

Economia Internacional - Depois da calma...

Tivemos final de 2011 turbulento, seguido por um período de calma e agora a tempestade volta com tudo - alguns, como o sempre pessimista Nouriel Roubini continua apostando em seu cenário de *perfect storm* em 2013.

Quando tudo parecia que ia bem, vieram as eleições grega e francesa para por em xeque todo o esforço de medidas de austeridade. Novos governantes prometendo revisar tudo o que havia sido acordado, fizeram com que investidores rapidamente fechassem as torneiras e tornassem ainda mais difíceis a situação enfrentada pela zona do euro.

A Grécia que já cambaleava, caiu e mal consegue se reerguer. As apostas para que o país deixe o euro a qualquer momento aumentam a cada dia. Mas nos últimos dias é a Espanha que traz maior preocupação aos investidores. Uma forma fácil de perceber isso é o yield do título da dívida espanhola, que, de acordo com o gráfico abaixo, atingiu níveis próximos do final do ano passado - período em que todos achavam que o mundo iria acabar.

Yield do título de 10 anos espanhol (%)



Fonte: Capital IQ

Na semana passada o governo anunciou o resgate de € 19 bilhões do Bankia, um dos maiores emprestadores do país. Isso acabou deixando muita gente apreensiva, achando que o problema pode ser sistêmico e que afetará mais bancos - não custa lembrar que os bancos espanhóis tem bilhões de euros em seus balanços em títulos imobiliários que valem muito menos que o contabilizado (€ 100 bilhões dizem alguns analistas).

Caso esse problema se alastre dificilmente o governo espanhol conseguirá controlá-lo, já que ele anunciou que não conseguirá atingir a meta da redução do déficit - há quem diga que o governo espanhol deve deixar os bancos pequenos irem para o buraco.

Somemos esse problema ao alto desemprego do país (tratado com mais profundidade no mês passado) e à exposição à dívida de outros países e temos um grande problema em mãos. Não é a toa que, mesmo com todos os problemas, a Grécia acabou esquecida nos últimos dias

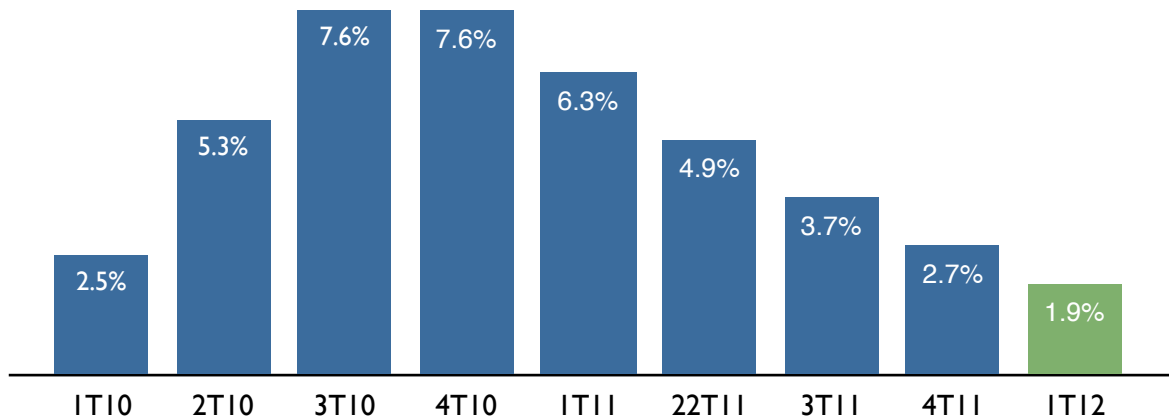
A imagem abaixo mostra o sentimento geral em relação à economia espanhola...



Economia Brasileira - Raio-X do PIB

O primeiro semestre de 2012 confirmou de forma clara a forte desaceleração da economia brasileira prevista por vários analistas e economistas. O gráfico I destaca dois pontos importantes. Primeiro: a forte recuperação da atividade produtiva em 2010 decorrente do medíocre desempenho em 2009 – devido aos impactos negativos da forte crise financeira internacional. Segundo: a dificuldade em manter o ritmo de crescimento acima dos 6,0% ao ano. Em termos anualizados o PIB real do Brasil cresceu no primeiro trimestre desse ano em apenas 1,9%.

