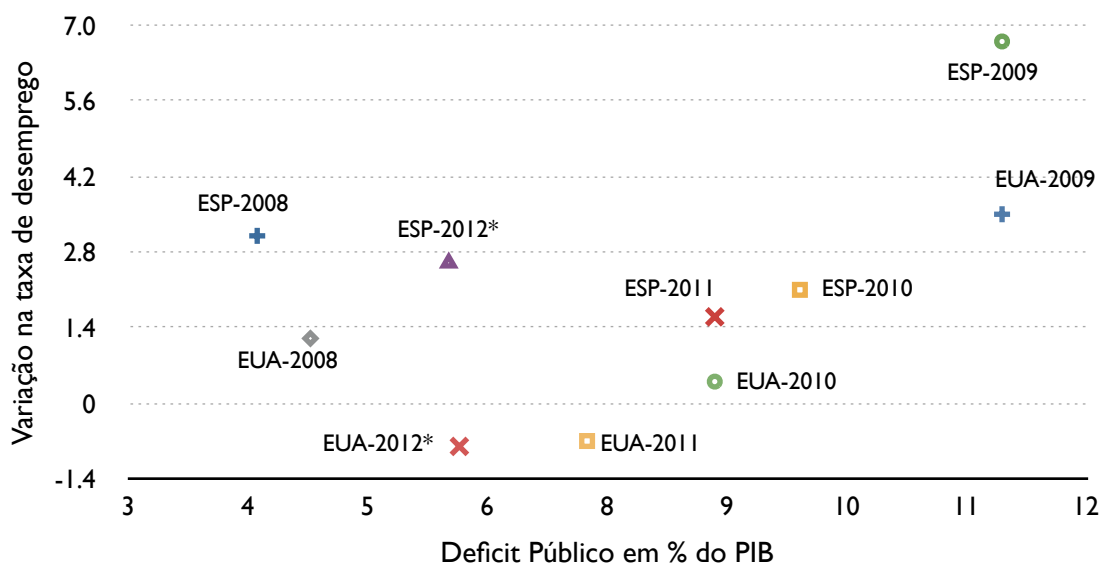
Por exemplo, na média, o multiplicador dos gastos governamentais nos EUA é maior do que nos países europeus. Para cada aumento em US\$1 de gasto fiscal deflacionado nos EUA, o produto real poderá crescer no primeiro ano entre US\$0 a US\$2. No caso dos países europeus, esse valor pode variar de US\$0,1 a US\$1,5.

Em linhas gerais, o multiplicador fiscal dos países europeus é menor, pois:

- a) as economias são mais abertas;
- b) os estabilizadores automáticos apresentam uma participação maior.

Como consequência, uma política fiscal menos eficaz no nível de produção terá um impacto menor na redução da taxa de desemprego.

Relação entre deficit público e taxa de desemprego



Fonte: FMI e Inva Capital

Notas: 2012* Projeções FMI

Em 2008, ambos os países: Espanha e EUA apresentaram um déficit público de aproximadamente 4% dos seus respectivos PIB's. Em 2009, para fazer frente à severa crise financeira, o déficit público subiu para 11% do PIB, mas a taxa de desemprego na Espanha subiu em mais de 6 pontos base, enquanto que nos EUA subiu em quase 4 pontos base.

Os estímulos fiscais foram mantidos, mas, infelizmente, a taxa de desemprego no país europeu continuou em alta, corroborando com a análise do baixo efeito do multiplicador fiscal espanhol. Os EUA conseguiram via políticas fiscal e monetária estabilizar o aumento na taxa de desemprego em 2010 e nos dois anos seguintes tudo indica que conseguirão reduzi-lo.

