

## **Economia Internacional - Um passo importante**

A grande notícia positiva em junho foi o projeto de união bancária e fiscal, com o objetivo principal de tornar o projeto do euro em uma integração econômico-financeira irreversível. Acreditamos que um Projeto empenhado em implementar uma arquitetura estruturada na criação de um Tesouro do euro, emissão de títulos eurobônus, controle orçamentário dos países membros e união bancária são pilares fundamentais para mitigar as graves instabilidades financeiras da região. São condições fundamentais para a retomada do desenvolvimento econômico europeu.



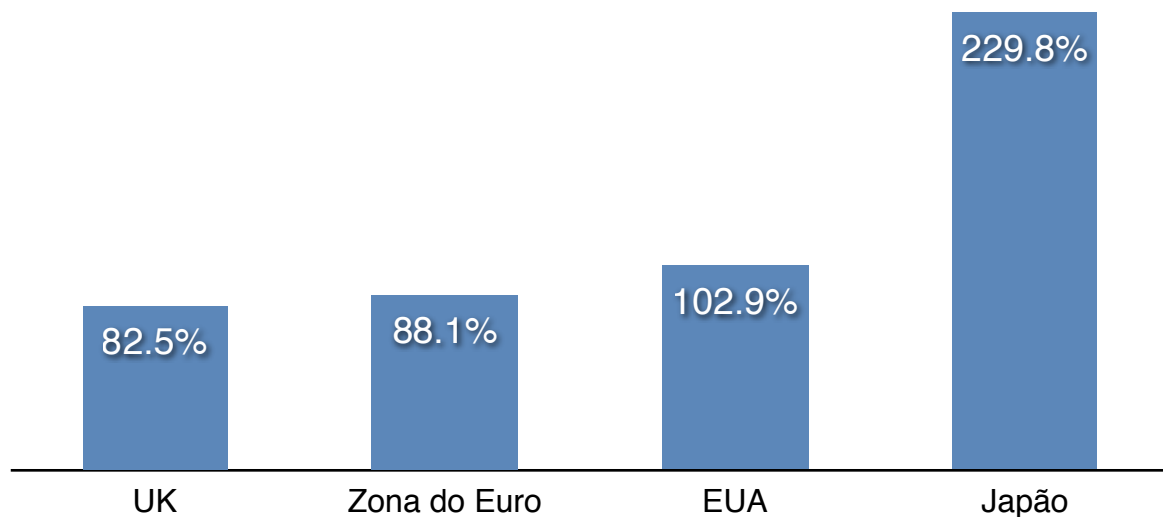
É evidente que, atualmente, os bancos em maiores dificuldades necessitam de aportes de recursos no curto prazo, fundamentais para uma recapitalização do sistema financeiro europeu. Com isso, as ações do Fundo Europeu de Estabilidade tornam-se extremamente fundamentais.

Em linhas gerais, a nova arquitetura deverá criar uma supervisão bancária forte o suficiente para intervir nas instituições financeiras, buscando prevenir crises sistêmicas. Com isso, todo poder de supervisão deverá ser transferido ao Banco Central Europeu (BCE). A união fiscal certamente será o maior desafio, mas ao mesmo tempo, poderá se tornar o maior triunfo de uma efetiva unificação europeia, caso seja bem conduzida.

Entrave porque a Alemanha exigirá uma maior cessão da soberania nacional dos países membros e inevitavelmente tetos para as despesas orçamentarias. De fato, ações preventivas nesse sentido irão coibir e prevenir orçamentos públicos insustentáveis, isto é, incompatíveis com a capacidade de pagamento dos governos. Poderá se tornar em um grande triunfo quando a zona do euro se sentir segura e preparada para a emissão gradual de títulos de médio e longo prazo: os eurobônus. Este fato poderá levar alguns anos, com a criação de um Tesouro do euro, mas certamente sua implementação reduzirá drasticamente as incertezas em relação ao futuro da moeda comum.

A crise na zona do euro não é essencialmente fiscal, mas, sobretudo está ligada à fraca arquitetura econômico-financeira do atual sistema. Apenas para ilustrar esse argumento, o gráfico a seguir destaca que a dívida bruta da zona do euro em 2011 foi de 88,1% do PIB, isto é, bem abaixo dos valores de endividamento relativos dos Estados Unidos e Japão.