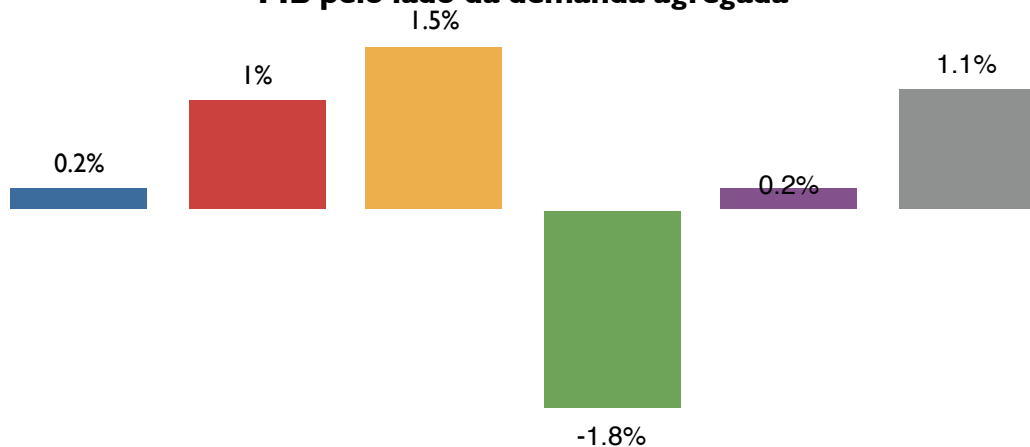
PIB acumulado em 12 meses



Fonte: BCB

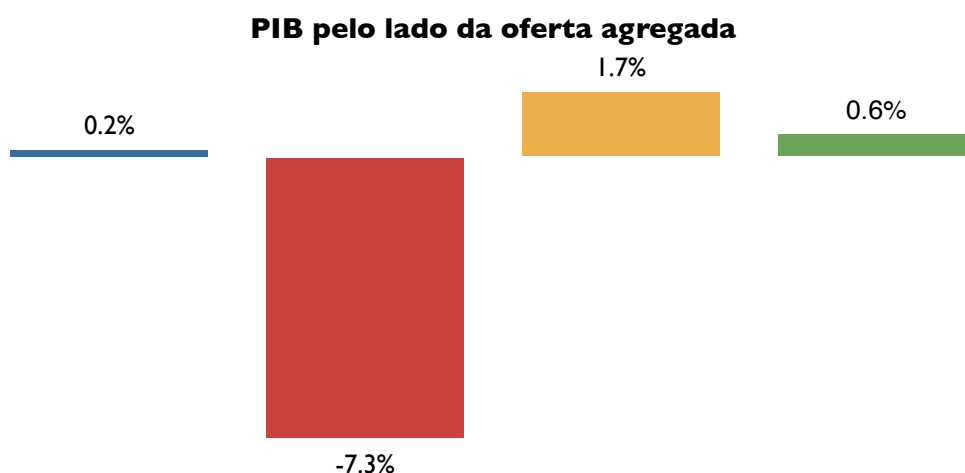
Em relação ao trimestre imediatamente anterior, o crescimento do PIB foi de apenas 0,2% no 1T de 2012. Pelo lado da demanda agregada, infelizmente o investimento (FBCF) apresentou forte queda (1,8%) e a fraca demanda internacional fez com que as exportações de bens e serviços só crescessem 0,2%, mesmo com a desvalorização cambial. O crescimento dos gastos do governo em 1,5% evitou de certa maneira um PIB negativo, pois o consumo das famílias cresceu muito pouco (1,0%).

