

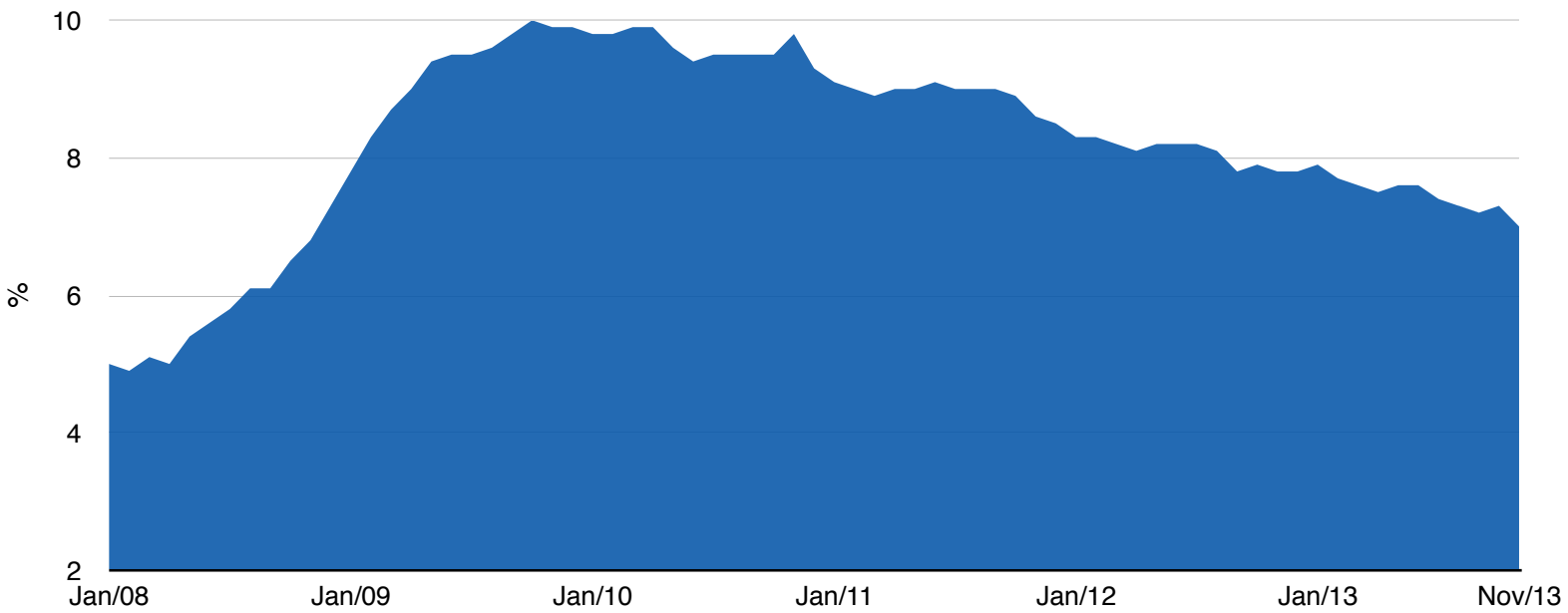


Dezembro trouxe um certo alívio aos investidores de renda fixa, com as NTNs-B e LTNs subindo bem. Mesmo assim, os índices que acompanham esses títulos fecharam 2013 no negativo (no caso do IMA-B bem negativo!). Apesar de ruim, o resultado acumulado nos últimos três anos está em linha com o CDI, por exemplo. Adicionamos uma tabela com o resultado anual dos principais indicadores justamente para mostrar isso. Por isso, sempre enfatizamos o investimento com foco no longo prazo e com uma diversificação de acordo com os perfis de risco e liquidez de cada investidor. Mesmo com algumas lombadas, o trajeto tende a ser tranquilo.

