



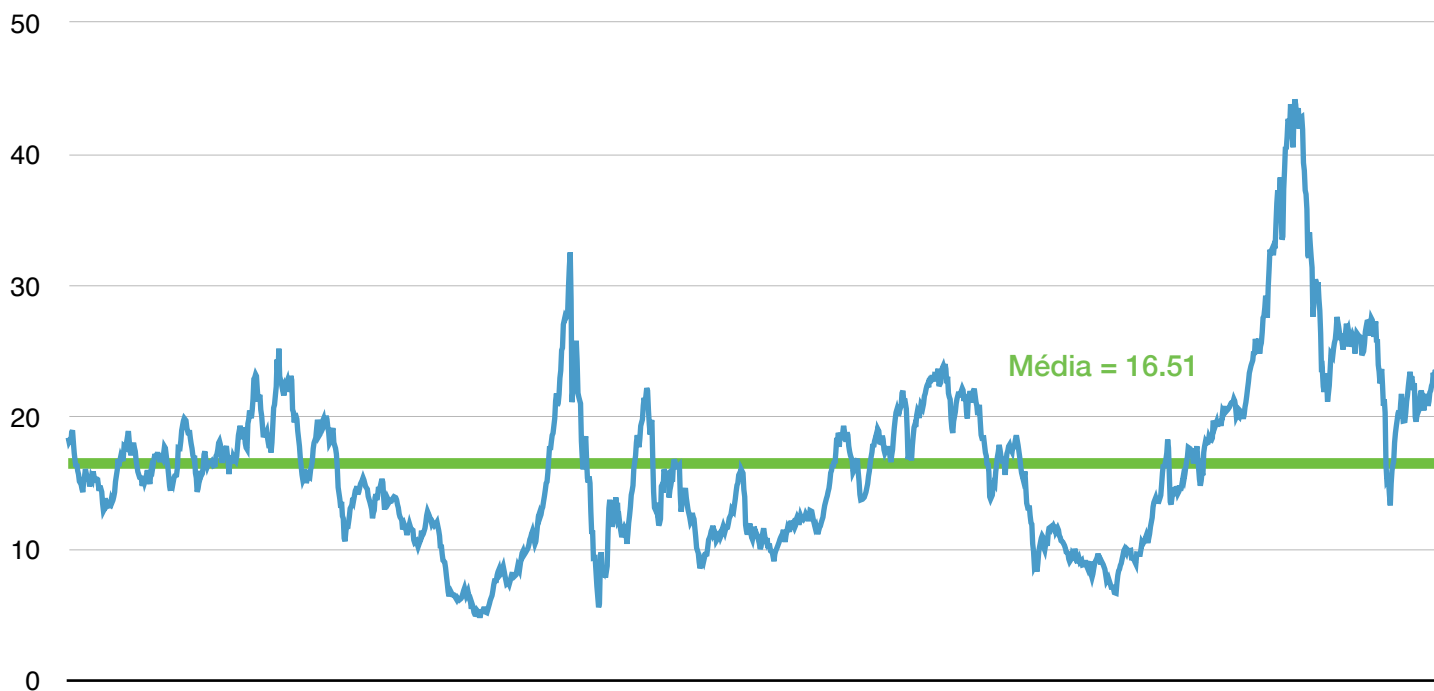
Depois de alguns meses de calma, o mercado de capitais brasileiro voltou a apresentar muita volatilidade e resultado ruim. As ações despencaram, e os títulos de renda fixa voltaram a mostrar para os investidores que o tesouro direto não é algo tão trivial assim.

Já nos EUA, tivemos um cenário completamente oposto. Os principais índices acionários bateram máximas históricas (Nasdaq atingiu a máxima desde 2000, estouro da bolha das pontocom) e o mercado imobiliário vai de vento em popa em algumas regiões. Os comentários de bolha, tanto para as ações quanto para os imóveis já começam a aparecer. Ao menos no mercado imobiliário não enxergamos isso, já no acionário a situação é um pouco diferente. Como o Fed continua a injetar bilhões na economia, as taxas da renda fixa permanecem baixas e, conseqüentemente, tornam mais atrativos os investimentos em renda variável.

Aliás, temos um grande paradoxo por lá. Quando dados ruins da economia norte-americana são divulgados, a bolsa no geral sobe e vice-versa. Isso porque, enquanto não vemos uma recuperação convincente, os estímulos continuarão. Mas os investidores não devem contar com isso para sempre, poderemos ter o início da diminuição da liquidez já no final desse ano, e uma redução gradativa ao longo de 2014 - o que impactará negativamente o mercado acionário brasileiro. Agora se os preços das ações estão realmente em uma bolha é difícil dizer.