Economia Brasileira - A redução dos juros ao consumidor: um desafio ao crescimento econômico brasileiro

O governo brasileiro tem uma meta explícita de gerar um crescimento econômico entre 4 a 4,5% em 2012. O ministro da Fazenda escalado para o alcance desse objetivo vem atuando para incentivar o consumo e a produção. Preocupado com o desempenho das vendas nos segmentos de linha branca e móveis, o Ministério por ele comandado reduziu, em março, o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). Nesse sentido, a Caixa Econômica Federal (CEF) abriu uma linha de crédito de aproximadamente R\$ 2 bilhões, com juros de 1 a 2% ao mês para o financiamento de 100% desses produtos para as famílias cadastradas no programa Minha Casa, Minha Vida. A desoneração da folha de pagamentos de setores relevantes e o reforço de capital do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre R\$ 18 bilhões e R\$ 20 bilhões, irão estimular o setor produtivo e garantir a ampliação dos investimentos.

Contudo, a atuação mais agressiva do governo está sendo na busca pela redução rápida e consistente do *spread* bancário no país – resultado da diferença entre as taxas das operações de crédito e os custos referenciais de captação, calculados a partir da taxa dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB). A ideia é muito simples e direta: o custo do crédito ao consumidor final e às empresas médias e pequenas deve ser reduzido para que a economia não desacelere. Pela análise das contas nacionais, esse raciocínio faz todo sentido, pois pela ótica da demanda agregada o consumo das famílias representa cerca de 60% do PIB; e pela ótica da oferta agregada, os serviços têm uma participação de aproximadamente 50% do PIB.

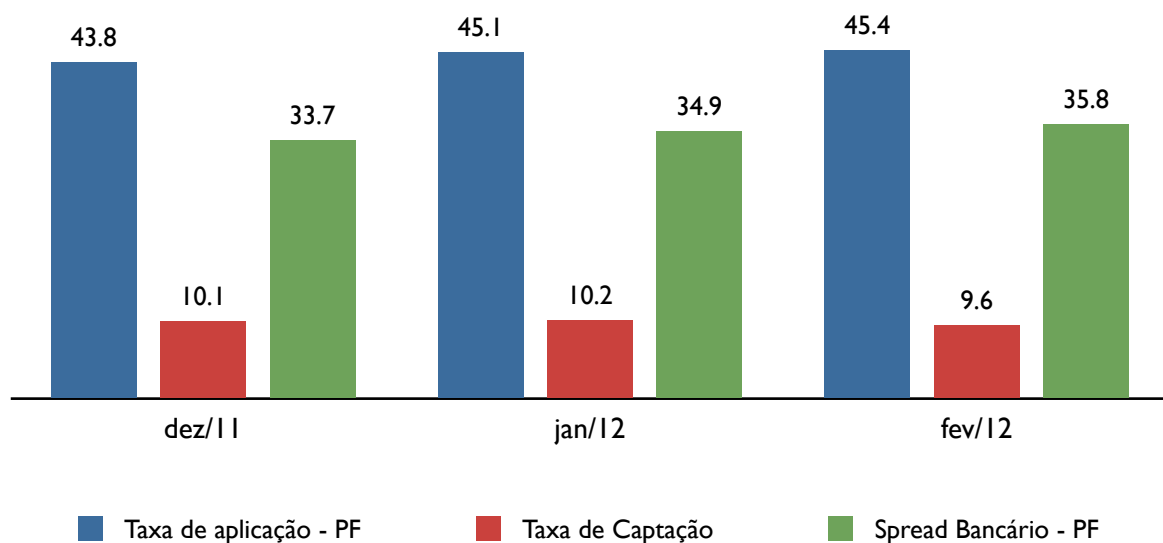
Neste contexto, os bancos governamentais, CEF e Banco do Brasil (BB), anunciaram recentemente ações conjuntas para a redução dos juros nas operações de crédito ao consumidor e empresas. Mas para que essas medidas tenham amplo efeito na economia, os canais de informações devem ser utilizados.

O Banco Central do Brasil (BCB) com o foco em reduzir o *spread* bancário divulga em seu *site* as taxas de juros praticadas pelas instituições financeiras nas operações de crédito realizadas com recursos livres. As informações são segregadas de acordo com tipo de encargo (prefixado, posfixado, taxas flutuantes e índices de preços) e com a categoria do tomador (pessoas físicas e jurídicas). A metodologia empregada pelo BCB é bem clara: as taxas de juros de cada instituição financeira são calculadas pelas médias geométricas ponderadas pelas concessões observadas nos últimos cinco dias úteis, período esse apresentado no *ranking* de cada modalidade de operação de crédito. Elas representam o custo total da operação para o cliente, incluindo os encargos fiscais e operacionais.