Durante o mês tivemos a taxa de desemprego de novembro, 4,6%, a mais baixa da série histórica. Isso mostra que a economia permanece aquecida, apesar do baixo crescimento, e o Banco Central terá dificuldade para controlar a inflação. Por outro lado, a queda da População Economicamente Ativa trouxe um certo alento aos economistas. Essa diminuição é, geralmente, sucedida pelo aumento do desemprego, algo que, por mais incrível que possa parecer, seria benéfico para a economia do país.

Nos EUA, a notícia mais esperada do ano: o Fed, Banco Central dos EUA, irá desacelerar o programa de recompra de títulos (leia-se impressão de dólares) - o famoso "*taper*". Ela já era amplamente esperada pelo mercado, porém deveremos ter alguns efeitos no mercado de moedas. Primeiro acredita-se em uma continuidade do processo de valorização do Dólar frente às moedas dos países emergentes, e a principal razão não é exatamente o *taper*, mas sim sua causa, que é a recuperação da economia norte americana. Esse fato vem sendo comprovado quando se observa que o nível de desemprego vem recuando consistentemente nos últimos anos - em novembro encerrou em 7%, nível mais baixo desde dezembro de 2008.

Desemprego nos EUA



Deveremos ver também o fim da valorização do Euro frente ao Dólar. A moeda europeia subiu a partir de fevereiro, um mês após o FED ter anunciado o início do programa de compras mensais de USD 85 bilhões em “bonds”, porém isso pode ocorrer não agora, já que a emissão de dólares continuará por todo o ano de 2014.

Euro/Dólar



Enfim, deveremos ter um 2014 não muito diferente de 2013. A volatilidade continuará alta e a Copa do Mundo e eleições adicionam uma pitada ainda maior de incertezas para os investimentos.

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%	0.78%	8.06%
IRFM	0.04%	0.04%	0.14%	1.35%	-0.87%	-0.66%	1.01%	-1.09%	1.54%	0.74%	-0.44%	0.84%	2.63%
IMA-B	0.59%	-0.88%	-1.88%	1.58%	-4.52%	-1.54%	1.29%	-2.61%	0.39%	0.91%	-3.57%	1.30%	-8.80%
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%	0.98%	-1.00%
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%	-2.62%	-12.87%
Ações													
Ibovespa	-1.95%	-3.91%	-1.87%	-0.78%	-4.30%	-11.31%	1.64%	3.68%	4.65%	3.67%	-3.27%	-1.86%	-15.50%
IBrX	0.23%	-2.89%	0.64%	0.78%	-0.88%	-9.06%	1.74%	1.87%	4.98%	5.35%	-2.02%	-3.08%	-3.14%
Small Caps	0.32%	0.19%	-3.99%	-0.20%	-1.95%	-9.94%	0.46%	-1.91%	5.26%	-1.10%	-0.97%	-1.73%	-15.10%
Outros													
IFMM	1.01%	0.45%	0.60%	0.50%	0.94%	0.46%	0.73%	0.93%	-0.53%	0.86%	1.85%	1.19%	9.35%
Dólar	-2.70%	-0.65%	1.94%	-0.60%	6.50%	3.98%	2.16%	4.65%	-6.93%	0.25%	4.71%	0.91%	14.33%
Ouro	-2.28%	-6.54%	3.50%	-8.21%	-0.42%	-6.55%	9.73%	11.24%	-12.15%	1.06%	-2.63%	-2.16%	-16.64%
Ouro (EUA)	-0.96%	-4.87%	1.10%	-7.63%	-5.93%	-11.00%	7.25%	5.35%	-4.89%	-0.33%	-5.39%	-3.72%	-28.13%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total	Anualizado
Renda Fixa												
CDI	11.59%	8.40%	8.06%								30.71%	9.34%
IRFM	14.46%	14.31%	2.63%								34.28%	10.32%
IMA-B	15.11%	26.67%	-8.80%								32.98%	9.97%
IMA Geral - Ex-C	13.66%	17.74%	-1.00%								32.49%	9.83%
Fundos Imobiliários												
IFIX	16.50%	35.02%	-12.87%								37.05%	11.08%
Ações												
Ibovespa	-18.11%	7.40%	-15.50%								-25.68%	-9.42%
IBrX	-11.39%	11.55%	-3.14%								-4.26%	-1.44%
Small Caps	-16.61%	28.67%	-15.10%								-8.90%	-3.06%
Outros												
IFMM	11.16%	13.43%	9.35%								37.88%	11.30%
Dólar	12.32%	9.42%	14.33%								40.51%	12.01%
Ouro	15.85%	15.26%	-16.64%								11.31%	3.64%
Ouro (EUA)	10.09%	7.18%	-28.13%								-15.20%	-5.35%