Um dos ganhadores do prêmio Nobel de Economia esse ano, Robert Shiller, criou o Shiller PE. Basicamente, ele pega os lucros das empresas do S&P500 dos últimos anos, ajusta para a inflação, tira uma média disso. Finalmente, divide-se o valor atual do S&P500 pelo resultado obtido anteriormente - mesmo princípio do famoso Preço / Lucro. O resultado pode ser observado no gráfico da próxima página

Shiller PE - 1881 a 2013



Como podemos observar, o indicador está acima da sua média histórica. Mas nada impede que ele suba mais ainda e atinja o pico observado em 2000. Portanto, mesmo que estejamos em uma bolha, a irracionalidade do mercado pode fazer com que ela inche muito mais antes de estourar. Mesmo com esse cenário, hoje, preferimos investir no mercado dos EUA a investir por aqui.

Isso porque cada dado econômico, cada pronunciamento do Mantega nos faz ficar cada vez mais pessimistas com o Brasil. Nesse quesito, novembro pode ser resumido em um fato, o famoso reajuste automático nos preços dos combustíveis pela Petrobras.

Em conjunto com o péssimo resultado do 3T13, a empresa anuviou que submeteria ao conselho uma fórmula para o reajuste do preço dos combustíveis baseado nos preços do mercado, na produção e etc. Isso, fez com que o mercado esquecesse do resultado em si e ficasse na expectativa da tal fórmula. Pois bem, a reunião estava marcada para dia 22/11, foi adiada para 29/11. Entre o anúncio e a divulgação, o presidente do conselho da Petrobras, que por sinal é o Ministro da Fazenda, Guido Mantega (conflito de interesse???) não parou de dizer que não gostou nem um pouco da divulgação da possibilidade de um reajuste automático. Após o fechamento da bolsa no dia 29, veio o tão esperado fato relevante.

A fórmula foi aprovada! Mas ela não seria divulgada. Isso mesmo, “por questões de mercado”, a Petrobras não divulgaria nada. Será que ela existe? Será que o governo irá autorizar um aumento demandado por ela?

Olhando para a frente, o cenário não é dos melhores para os investidores brasileiros. Além da economia passar por um período turbulento, ano que vem teremos eleições, a inflação continua alta, o PIB deve crescer pouco e a já mencionada retirada dos estímulos devem fazer com que 2014 seja um ano bastante desafiador.