### Dívida bruta/PIB



Fonte: FMI

## Economia Brasileira - Inflação no Brasil

Em seu II Relatório de Inflação trimestral, o Banco Central do Brasil (BCB) reforçou o cenário de um baixo crescimento da atividade global, por um período prolongado, acompanhado por uma recessão em diversas economias desenvolvidas neste ano.

Neste sentido, há dois pontos fundamentais os quais devem ser destacados e estão relacionados. Primeiro deles: a convergência da inflação oficial (IPCA) ao centro da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) de 4,5% e o contínuo processo de viés desinflacionário no horizonte relevante.

Dinâmica favorável para a queda dos preços das *commodities* e fraca pressão nos preços internacionais do petróleo. A tabela a seguir descreve o comportamento do IPCA acumulado em 12 meses e as projeções – no cenário de referência – do BCB para os anos de 2012 e 2013:

Índices de Preços	Mai/11	Mai/12	Dez/12*	Dez/13*
IPCA	6,55	4,99	4,7	5,0
IGP-DI	9,14	4,80	nd	nd
IPA	10,30	4,40	nd	nd
INCC	8,52	6,66	nd	nd

Fonte: IBGE e FGV.

Nota: Para dezembro de 2012\* e 2013\*, projeções do BCB: II Relatório de Inflação de 2012. E, nd = dados não disponíveis.





Os principais índices de preços, nos últimos 12 meses sofreram desinflação, em virtude do ajustamento macroeconômico entre oferta e demanda, indicando uma tendência para a convergência da inflação. Destaca-se que em maio de 2011, o IGP-DI estava em 9,14% - com o IPA em 10,30% - e a inflação da construção civil, INCC, em 8,52%, ilustrando um desequilíbrio entre oferta e demanda na economia como um todo.

O segundo fator fundamental a ser destacado é a revisão do crescimento do PIB. O BCB revisou sua projeção de crescimento de 3,5%, para este ano, para 2,5%. A desaceleração da economia brasileira que se iniciou de forma mais intensa no segundo trimestre de 2011 no setor industrial, passou rapidamente para os serviços, chegando ao agronegócio. Por exemplo, o PIB do agronegócio no primeiro trimestre de 2012 caiu 7,3% em relação ao trimestre imediatamente anterior.

De fato, o principal desafio da economia brasileira está na necessidade de criar condições efetivas de expansão da produção, sem pressão em custos. Este estrangulamento da oferta foi destacado pelo próprio BCB, argumentando que: parte significativa do aumento do consumo aparente de bens industriais foi atendida via importação, especialmente nos segmentos de bens de capital e de consumo duráveis.

Na situação atual, acredita-se que um crescimento macroeconômico equilibrado venha a ocorrer em um ambiente de câmbio em torno de R\$ 1,90; taxa de juros Selic por volta de 8% ao ano; IPCA próximo da meta; e uma expansão anual do PIB de aproximadamente 3,0% a 4,0% para os próximos anos. E, caso a economia brasileira queira crescer mais, terá que necessariamente investir de forma expressiva nas mudanças estruturais.