As instituições financeiras praticam taxas diferenciadas dentro de uma mesma modalidade de crédito. Ou seja, as taxas aos consumidores e às empresas são arbitrárias, mas com base na Selic (CDI – Liquidez Interbancária). Diversos fatores como o prazo e o volume da operação, bem como as garantias oferecidas, explicam as diferenças entre as taxas de juros.

Mas o fato central é que os *spreads* bancários são muito elevados, principalmente aos consumidores. Em fevereiro, mesmo com a redução da taxa Selic, pelo Comitê de Política Monetária (Copom), eles continuaram a se elevar. É verdade que, entre os meses de dezembro de 2011 a fevereiro de 2012, a taxa de inadimplência (PF) – acima de 90 dias de atraso – para o crédito pessoal aumentou de 5,4% para 5,6%; para bens e veículos de 5,4% para 5,6%; e no cheque especial caiu de 11,5% para 10,5%.

Desempenho das taxas de juros de aplicação, captação e o spread: crédito à pessoa física



Fonte: BCB e Inva Capital
 Nota: Taxas de juros prefixadas

Com isso, torna-se fundamental buscar informações comparativas entre as instituições financeiras. As tabelas a seguir descrevem os *rankings* nacionais de taxa de juros entre os principais bancos no período de 04/04/2012 a 11/04/2012, de acordo com suas modalidades de crédito. Todas as operações são de taxas de juros prefixadas à pessoa física.

Crédito Pessoal

Ranking Nacional	Instituições Financeiras	% a. m.	% a. a.
11	BCO SAFRA SA	1,95	26,08
14	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	2,14	28,93
21	PARANA BCO SA	2,24	30,45
33	BCO BMG SA	2,46	33,86
44	BCO DO BRASIL SA	2,74	38,32
49	BCO CITIBANK SA	3,14	44,92
51	BV FINANCEIRA SA CFI	3,23	46,44
55	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	3,63	53,40
58	ITAÚ UNIBANCO	3,99	59,92
61	HSBC BANK BRASIL SA BCO MULTIP	4,37	67,07
66	BCO BRADESCO SA	4,82	75,93
Média: 3,16%			
Desvio padrão: 0,96%			
Mediana: 3,14%			

Os valores próximos da média e mediana indicam que, para o crédito pessoal, a taxa de juros das instituições analisadas apresentam certa simetria e 54,5% das instituições analisadas apresentam uma taxa de juros entre 4,11% e 2,20%.

Cheque Especial

Ranking Nacional	Instituições Financeiras	% a. m.	% a. a.
7	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	4,70	73,52
11	BCO SAFRA S A	6,06	102,59
20	BCO DO BRASIL S A	8,62	169,72
21	BCO BRADESCO S A	8,76	173,92
23	ITAÚ UNIBANCO	8,84	176,35
28	BCO CITIBANK S A	10,09	216,94
29	HSBC BANK BRASIL SA BCO MULTIP	10,17	219,71
30	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	10,34	225,68
Média: 8,45%			
Desvio Padrão: 2,04%			
Mediana: 8,80%			





No caso do cheque especial, a mediana sendo superior à média indica que a distribuição da amostra analisada apresenta uma ligeira assimetria negativa, ou seja, uma concentração maior de instituições financeiras que estão cobrando uma taxa de juros acima da média. E, neste caso, pelo desvio-padrão pode-se argumentar que 75% das empresas estão cobrando uma taxa de juros do cheque especial entre 6,40% e 10,49%.