Investimentos

O ano de 2013 ficou para trás e deixou um gosto amargo aos investidores. Desde 2008 não se via quedas generalizadas como essa - como pode ser visto na Tabela dos Indicadores, quase tudo se desvalorizou, inclusive o Real. O Dólar foi o ativo que salvou alguns dos investidores brasileiros.

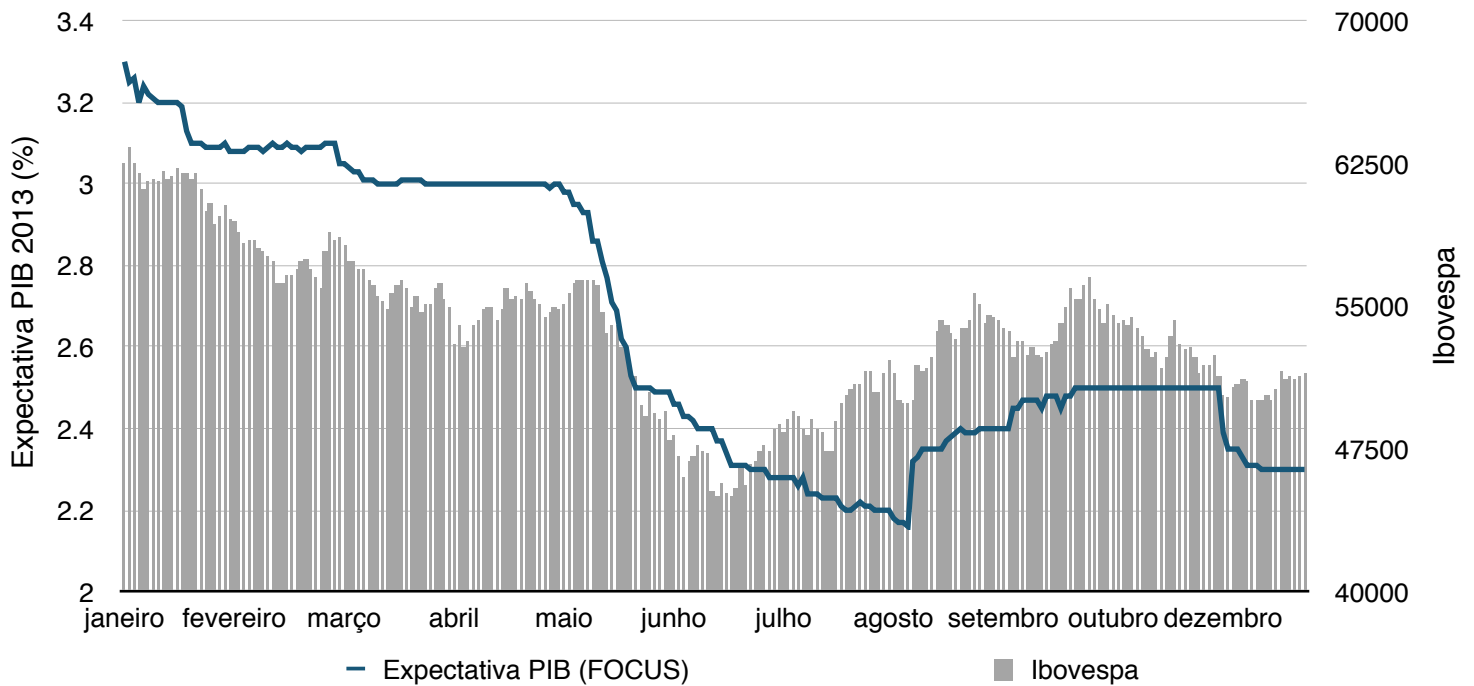
Melhor ainda para os que investiram no mercado de Ações ou de Imóveis no exterior, já que o índice Dow Jones valorizou 26% em 2013 e os imóveis nos EUA subiam quase 14% nos últimos 12 meses até outubro. Porém, essa não era uma opção para qualquer brasileiro, já que os mínimos necessários para aplicar nesses mercados são elevados e os produtos nacionais que acessam esses mercados foram criados ao longo de 2013.