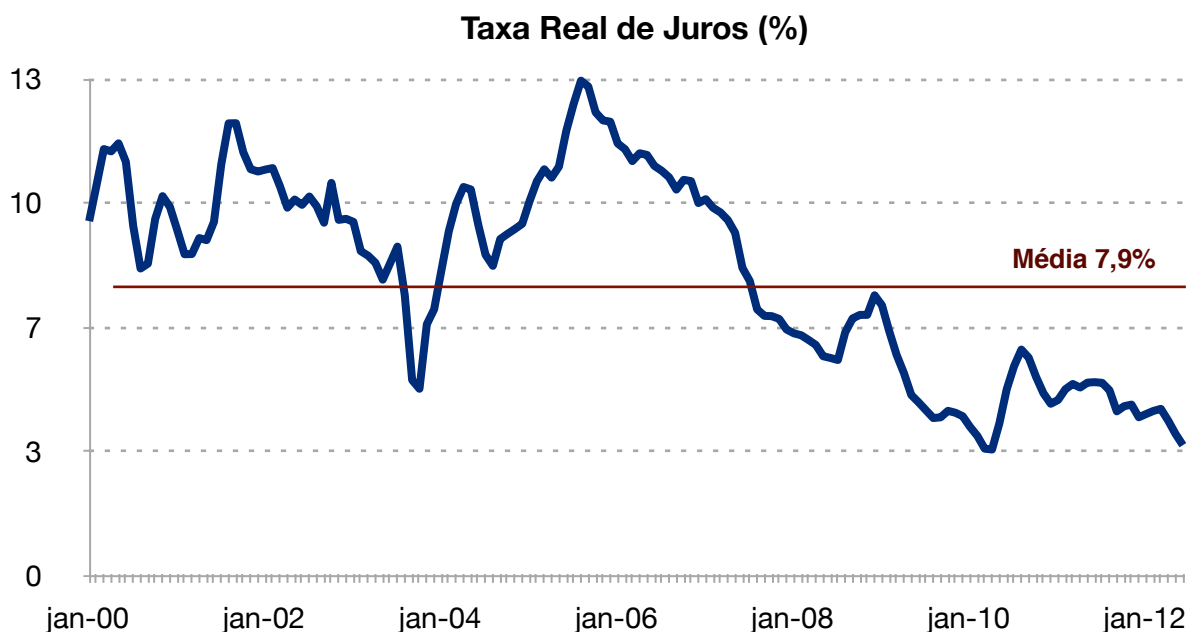
## Principais Indicadores Econômicos

Indicador	Valor	Tendência	Comentário
Juros	Selic 8.50%		A mudança na regra de remuneração da poupança (como havíamos dito mês passado) abriu espaço para mais reduções na Selic.
Câmbio	R\$/US\$ 2.0099		O dólar em torno de R\$ 2 parece ser um valor que agrada ao BC e exportadores e não traz grandes impactos a economia.
Inflação	IPCA (12 meses) 4.99%		A inflação deverá manter sua trajetória de baixa.
PIB	IBC-Br abril 0.22%		A tendência de alta do PIB continua, mas ela deve a ser lenta.

## INVESTIMENTOS

Estariam os investidores brasileiros entrando em uma nova era de investimentos?

Segundo dados do Focus - Relatório de Mercado do Banco Central de 29 de junho, a taxa de juros “Meta-Selic” média deste ano será de 8,53%. Considerando a expectativa de mercado do mesmo relatório para o IPCA, teremos uma taxa real de 3,4% em 2012, entretanto se retirarmos a inflação do rendimento nominal dos juros, o investidor obterá retorno real de apenas 2,2%.

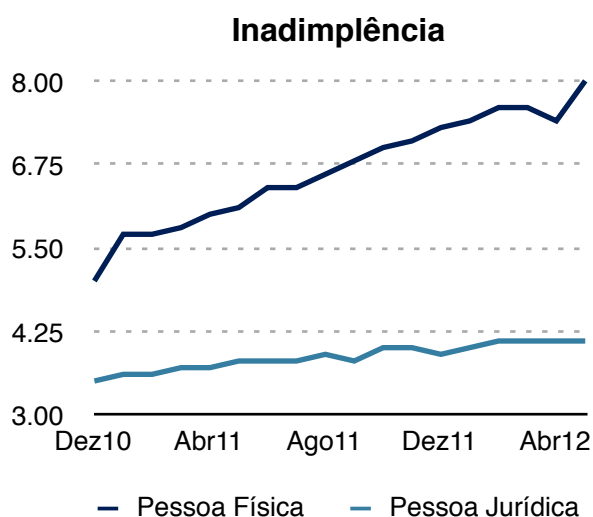


Sabemos que esse é um tema já apresentado por nós em outras oportunidades, entretanto uma dúvida que permanece é:

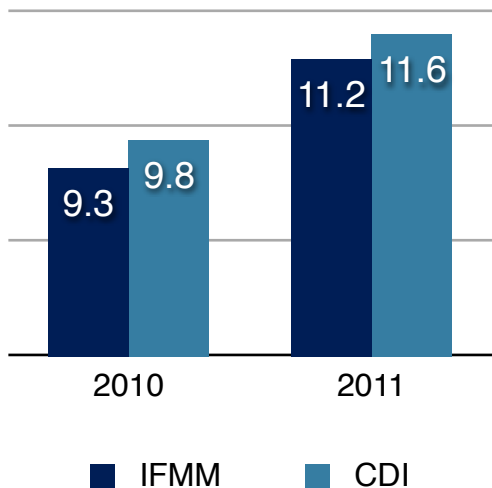
### Para onde irá o dinheiro dos investidores?