PIB pelo lado da demanda agregada



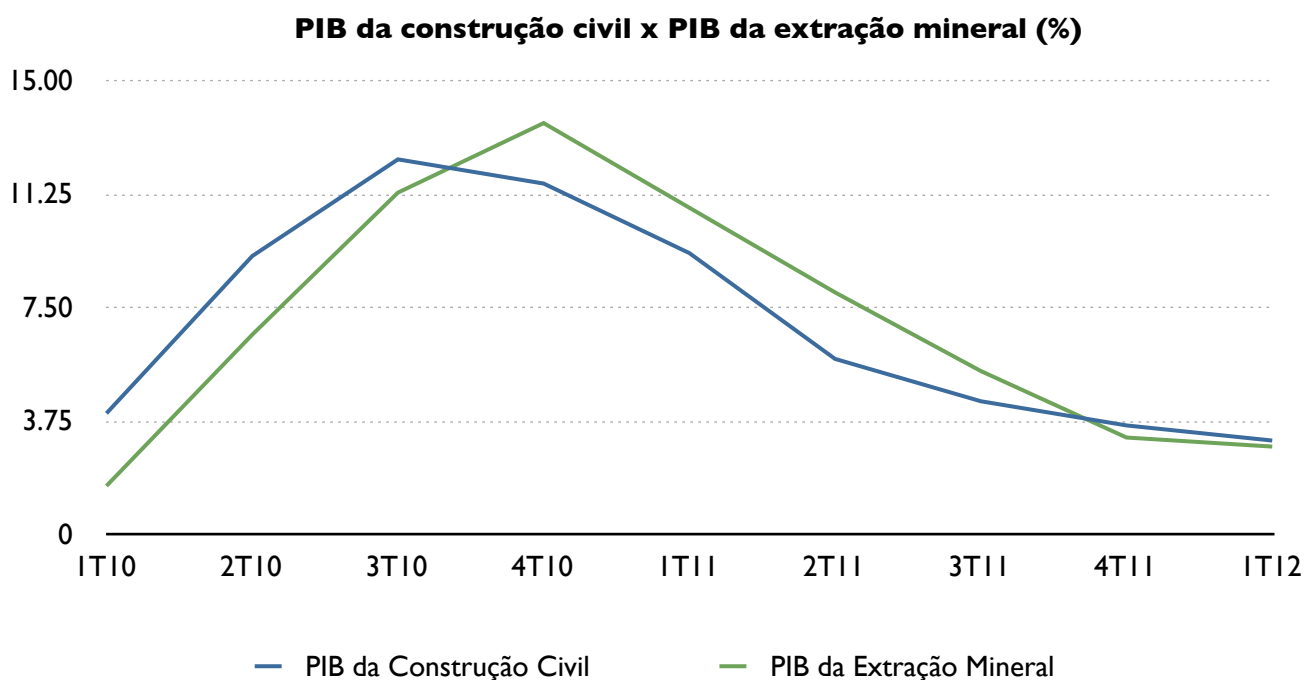
Fonte: BCB

Pelo lado da oferta agregada, o fraco desempenho do PIB (0,2%) pode ser creditado a forte queda na produção da do setor da agropecuária (7,3%). Mesmo com a melhora no crescimento da indústria (1,7%) e a relativa estabilização dos serviços (0,6%), o setor primário apresentou uma queda muito expressiva, puxando para baixo o desempenho da economia nacional.







Fonte: BCB

A queda dos investimentos estão associados diretamente a forte desaceleração do setor da Construção Civil. Em termos anualizados, o PIB da Construção Civil e da Extração Mineral, chegaram a crescer em torno de 12% em 2010, caíram para 7% em 2011, e para este ano espera-se um crescimento em torno de 3 a 4%, como abaixo:



Fonte: BCB

Principais Indicadores Econômicos

Indicador	Valor	Tendência	Comentário
Juros	Selic 8.50%		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\$ 2.0231		Depois de atingir o maior patamar dos últimos anos, o dólar deve-se manter neste novo nível.
Inflação	IPCA (12 meses) 4.99%		A inflação deverá manter sua trajetória de baixa.
PIB	IT12 0.2%		Mais sobre o PIB pode ser lido no texto sobre a economia brasileira, logo acima