Aquisição de Bens e Veículos

Ranking Nacional	Instituições Financeiras	% a. m.	% a. a.
7	BCO DO BRASIL S A	1,39	18,02
9	HSBC BANK BRASIL SA BCO MULTIP	1,57	20,56
12	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	1,71	22,56
13	BCO BRADESCO S A	1,71	22,56
19	ITAÚ UNIBANCO	1,83	24,31
20	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	1,83	24,31
25	BCO J SAFRA S A	1,98	26,53
Média: 1,72%			
Desvio Padrão: 0,19%			
Mediana: 1,71%			

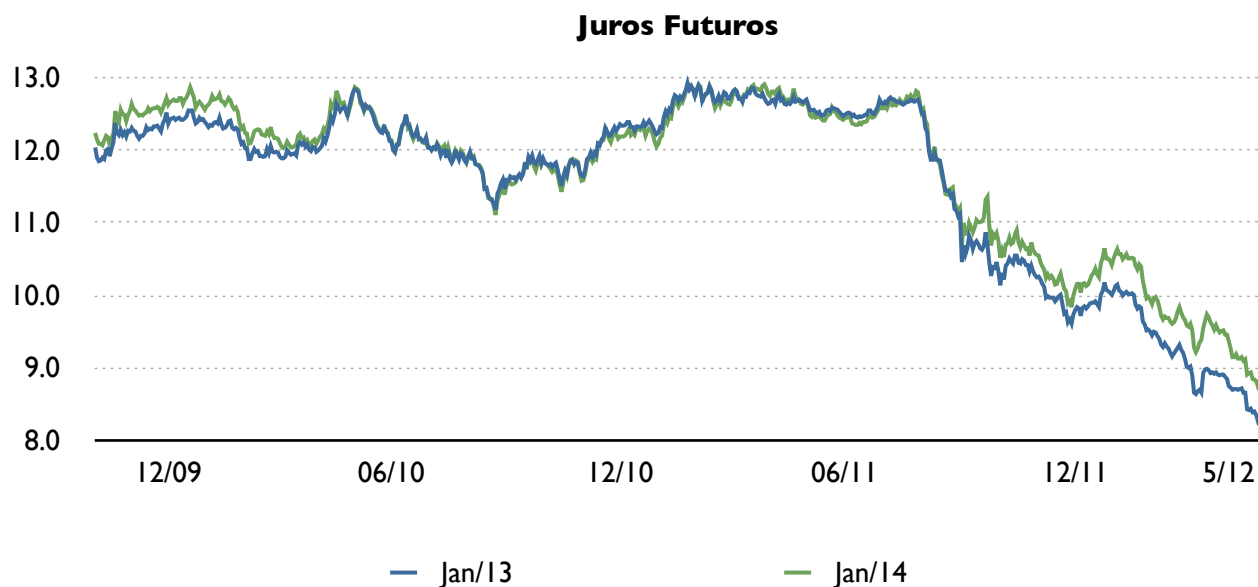
Os valores próximos da média e mediana indicam que, para o crédito para aquisição de bens e veículos, a taxa de juros das instituições analisadas apresentam certa simetria e 71,5% das instituições analisadas apresentam uma taxa de juros entre 1,52% e 1,91%.

Principais Indicadores Econômicos

Indicador	Valor	Tendência	Comentário
Juros	Selic 9.00%		Os juros devem ficar estáveis. Porém, uma mudança na regra de rentabilidade pode mudar esse panorama, possibilitando com isso novas quedas no juros.
Câmbio	R\$/US\$ 1.9088		Depois de atingir o maior patamar dos últimos anos, o dólar deve-se manter neste novo nível.
Inflação	IPCA (12 meses) 5.85%		A inflação deverá manter sua trajetória de baixa.
PIB	IBC-Br (fev/12) -0.23%		O PIB não deve ser dos melhores nesse início de ano. o Índice de atividade da economia, medido mensalmente pelo BC, mostrou contração em janeiro.