Indicadores

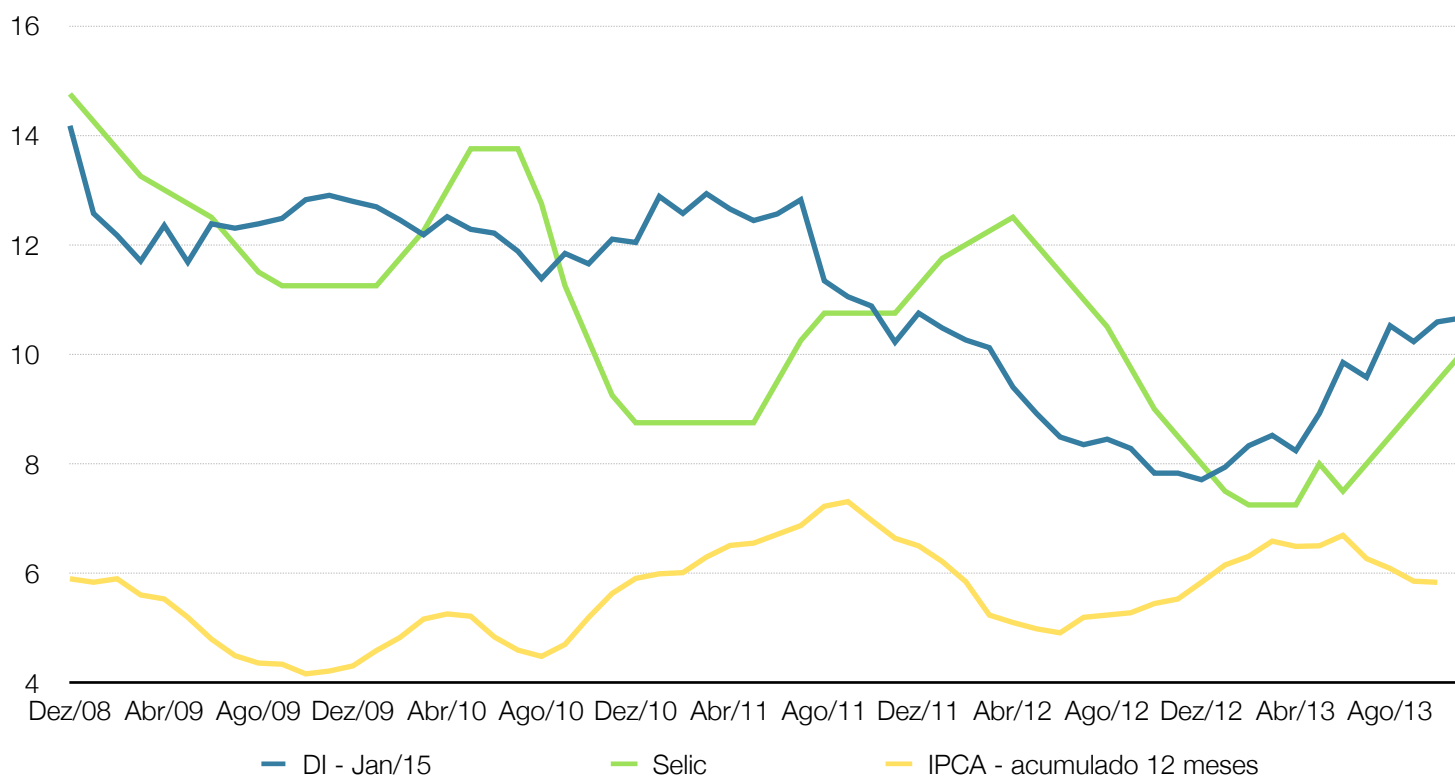
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2013
Renda Fixa													
CDI	0.59%	0.48%	0.54%	0.60%	0.58%	0.59%	0.71%	0.70%	0.70%	0.80%	0.71%		7.23%
IRFM	0.04%	0.04%	0.14%	1.35%	-0.87%	-0.66%	1.01%	-1.09%	1.54%	0.74%	-0.44%		1.77%
IMA-B	0.59%	-0.88%	-1.88%	1.58%	-4.52%	-1.54%	1.29%	-2.61%	0.39%	0.91%	-3.57%		-9.97%
IMA Geral - Ex-C	0.38%	-0.22%	-0.57%	1.29%	-1.89%	-1.28%	1.17%	-1.22%	1.06%	0.78%	-1.41%		-1.96%
Fundos Imobiliários													
IFIX	2.54%	-0.99%	-1.13%	-1.90%	0.02%	-7.48%	-0.70%	-3.65%	1.82%	1.65%	-0.84%		-10.52%
Ações													
Ibovespa	-1.95%	-3.91%	-1.87%	-0.78%	-4.30%	-11.31%	1.64%	3.68%	4.65%	3.67%	-3.27%		-13.90%
IBrX	0.23%	-2.89%	0.64%	0.78%	-0.88%	-9.06%	1.74%	1.87%	4.98%	5.35%	-2.02%		-0.06%
Small Caps	0.32%	0.19%	-3.99%	-0.20%	-1.95%	-9.94%	0.46%	-1.91%	5.26%	-1.10%	-0.97%		-13.61%
Outros													
IFMM	1.01%	0.45%	0.60%	0.50%	0.94%	0.46%	0.73%	0.93%	-0.53%	0.86%	1.85%		8.07%
Dólar	-2.70%	-0.65%	1.94%	-0.60%	6.50%	3.98%	2.16%	4.65%	-6.93%	0.25%	4.71%		13.30%
Ouro	-2.28%	-6.54%	3.50%	-8.21%	-0.42%	-6.55%	9.73%	11.24%	-12.15%	1.06%	-2.63%		-14.80%

Novembro foi marcado pela volta da taxa básica de juros, a famosa Selic, para dois dígitos. Por conta da manutenção da inflação em alta, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM) resolveu elevar a taxa para 10% a.a., conforme a nota a imprensa do dia 27 de novembro:

"Dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,00% ao ano, sem viés."

A inflação continua em alta e espera-se que os juros tenham que subir ainda mais. Como a taxa do mercado futuro para vencimento em janeiro/15 estava em 10,7% ao final de novembro não há espaço para maiores altas sem que os títulos pré-fixados sofram. Estamos com uma expectativa alinhada com o mercado, pois apesar da inflação estar em alta, o crescimento do PIB em 2014 deverá ser baixo; e como teremos eleições ano que vem, dificilmente veremos a Selic muito acima dos 10,50%.