Voltando à decepção que foi o mercado de investimentos brasileiro, o que afugentou o investidor?

De forma relativa, observamos que muitas empresas da Europa e dos EUA estavam sendo negociadas com múltiplos muito próximos, ou até inferiores, das similares brasileiras - veja abaixo um quadro comparativo feito pela Inva Capital em junho de 2013.

EUA		Brasil	
Empresa	P/L	Empresa	P/L
Exxon	9.52	Petrobras	10.45
Wells Fargo	11.76	Itaú	13.42
Gap	17.38	Hering	16.88
Apple	10.26	Positivo Informática	10.90
Crocs	11.45	Alpargatas	19.34
Wal Mart	15.22	Pão de Açúcar	24.07
Média	12.60	Média	15.80

O ápice desse problema foi quando se observou que o crescimento brasileiro seria inferior ao da média mundial (2,9%, segundo dados do “World Economic Outlook” do FMI) e o Ibovespa bateu a mínima do ano em dois de julho aos 45.044 pontos. Verifica-se que tanto a expectativa de crescimento do FOCUS, quanto o Ibovespa começaram a recuar em junho. Coincidência? Muito provavelmente não.



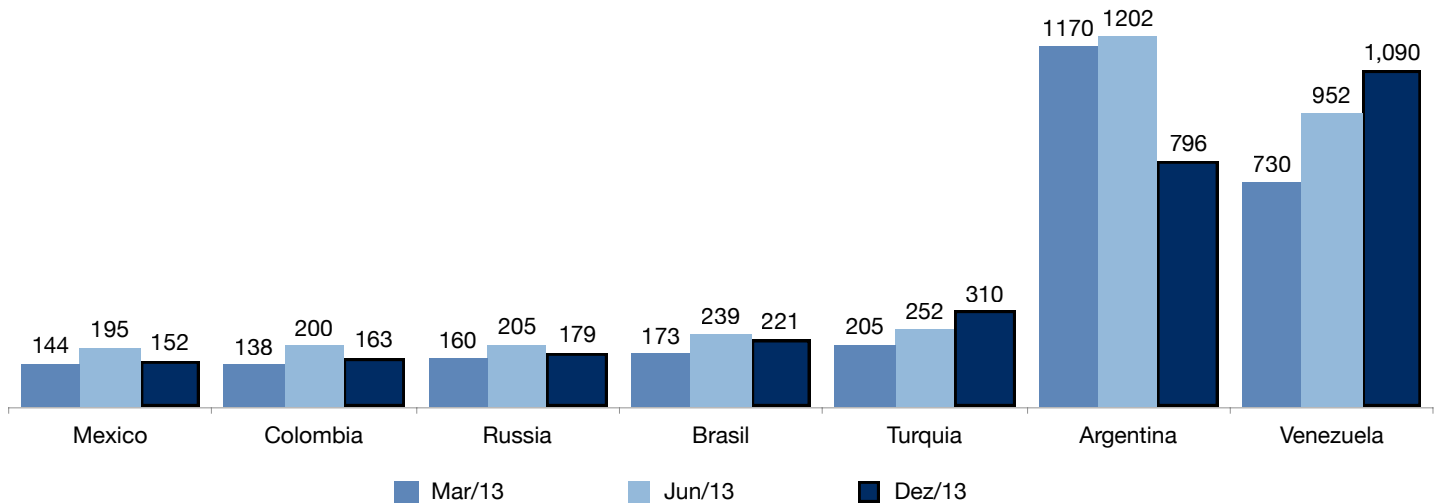
Outro fator que contribuiu muito para a piora do cenário em geral foi a displicência do governo brasileiro em relação a sua política fiscal e monetária. Talvez seja desnecessário mencionar, mas com aumento do superávit primário (saldo das contas do governo antes de pagamento de juros), reduz-se a pressão inflacionária e, caso não resulte em recessão, eleva-se a credibilidade dos credores - com exceção da utilização da contabilidade criativa para bater as metas, algo que o governo vem se especializando nos últimos anos.