Sem dúvida alguma irá migrar da poupança e dos títulos públicos e privados de baixo risco indexados à SELIC e ao CDI para outras modalidades.

A primeira alternativa que nos vem em mente são os títulos de Renda Fixa com risco de crédito, pré-fixados e indexados a inflação (mas esse já é um mercado muito conhecido dos investidores institucionais). O risco de crédito, com a inadimplência batendo recordes de alta, não parece ser a melhor alternativa para o momento. De qualquer forma um novo mercado de títulos de renda fixa abre-se para o investidor.



## Rendimento (%) Fundos Multimercados



Fundos multimercados são uma grande alternativa. A rentabilidade tem sido interessante nos últimos 12 meses, o que não aconteceu em 2010 e 2011, porém a representatividade do patrimônio desses fundos caiu de 24% para 20% do total da indústria entre maio de 2011 e maio de 2012, segundo dados da Anbima.

O mercado imobiliário parece ser uma alternativa viável (Fundos imobiliários foi o segmento que mais cresceu na indústria de fundos do Brasil - 236% contra uma média de 17%), mas nos últimos meses muitos empreendimentos do setor, principalmente os residenciais, enfrentaram alguma dificuldade e o potencial de alta nos preços parecem ter reduzido por conta da forte alta nos preços dos últimos anos. O índice FIPE-ZAP apresenta, no ano até maio, alta de 6,3% no

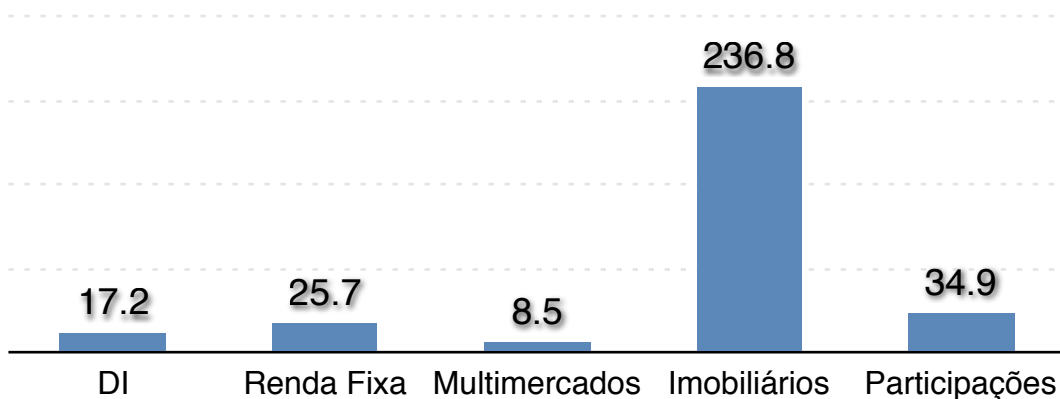
Fontes: BTG Pactual e Cetip

Brasil, contra 12% para o mesmo período de 2011.

O mercado de ações será uma opção para investidores que apresentam pouca exposição ao setor, mas depois de 5 anos com resultados pífios parece que a bolsa brasileira entrou em descrédito... o que é interessante observar, é que o mesmo ocorreu em 2002, quando o Ibovespa também apresentou valorização nula por 5 anos e nos períodos seguintes bateu recorde atrás de recorde até maio de 2008, quando a festa acabou. Essa festa não deve se repetir nesse momento, mas existe sim, boas chances do Ibovespa apresentar bons retornos nos próximos trimestres.

Um segmento que deve apresentar crescimento pujante nos próximos anos são os investimentos em *Private Equity*, fundos em participações de empresas S.A. de capital fechado.