DI Futuro - Jan/15 x Selic x IPCA acumulado em 12 meses (%) - dados mensais



Quem acompanhou a alta nos juros do Brasil foi a cotação do Dólar, que voltou para os patamares de agosto deste ano e de fevereiro de 2009. As razões pelas quais o Real se desvaloriza são as mesmas desde o início do ano: baixo saldo da balança comercial, baixo crescimento no Brasil, principalmente quando comparado ao crescimento dos EUA e por último, a deterioração das contas fiscais do governo.

Real/Dólar - Dados Mensais



Todas as questões apresentadas são preocupantes, mas as vemos com diferentes óticas. A Balança Comercial deve melhorar a partir do momento que a cotação do câmbio continuar subindo. O fato do Brasil crescer menos é bastante ruim e preocupante, mas se o próximo governo fizer a “lição de casa” será um problema passageiro.

As contas fiscais são um capítulo a parte, pois dependem de uma infinidade de fatores e principalmente, da boa vontade do governo federal, porém mesmo assim acreditamos que algo justificaria uma verdadeira deterioração se por mais três anos consecutivos tivemos crescimento no PIB abaixo de 3% e Déficit Primário de 2% (os números de 2012, 2013 e 2014 são assim, mas teriam que melhorar) - esse tem sido muito provavelmente a razão pela qual os títulos públicos brasileiros voltaram a se desvalorizar.

O mercado de ações não ficou de fora do pessimismo em novembro e o Ibovespa recuou mais de 4%, entretanto observamos uma forte que de dois setores bastante específicos: Bancos e Petróleo, leia-se Petrobrás. O primeiro sobre com a causa da correção da poupança que está para ser julgada no supremo e o segundo sofre com a política do governo atual em controlar na “marra” a inflação, ou melhor, tentar controlar.

Espera-se que a inflação continue em alta, sem ultrapassar a meta, porém há que ser muito otimista para acreditar que apenas isso resolverá o problema de estrangulamento da economia brasileira, logo, única posição de investimentos que dá crer com mais segurança está além das nossas fronteiras. Há dois anos mencionávamos que imóveis nos EUA seriam muito melhor do que imóveis no Brasil e há pouco menos de um ano acreditávamos que ações por lá também teriam melhor desempenho que em nossa nação... “infelizmente” estávamos certos.

O resultado do Portfólio em novembro foi negativo, pois das quatro classes apenas a de Investimentos Alternativos apresentou rendimentos positivos e a alteração proposta na última Carta, quando elevamos os Alternativos em detrimento às Ações, trouxe algum resultado.

Não acreditamos que seja necessário alterarmos a composição para o último mês desse ano, porém lembramos que, enquanto o cenário de juros e o crescimento da economia for incerto, a volatilidade deverá permanecer elevada.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	35%	-2.28%		
Imóveis	26%	-2.45%		
Renda Variável	25%	-5.07%		
Alternativos	14%	1.56%		
TOTAL		2.62%		
Benchmark		1.10%		

Portfólio	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total	
2011	Portfólio								0.47%	4.45%	0.01%	0.16%	5.12%	
	Benchmark								1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	4.47%	
2012	Portfólio	3.59%	2.78%	0.78%	1.07%	-1.78%	-1.01%	3.00%	0.56%	0.13%	-1.41%	0.36%	1.88%	10.24%
	Benchmark	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	14.03%
2013	Portfólio	1.69%	0.49%	-1.13%	-0.22%	-1.47%	-4.53%	-0.30%	-0.38%	2.62%	-2.42%			-5.69%
	Benchmark	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%			11.56%
TOTAL	Portfólio													9.29%
	Benchmark													32.90%



A forte alta na taxa de juros impactou de forma muito relevante as LTNs e NTN-B, o que fez com que a nossa carteira de Renda Fixa apresentasse o pior desempenho de sua história. Como comparação, o índice IMA-Geral, que mede a valorização de uma carteira de diferentes títulos públicos, recuou 1,41%.

O lado bom dessa história é que as taxas desses títulos vieram para níveis bastante elevados e partindo do princípio que o governo federal vai honrar os seus compromissos no futuro valeriam, compras... NTN-B está remunerando a taxas superiores a 6% a.a.+IPCA e LTNs ultrapassam os 12% a.a.