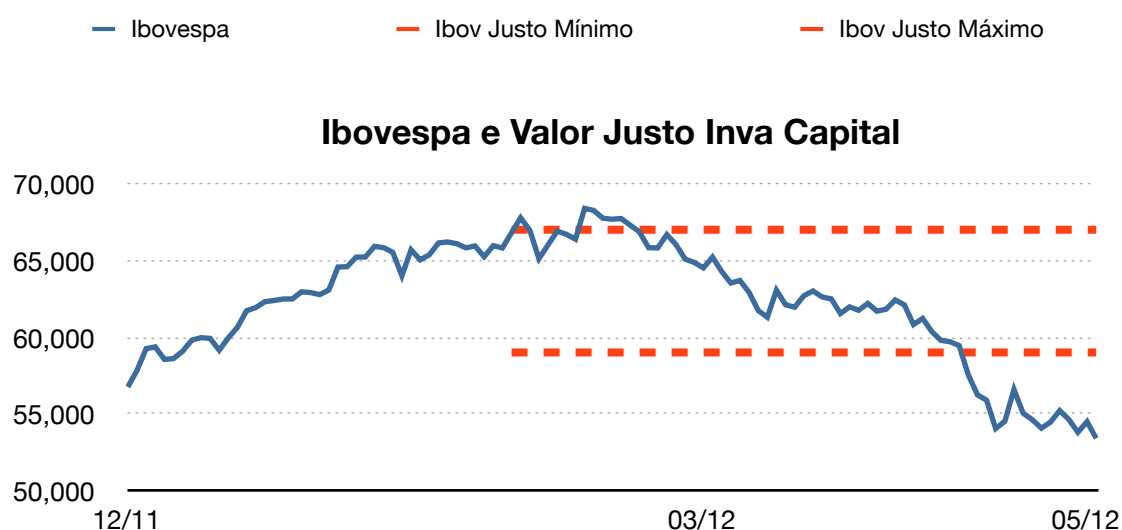
INVESTIMENTOS

A estagnação brasileira está nos noticiários, o difícil é entender por que isso parece ser uma novidade. O aumento da inadimplência, o apagão de empregos, conjugados com a crise europeia e desaceleração chinesa ofereciam todos os fundamentos para não prevermos crescimento decente para o nosso país. O pior é que esses fundamentos continuam, e por essa razão não elevamos nosso preço justo para o Ibovespa.

A partir de agora poderemos passar por um momento um pouco mais difícil para o mercado como um todo. Nos últimos meses foi possível apurar um ótimo rendimento com investimentos em renda fixa pré-fixada e indexada ao CDI, com imóveis e com o câmbio. Os bons retornos desses ativos mais do que compensaram a queda do Ibovespa - vide rendimento do nosso portfólio na página 8 desta Carta. O problema é que dificilmente esse desempenho se repetirá.

Ou seja, temos que encontrar outras alternativas se quisermos manter esse ritmo. As opções são renda fixa com risco de crédito (algo perigoso em tempos de inadimplência alta), como CDBs, LCI, LCAs e FDICs, ficar na torcida para que o mercado de ações apresente alguma recuperação e entrar no mercado de empresas com capital fechado (*private equity*).

No mês passado havíamos prometido divulgar um novo preço justo para o mercado de ações (Ibovespa). Lá vai....



Continuamos com o preço justo para o Ibovespa entre 59 mil e 67 mil pontos. Não efetuamos alteração no preço justo por algumas razões simples:

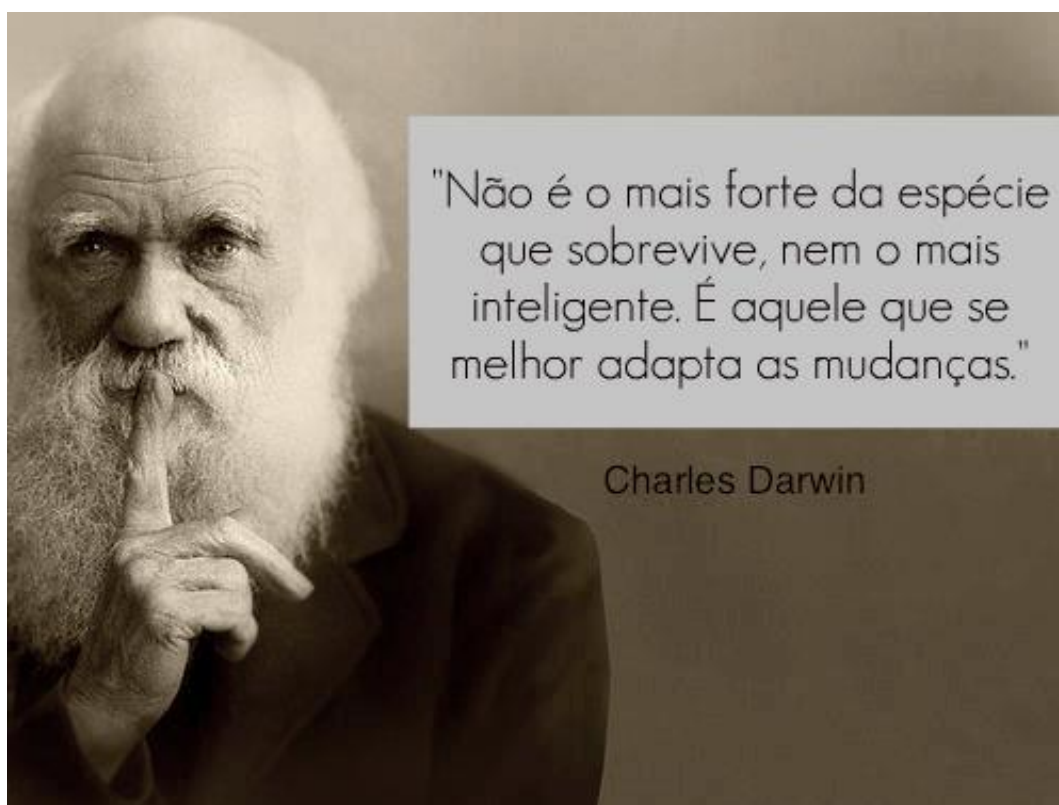
I - O crescimento dos lucros das empresas não deve ser relevante no segundo e terceiro trimestres deste ano. O recuo do petróleo, manutenção do preço do minério de ferro, aumento da inadimplência e do desemprego aliados à estagnação do crescimento do PIB (baseado no resultado do IT12) nos permite acreditar que os lucros realmente não crescerão.

2 - Os juros caíram, oferecendo oportunidade para que o custo do capital e custo de oportunidade recuassem, mas foi anulado pelo item anterior.

A primeira justificativa oferece embasamento para que os preços recuassem e a segunda para que subissem, mas o resultado final é próximo do nulo e o preço justo do Ibovespa continua o mesmo. Os lucros das empresas parecem ter caído um pouco mais do que a queda do custo do capital para se investir em ações, ou seja, se fosse para alterar o preço justo do Ibovespa essa alteração seria para baixo, mas sem impacto relevante.

Ações

Não anda fácil ganhar dinheiro com ações. Da mesma forma que foi como “roubar chupeta de bebê” entre 2003 e 2007, entre 2008 e 2012 tem sido um trabalho árduo. Mesmo assim, sido possível apurar algum ganho, principalmente os investidores que estudam suas empresas e não compram de olho fechado as modas de cada momento. Petrobras e Vale, por exemplo, estão a 5 anos no mesmo nível de preços. Usiminas e a Gerdau estão nos preços de 2004 e 2006 respectivamente. Já empresas como Cia Hering, Restoque (Lelis) e Cremer estão com altas de 1.091%, 534% e 70% respectivamente nos últimos 5 anos ou desde o IPO (Lelis ocorreu em abril/08).



É preciso evoluir. Os padrões de ganhos mudam de tempos em tempos e o investidor deve ter cautela para não ficar estacionado em um desses segmentos que deixam de ser bons geradores de valor.

RECOMENDAÇÕES

PORTFÓLIO

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	59%	0.84%	-3%	56%
Imóveis	18%	-0.49%	+1%	19%
Renda Variável	23%	-9.52%	+2%	25%
TOTAL		-1.78%		
Benchmark		1.10%		

O portfólio da Inva Capital apresentou, pela primeira vez desde que teve início em setembro/11, rentabilidade negativa. Mesmo assim continuamos com rendimento acima de nossa meta de 14% ao ano. Para junho, novamente elevamos o peso das ações no portfólio. Também aumentamos a participação dos fundos imobiliários. Como escrevemos no último mês, apareceram novas oportunidades de compras de ações. A crise europeia e a estagnação brasileira oferecem combustível para o mercado recuar, mas sob o nosso ponto de vista a queda oferece oportunidade para compras.