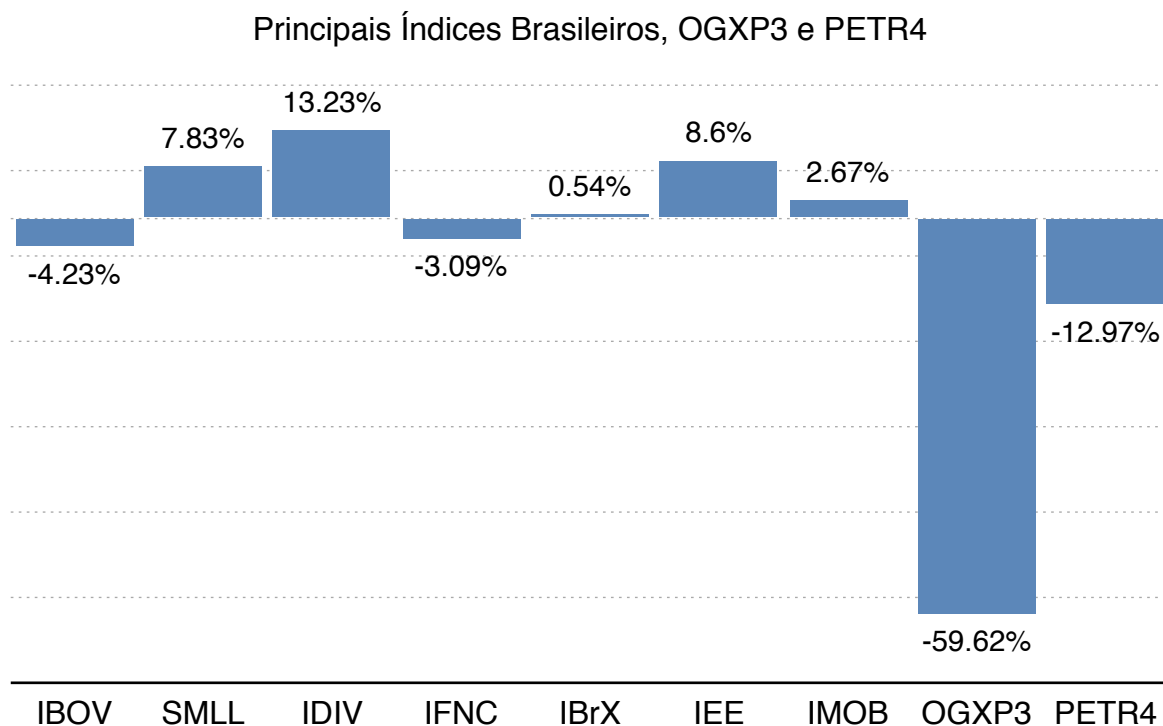
## Crescimento (%) dos Fundos de Investimentos em 12 meses



Fonte: Anbima - Maio/2012

## Ações

Com certa seletividade tem sido possível apurar alguns retornos. Por exemplo, quem não estiver exposto à indústria de Petróleo e aos Bancos está ganhando um bom dinheiro.



IBOV: Ibovespa, SMLL: Índice de Small Caps, IDIV: Índice de Dividendos, IFNC: Índice Financeiro, IBrX: Índice Brasil, IEE: Índice de Energia Elétrica, IMOB: Índice Imobiliário, OGXP3: OGX e PETR4: Petrobras PN

Agora saber quais serão os melhores setores dos próximos trimestres é a pergunta de um milhão de dólares. No próximo mês, apresentaremos fundamentos para escolhermos os setores com melhores possibilidades de retornos.

## RECOMENDAÇÕES

### PORTFÓLIO

	<b>Peso</b>	<b>Rendimento</b>	<b>Mudanças</b>	<b>Novo Peso</b>
Renda Fixa	56%	0.72%	-3%	53%
Imóveis	19%	3.96%		19%
Renda Variável	25%	-8.67%	+3%	28%
<b>TOTAL</b>		<b>-1.01%</b>		
<b>Benchmark</b>		<b>1.10%</b>		

Devido a forte queda da carteira de ações, o portfólio da Inva Capital apresentou rentabilidade negativa em junho. Pelo terceiro mês consecutivo elevamos o peso das ações no portfólio. Acreditamos que o segundo semestre poderá ser melhor para as empresas brasileiras, mas como o crescimento da economia ainda é incerto, a elevação dos ativos de risco não são representativas.