E agora, o que fazer? Como consideramos que o governo federal continuará honrando seus compromissos financeiros e acreditamos que o pior cenário seria a Selic subir para 12% a.a., não vemos razão para que os investidores desfaçam suas posições em pré ou inflação. E caso os percentuais nessas classes sejam inferiores a 30% do total da Renda Fixa, há possibilidade para aumento.

Nós sugerimos elevar exposição em LTN com vencimento em jan/16 em dois pontos percentuais.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
CDB AA	16%	0.75%		
NTN-B 15/05/35	20%	-9.62%		
LCI/LCA AAA	18%	0.77%		
LCI A+	15%	0.79%	-3%	12%
LTN 01/01/16	12%	-0.05%	+3%	15%
LTN 01/01/17	13%	-0.17%		
NTN-B 15/05/50	6%	-8.55%		
TOTAL		-1.58%		
Benchmark		0.71%		
%CDI		-		

Renda Fixa		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2011	Portfólio									0.99%	1.12%	1.59%	0.51%	4.27%
	CDI									0.94%	0.88%	0.86%	0.90%	3.63%
	% CDI									105.32%	127.27%	184.88%	56.67%	117.79%
2012	Portfólio	0.82%	0.96%	0.89%	1.05%	0.84%	0.72%	0.68%	0.70%	0.56%	0.98%	0.76%	0.70%	10.10%
	CDI	0.88%	0.74%	0.81%	0.70%	0.73%	0.64%	0.68%	0.69%	0.54%	0.61%	0.54%	0.51%	8.37%
	% CDI	93.18%	129.73%	109.88%	150.00%	115.07%	112.50%	100.00%	101.45%	103.70%	160.66%	140.74%	137.25%	120.58%
2013	Portfólio	0.74%	-0.22%	-0.26%	0.93%	-1.55%	-1.12%	1.24%	-0.73%	0.68%	0.91%	-1.58%		-1.01%
	CDI	0.59%	0.48%	0.54%	0.60%	0.58%	0.59%	0.71%	0.70%	0.70%	0.80%	0.71%		7.23%
	% CDI	125.42%	-	-	155.00%	-	-	174.65%	-	97.14%	113.75%	-		-13.98%
TOTAL	Portfólio													13.64%
	CDI													20.42%
	% CDI													66.81%



O desempenho da carteira de Fundos Imobiliários foi negativo em novembro devido a forte queda dos fundos CSHG Brasil Shopping e RB Capital Renda I. O primeiro devolveu aos seus cotistas a valorização do mês anterior, sem causa aparente, e o segundo, que divulgou dividendo extraordinário em outubro devido ao aluguel de um imóvel que é anual, recuou.

O Brasil Plural Absoluto (BPFF11), que entrou no último mês, apresentou pagamento de rendimentos conforme nossa expectativa e acreditamos que deva ser mantido na carteira.

O fundo TRX Logística efetuará nova emissão de cotas, porém como é para ampliação dos imóveis atuais não acreditamos que o fundo desvalorizará por essa razão, logo, não sugerimos alterações nesta esta carteira para o mês de dezembro.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	-5.76%	0.72%	-5.04%		
BTG Corporate Office	BRCR11	15%	-0.44%	0.70%	0.26%		
RB Capital Renda II	RBRD11	15%	0.51%	3.20%	3.71%		
TRX Logística	TRXL11	18%	-0.85%	0.75%	-0.10%		
TRX Ed. Corporativos	XTED11	5%	-0.62%	0.84%	0.22%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	15%	-1.41%	0.86%	-0.55%		
		TOTAL	-3.17%	0.72%	-2.45%		
		IFIX			-0.84%		

Imóveis		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2011	Carteira									4.01%	0.40%	1.12%	1.17%	6.83%
	IFIX									1.67%	-0.36%	1.48%	3.70%	6.61%
2012	Carteira	3.59%	4.79%	0.72%	5.28%	-0.49%	3.96%	9.77%	0.69%	-1.88%	-1.39%	-0.60%	2.66%	29.95%
	IFIX	3.03%	4.65%	4.07%	1.43%	3.42%	3.90%	6.10%	-0.42%	1.76%	-2.05%	0.40%	4.43%	35.03%
2013	Carteira	3.86%	-1.16%	-2.27%	-2.01%	0.88%	-6.60%	-0.47%	-2.81%	3.42%	4.40%	-2.45%		-5.63%
	IFIX	2.54%	-0.99%	-1.13%	-1.92%	0.02%	-7.23%	-0.70%	-3.64%	1.82%	1.65%	-0.84%		-10.29%
TOTAL	Carteira													31.01%
	IFIX													29.14%



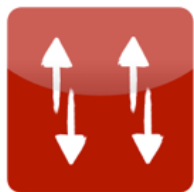
A forte queda das ações do setor bancário, da Restoque (Lelis) e da empresa de shoppings Iguatemi pressionaram os resultados do último mês e a carteira apresentou rendimento inferior ao do Ibovespa e depois de três meses seguidos batendo o benchmark apresentamos resultados inferiores.