INVESTIMENTOS

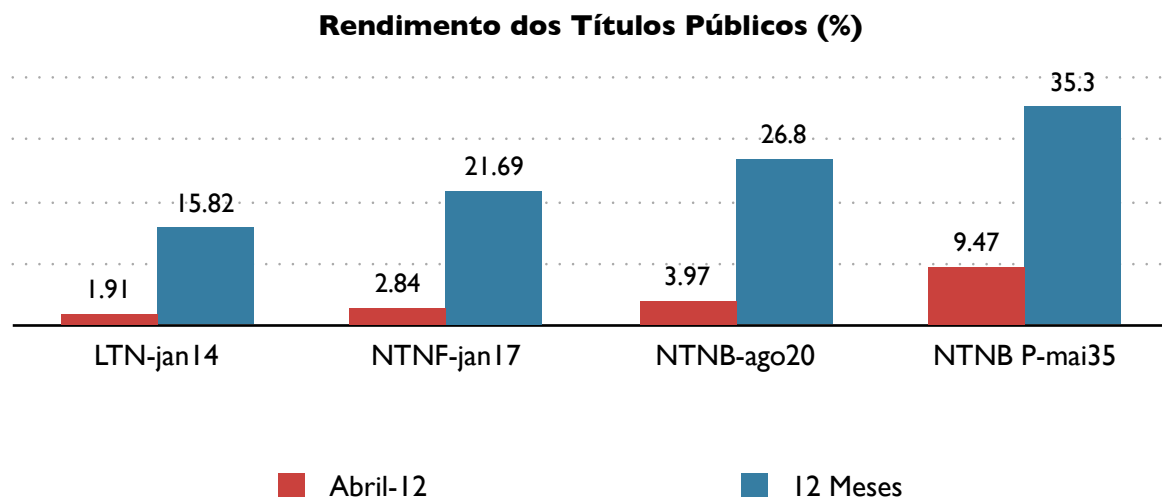
Os investimentos no Brasil passarão a ser analisados sob uma outra perspectiva nos próximos anos se a taxa de juros projetada pelo mercado futuro realmente se concretizar. De acordo com os negócios na BM&FBovespa os juros básicos em Janeiro de 2014 estarão em 8,51%, o que se ocorrer mudará toda a cultura de investimento do brasileiro - o que será ótimo, pois dará oportunidade para os investimentos em infra-estrutura de longo-prazo crescerem em nosso país.



Fonte: Agência Estado

Renda Fixa

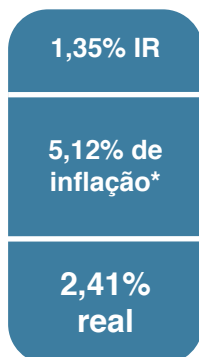
Nos títulos de renda fixa pré-fixados e indexados a inflação o impacto já pode ser visto. Nesse último mês, período em que o Comitê de Política Monetária do Banco Central reduziu a meta da taxa básica de juros para 9% ao ano, teve NTN-B que subiu até 9,47% apenas em abril e 35% nos últimos 12 meses. “Nunca antes nesse país se viu uma taxa real de longo-prazo tão baixa”.



Fonte: Tesouro Direto

Na Carta Inva Capital de novembro de 2011 escrevemos: **“SEUS INVESTIMENTOS ESTÃO PREPARADOS PARA JUROS REAIS DE 3% AO ANO?”**

Taxa de Juros 9% ao ano



Um investidor que aplica em CDB que remunera a uma taxa de 100% do CDI apurará ganho real (acima da inflação) e livre de imposto de renda apenas 2,4% ao ano. Esse cenário parece que realmente veio para ficar e por essa razão estamos com uma recomendação de portfólio com parcelas tão significativas em imóveis e em ações. Como os investidores se comportarão frente a esse novo cenário ainda não temos como prever, mas há grandes chances de que as pessoas que saírem na frente levem grande vantagem.

**Expectativa de mercado segundo relatório de mercado do Banco Central do Brasil de 27 de abril de 2012.*

Ações

Conforme já mencionamos no mês passado, as perspectivas de lucros para as empresas não estão muito boas, entretanto o novo patamar do Ibovespa conjugado às novas perspectivas de taxas de juros nos permite voltar a acreditar nas ações como uma oportunidade de investimento de longo-prazo - apesar de sempre acreditar que bolsa é de longo-prazo, não acho que seja exagero repetir.