	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			-1.01%	1.10%
Julho				
Agosto				
Setembro	0.47%	1.10%		
Outubro	4.45%	1.10%		
Novembro	0.01%	1.10%		
Dezembro	0.16%	1.10%		
<b>Total</b>	<b>5.12%</b>	<b>4.47%</b>	<b>5.44%</b>	<b>6.78%</b>



## RENDA FIXA

<b>Título</b>	<b>Peso</b>	<b>Rendimento</b>	<b>Mudanças</b>	<b>Novo Peso</b>
LTN 01/01/14	12.0%	1.28%		12.0%
CDB AAA	45.0%	0.63%		45.0%
LFT	15.0%	0.62%		15.0%
CDB AA	28.0%	0.68%		20.0%
	<b>TOTAL</b>	<b>0.72%</b>		
	<b>CDI</b>	<b>0.64%</b>		
	<b>% CDI</b>	<b>112.50%</b>		

Os rendimentos dos títulos prefixados foram bastante atrativos em junho e nossa estratégia de retirar os títulos indexados a inflação demonstraram-se acertiva, já que alguns chegaram a recuar mais de 5% no último mês. Não recomendamos grandes alterações para a carteira de Renda Fixa. Sugerimos que os investidores tenham cautela ao escolher o risco de crédito, pois a inadimplência continua em alta e o risco para bancos anda crescendo.

	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				0.72%	0.64%	112.5%
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%			
<b>Total</b>	<b>4.27%</b>	<b>3.63%</b>	<b>117.79%</b>	<b>5.40%</b>	<b>4.59%</b>	<b>117.71%</b>

## FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Fundo	Código	Peso	Retorno		
			Cota	Aluguel	Total
Brasil Shopping	HGBS I I	25%	6.67%	0.79%	7.46%
Mais Largo I3	MSHP I I	5%	0.36%	0.55%	0.91%
TRX Logística	TRXL I I	32%	0.83%	0.69%	1.52%
Presidente Vargas	PRVS I I	20%	5.24%	0.66%	5.91%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ I I	18%	1.39%	0.75%	2.14%
<b>TOTAL</b>			<b>3.25%</b>	<b>0.71%</b>	<b>3.96%</b>

O rendimento da carteira de fundos imobiliários apresentou ótimo retorno em junho e no ano já acumula alta de 19.08%. Continuamos acreditando que essa classe de investimento é importante para compor o portfólio do investidor, mas não recomendamos elevação do seu peso e alteração na composição dos fundos. Lembramos que os investidores que subscreveram novas cotas do fundo Brasil Shopping (HGBS I I) poderão elevar seu peso na composição total acima do recomendável.

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%	4.36%
Março			0.72%	
Abril			5.28%	
Maio			-0.49%	
Junho			3.96%	
Julho				
Agosto		3.74%		
Setembro	4.01%			
Outubro	0.40%			
Novembro	1.12%	3.97%		
Dezembro	1.17%			
<b>Total</b>	<b>6.83%</b>	<b>5.25%</b>	<b>19.08%</b>	<b>4.36%</b>

\* 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%	-3.40%		12.0%
OGX	OGXP3	12.0%	-46.60%		12.0%
Copel	CPLE6	12.0%	7.75%		12.0%
Cremer	CREM3	11.0%	-6.98%		11.0%
Randon	RAPT4	11.0%	-2.68%		11.0%
CSN	CSNA3	9.0%	-12.39%		9.0%
Le Lis	LLIS3	6.0%	-11.23%		6.0%
Hering	HGTX3	9.0%	-8.78%		9.0%
Marisa	AMAR3	6.0%	-2.13%		6.0%
Light	LIGT3	6.0%	4.64%		6.0%
Fertilizantes Heringer	AMAR3	6.0%	-1.81%		6.0%
<b>TOTAL</b>			<b>-8.67%</b>		
<b>Ibovespa</b>			<b>-0.25%</b>		
<b>Diferença</b>			<b>-8.42%</b>		

Em junho, observamos rendimento ruim em nossa carteira de ações. A OGX foi a principal razão pelo desempenho, devido sua queda de mais de 40% (contribuindo com 5,6% de rentabilidade negativa). A boa diferença que tínhamos para o Ibovespa foi-se embora e no acumulado do ano estamos abaixo do mais importante índice de ações do Brasil.

Mesmo assim, continuamos confiantes em nossa estratégia. Percalços como esse acontecem, e sempre acontecerão, o importante é sempre aprender algo com eles. No final de julho divulgaremos relatório sobre a empresa de petróleo do grupo EBX.

	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			-8.67%	-0.25%
Julho				
Agosto				
Setembro	-3.1%	-7.38%		
Outubro	11.26%	11.49%		
Novembro	-2.50%	-2.51%		
Dezembro	-1.05%	-0.21%		
<b>Total</b>	<b>4.01%</b>	<b>0.46%</b>	<b>-4.59%</b>	<b>-2.53%</b>

**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.*