Faremos duas alterações na carteira para dezembro. Retiramos o Iguatemi e reduzimos a ALL para a entrada do iShare do IBrX-100, BRAX11. Acreditamos que com esses novos patamares de juros e perspectiva de pouco crescimento para a economia o cenário para o mercado de shoppings piorará e além disso faz mais sentido investir nesse segmento através de fundos imobiliários. A empresa de logística que acreditávamos que teria um ano melhor nos parece que terá resultados positivos adiados.

Acreditamos que a entrada do fundo de índice negociado em bolsa (BRAX11) é adequado pois o cenário para 2014 ainda é muito incerto e preferimos este ao BOVA11, que segue o Ibovespa, pelo fato de apresentar melhor relação Risco x Retorno.

	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Iguatemi	IGTA3	10%	-7.50%	-10%	0%
Cielo	CIEL3	10%	-0.37%		
ALL	ALLL3	10%	-2.74%	-4%	6%
Randon	RAPT4	10%	-5.35%		
Restoque	LLIS3	9%	-7.66%		
Graziotin	CGRA4	8%	-3.17%		
Paraná Banco	PRBC4	8%	-9.71%		
Unicasa	UCAS3	6%	-6.20%		
Vale	VALE5	9%	-0.15%		
Banco do Brasil	BBAS3	8%	-13.32%		
Petrobras	PETR4	6%	-6.41%		
Tractebel	TBLE3	6%	1.36%		
iShare IBrX-100	BRAX11			+14%	14%
TOTAL			-5.07%		
Ibovespa			-3.27%		

Ações		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2011	Carteira									-3.10%	11.26%	-2.50%	-1.05%	4.01%
	Ibovespa									-7.38%	11.49%	-2.51%	-0.21%	0.46%
2012	Carteira	10.72%	6.62%	0.46%	-2.64%	-9.52%	-8.67%	2.80%	0.20%	0.52%	-5.66%	0.68%	3.77%	-2.63%
	Ibovespa	11.13%	4.34%	-1.98%	-4.17%	11.86%	-0.25%	3.21%	1.72%	3.70%	-3.56%	1.15%	6.05%	7.85%
2013	Carteira	1.96%	3.10%	-2.50%	-1.18%	-5.02%	10.77%	-2.85%	2.02%	5.87%	5.74%	-5.07%		-9.59%
	Ibovespa	-1.95%	-3.91%	-1.87%	-0.78%	-4.30%	11.31%	1.64%	3.68%	4.65%	3.67%	-3.27%		-13.90%
TOTAL	Carteira													-8.43%
	Ibovespa													-6.71%



O desempenho da Carteira de Investimentos Alternativos da Inva Capital apresentou um ótimo resultado em novembro, com alta de 185% do CDI e muito superior ao benchmark (IFMM). A recomendação efetuada no último mês, com a entrada do fundo Cambial, foi determinante para o rendimento e como acreditamos que essa tendência poderá perdurar mais algum tempo não sugerimos alterações.

De todas as aplicações desta classe, a única que apresentou baixo desempenho em novembro foi o fundo Claritas Long Short (0,10%), porém não acreditamos que seja necessário sua saída.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
CSHG Top 30 FIC.	Multigestor	18%	1.98%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	12%	1.30%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	12%	0.10%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	13%	0.86%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	10%	0.99%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	10%	1.03%		
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	13%	1.43%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	12%	4.48%		
	TOTAL		1.56%		
	IFMM		1.85%		

Alternativos	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2012	Carteira										1.64%	1.28%	2.94%
	IFMM										0.56%	1.22%	1.79%
2013	Carteira	1.01%	0.49%	0.72%	0.50%	1.22%	0.24%	0.58%	0.58%	0.19%	0.64%	1.56%	8.00%
	IFMM	1.00%	0.45%	0.60%	0.50%	0.94%	0.46%	0.73%	0.93%	-0.53%	0.86%	1.85%	8.05%
TOTAL	Carteira												11.17%
	Ibovespa												9.99%

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

Analista Responsável: Raphael Cordeiro, CNPI - raphael.cordeiro@invacapital.com.br

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.

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.