O Custo do Capital, segundo nossas estimativas, recuou, em termos reais, de fevereiro para março 8,9%, o que nos permitiria aumentar preço justo do Ibovespa em 9,8% apenas por conta dessa variável. Entretanto, não faremos isso nesse momento, pois os lucros das empresas estão caindo (viram o resultado do Itaú Unibanco??).

Entretanto existe uma forte luz no fim do túnel. Os preços das *commodities* em alta somado a desvalorização do real e queda nos juros abrem forte precedente para que os lucros das empresas passem a crescer ao longo dos próximos trimestres. Acompanharemos de perto nos próximos meses para anunciar novo preço justo para o Ibovespa.

RECOMENDAÇÕES

PORTFÓLIO

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	62%	1.05%	-3%	59%
Imóveis	18%	5.28%		18%
Renda Variável	20%	-2.64%	+3%	23%
TOTAL		1.07%		
Benchmark		1.10%		

O portfólio da Inva Capital apresentou bom rendimento em abril, apesar da queda de mais de 4% do Ibovespa no mês. Com a forte queda nos juros e o recuo do mercado de ações brasileiro nos últimos 45 dias, acreditamos que seja um bom momento para os investidores elevarem a proporção de suas ações no portfólio de investimentos.

	2011		2012	
	Portfólio	Benchmark	Portfólio	Benchmark
Janeiro			3.59%	1.10%
Fevereiro			2.78%	1.10%
Março			0.78%	1.10%
Abril			1.07%	1.10%
Maio				
Junho				
Julho				
Agosto				
Setembro	0.47%	1.10%		
Outubro	4.45%	1.10%		
Novembro	0.01%	1.10%		
Dezembro	0.16%	1.10%		
Total	5.12%	4.47%	8.45%	4.47%

RENDA FIXA

Título	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LTN 01/01/14	15.0%	1.91%		15.0%
CDB AAA	45.0%	0.69%		45.0%
LFT	15.0%	0.68%		15.0%
CDB AA	20.0%	0.74%		20.0%
NTN-B 15/08/20	5.0%	3.97%		5.0%
	TOTAL	1.05%		
	CDI	0.70%		
	% CDI	150.00%		

Pelo terceiro mês consecutivo, nossos títulos públicos apresentaram ótima rentabilidade. A NTN-B, indexada a inflação, apresentou alta de quase 4% apenas nesse mês e no ano acumula valorização de mais de 10%. Continuamos com a mesma recomendação e sugerimos que os investidores de CDBs fiquem de olho na inadimplência que seus bancos estão tendo em suas carteiras de crédito.

	2011			2012		
	Renda Fixa	CDI	%CDI	Renda Fixa	CDI	%CDI
Janeiro				0.82%	0.88%	93.18%
Fevereiro				0.96%	0.74%	129.73%
Março				0.89%	0.81%	109.88%
Abril				1.05%	0.70%	150.00%
Maio						
Junho						
Julho						
Agosto						
Setembro	0.99%	0.94%	105.32%			
Outubro	1.12%	0.88%	127.27%			
Novembro	1.59%	0.86%	184.88%			
Dezembro	0.51%	0.90%	56.67%			
Total	4.27%	3.63%	117.79%	3.77%	3.17%	119.11%

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Fundo	Código	Peso	Retorno		
			Cota	Aluguel	Total
Brasil Shopping	HGBS11	25%	0.97%	0.69%	1.66%
Mais Largo I3	MSHP11	5%	-1.14%	0.41%	-0.73%
TRX Logística	TRXL11	30%	10.68%	0.58%	11.26%
Presidente Vargas	PRVS11	20%	3.67%	0.71%	4.37%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ11	20%	1.61%	0.75%	2.36%
TOTAL			4.63%	0.66%	5.28%

A carteira de Fundos Imobiliários da Inva Capital apresentou desempenho fantástico em abril e nossa estratégia de elevar o peso do TRX Logística demonstrou-se correta já que o fundo valorizou 11% no mês e impulsionou o nosso resultado. Continuamos acompanhando de perto a taxa de vacância do Shopping Mais Largo Treze, que por sinal não anda bem, mas ainda não recomendamos nenhuma mudança na composição desta carteira.