	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			-1.78%	1.10%
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%	6.52%	5.62%

RENDA FIXA

Título	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LTN 01/01/14	15.0%	1.20%	-3%	12.0%
CDB AAA	45.0%	0.72%		45.0%
LFT	15.0%	0.71%		15.0%
CDB AA	20.0%	0.77%	+8%	20.0%
NTN-B 15/08/20	5.0%	1.41%	-5%	0%
TOTAL		0.84%		
		CDI	0.73%	
		% CDI	115.07%	

A taxa Selic recuou mais uma vez, para 8,5% ao ano, e os títulos públicos pré-fixados e indexados ao IPCA subiram mais uma vez. A NTN-B e a LTN que temos em carteira subiram respectivamente 1,41% e 1,20% em maio. Recomendamos venda da NTN-B e redução da exposição em LTN de 15% para 12% do total da carteira de Renda Fixa. No curto prazo acreditamos que o cenário de juros se manterá inalterado porém o prêmio de retorno desses títulos caiu abruptamente e em alguns trimestres essas condições poderão se alterar.

	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				0.84%	0.73%	115.07%
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%	4.64%	3.92%	118.46%

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Fundo	Código	Peso	Retorno		
			Cota	Aluguel	Total
Brasil Shopping	HGBS I I	25%	0.81%	0.68%	1.49%
Mais Largo I3	MSHP I I	5%	-7.44%	0.44%	-7.00%
TRX Logística	TRXL I I	30%	-5.26%	0.50%	-4.76%
Presidente Vargas	PRVS I I	20%	5.19%	0.70%	5.89%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ I I	20%	-1.67%	0.74%	-0.93%
TOTAL			-1.12%	0.63%	-0.49%

Em abril a carteira de Fundos Imobiliários da Inva Capital apresentou rendimento negativo, entretanto a rentabilidade acumulada no ano continua bastante expressiva. Não alteramos nossa recomendação para esse mês e continuaremos acompanhando de perto o desempenho do Shopping Mais Largo I3.

Título	Peso	Peso	Mudanças	Novo Peso
Brasil Shopping	HGBS I I	25%		25%
Mais Largo I3	MSHP I I	5%		5%
TRX Logística	TRXL I I	32%		32%
Presidente Vargas	PRVS I I	20%		20%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ I I	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			-0.49%	
Junho				
Julho				
Agosto		3.74%		
Setembro	4.01%			
Outubro	0.40%			
Novembro	1.12%	3.97%		
Dezembro	1.17%			
Total	6.83%	5.25%	14.54%	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%	-2.29%		12.0%
Copel	CPLE6	11.5%	-15.05%	+0.5%	12.0%
Vale	VALE5	9.0%	-11.41%	-9%	
OGX	OGXP3	11.0%	-22.15%	+1%	12.0%
Randon	RAPT4	10.0%	-7.82%	+1%	11.0%
Cremer	CREM3	9.0%	-1.03%	+2%	11.0%
CSN	CSNA3	8.0%	-20.55%	+1%	9.0%
Hering	HGTX3	6.0%	-10.22%	+3%	9.0%
Fertilizantes Heringer	FHER3	6.0%	-9.93%		6.0%
Light	LIGT3	6.0%	-4.44%		6.0%
Restoque	LLIS3	5.5%	-5.57%	+0.5%	6.0%
Marisa	AMAR3	6.0%	4.21%		6.0%
TOTAL			-9.52%		
Ibovespa			-11.86%		
Diferença			2.34%		

Apesar de apresentar forte queda no em maio, a Carteira de Ações da Inva Capital saiu-se melhor que o Ibovespa. A OGX foi a empresa que apresentou a maior queda (22%), entretanto isso se deve principalmente a queda do petróleo - desvalorização de 25% desde meados de março. Recomendamos nesse mês a venda das ações da Vale e elevação do peso de diversas outras companhias que já compõe a carteira. A Cia Hering e a Cremer foram as que mais ganharam (3 e 2,5 pontos percentuais respectivamente). A saída da Vale é justificada pela desaceleração da China, com relevância para seu mercado imobiliário, e a forte capacidade de interferência do governo brasileiro nas atividades da companhia.

	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			-9.52%	-11.86%
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%	4.47%	-2.29%

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.