Título	Peso	Peso	Mudanças	Novo Peso
Brasil Shopping	HGBS11	25%		25%
Mais Largo I3	MSHP11	5%		5%
TRX Logística	TRXL11	32%		32%
Presidente Vargas	PRVS11	20%		20%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ11	18%		18%

	2011		2012	
	F. Imobiliários	IGMI-C	F. Imobiliários	IGMI-C
Janeiro			3.59%	
Fevereiro			4.79%	
Março			0.72%	
Abril			5.28%	
Maio				
Junho				
Julho				
Agosto		3.74%		
Setembro	4.01%			
Outubro	0.40%			
Novembro	1.12%	3.97%		
Dezembro	1.17%			
Total	6.83%	5.25%	15.11%	0.00%

* O IGMI-C é um índice calculado pela FGV que mede a rentabilidade do setor imobiliário comercial no Brasil e é divulgado trimestralmente. A rentabilidade do 3T11 (3.74%) foi mensalizada (1.23%) para efeitos de comparação com nossa carteira.

AÇÕES

Fundo	Código	Peso	Retorno	Mudanças	Novo Peso
Itaú Unibanco	ITUB4	12.0%	-14.08%		12.0%
Copel	CPLE6	11.5%	14.77%		11.5%
Vale	VALE5	9.0%	2.55%		9.0%
OGX	OGXPI1	11.0%	-12.38%		11.0%
Randon	RAPT4	10.0%	-14.12%		10.0%
Cremer	CREM3	9.0%	-2.30%		9.0%
CSN	CSNA3	8.0%	-0.21%		8.0%
Hering	HGTX3	6.0%	0.32%		6.0%
Fertilizantes Heringer	FHER3	6.0%	13.25%		6.0%
Light	LIGT3	6.0%	-0.82%		6.0%
Le Lis	LLIS3	5.5%	-2.41%		5.5%
Marisa	AMAR3	6.0%	8.55%		6.0%
TOTAL			-2.64%		
Ibovespa			-4.17%		
Diferença			1.53%		

Em abril, o Itaú Unibanco impactou negativamente em nossa carteira, devido a forte elevação sua inadimplência, perspectivas de provisões para os próximos trimestres e a queda dos juros forçada pelo governo. Por outro lado, Copel e Fertilizantes Heringer subiram bem nesse mês. A Heringer vem sendo beneficiada pela forte apreciação de algumas das *commodities* agrícolas, como a soja, que voltou para os valores mais altos da história. Estamos confiantes que nossa estratégia continuará oferecendo bons rendimentos e não sugerimos nenhuma alteração para o próximo mês.

	2011		2012	
	Ações	Ibovespa	Ações	Ibovespa
Janeiro			10.72%	11.13%
Fevereiro			6.62%	4.34%
Março			0.46%	-0.23%
Abril			-2.64%	-4.17%
Maio				
Junho				
Julho				
Agosto				
Setembro	-3.1%	-7.38%		
Outubro	11.26%	11.49%		
Novembro	-2.50%	-2.51%		
Dezembro	-1.05%	-0.21%		
Total	4.01%	0.46%	15.46%	10.86%

A Inva Capital é uma boutique de investimentos que oferece os mais sofisticados instrumentos e técnicas em gestão de recursos, finanças corporativas, planejamento financeiro, análise econômica e de investimentos.

Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou repassado a terceiros.

Não nos responsabilizamos por quaisquer decisões que sejam tomadas com base nas informações apresentadas e afirmamos que todos os dados contidos são baseados em variáveis incertas.

Disclaimer - Instrução CVM 483/10:

O(s) analista(s) de investimento, envolvido(s) na elaboração deste relatório, declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Inva Capital. O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.