O que vimos em 2013 foi o contrário, o governo tentou segurar PIB com redução do déficit primário e como não conseguiu ter sucesso, comprometeu também as políticas fiscal e monetária pois a inflação se manteve em níveis elevados e agora o que restou foi a desconfiança dos investidores internacionais. A forte alta dos juros reais de longo-prazo demonstram isso e agora o governo brasileiro corre o risco de piorar ainda mais o seu déficit nominal.

Passado é passado, e agora como será 2014?

Questões estruturais brasileiras parecem ter evoluído um pouco no segundo semestre, já que conseguiu-se “privatizar” mais algumas estradas e diversos aeroportos. Além disso, observou-se uma pequena evolução na regulamentação dos portos, o que nos permite acreditar que existe espaço para uma evolução na eficiência brasileira. A desvalorização cambial também contribuirá para que as nossas indústrias ganhem competitividade, porém a realidade é que o desenvolvimento da infra-estrutura brasileira ocorrerá a passos de tartaruga. O mercado financeiro voltou a ver o Brasil como a “república das bananas”, porém o que nos deixa confortáveis neste momento é que os níveis atuais do Ibovespa e dos títulos públicos parecem já ter levado em conta esse fato. Ainda não estamos pessimistas a ponto de acreditar que seria necessário o mercado precificar o Brasil como as “repúblicas de los hermanos” argentinos e venezuelanos.

Risco País - Emergentes



No ano em que sediará a Copa do Mundo, o Brasil tem chances de perder o Grau de Investimento. Isso é um grande problema? Se parar por aí e as políticas fiscais forem responsáveis, não. Lembre-se que, no mês que o Brasil alcançou o tão sonhado Grau de Investimento, no primeiro semestre de 2008, o Ibovespa estava acima de 70 mil pontos e desde então recuou próximo de 30%.

Portfólio

Apesar da boa recuperação da Carteira de Renda Fixa, o resultado do Portfólio foi bastante impactado pelas carteiras de Ações e Imóveis. Assim, encerramos 2013 com resultado negativo e longe da meta de 14% ao ano (meta esta bastante ambiciosa).

Mesmo assim, não faremos alterações na composição do nosso Portfólio. Iremos focar nas escolhas dos ativos de cada carteira e tentar recuperar parte do espaço perdido em relação ao nosso benchmark durante o ano.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	35%	1.10%		
Imóveis	26%	-4.74%		
Ações	25%	-4.43%		
Alternativos	14%	0.63%		
TOTAL		-1.81%		
Benchmark		1.10%		

ERRATA: No mês passado, a rentabilidade total do portfólio estava 2,62% quando, na verdade, foi de -2.42%. Além disso, a rentabilidade de novembro estava errada. Ambos os valores já foram corrigidos na tabela de rentabilidade abaixo.

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%	2.99%	-2.42%	-1.81%	-4.62%
	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%
TOTAL	Portfólio												10.52%	
	Benchmark												35.84%	

Renda Fixa

O resultado da carteira de Renda Fixa foi bastante atrativo em dezembro devido a valorização dos títulos públicos. As NTN-B e a LTN com vencimento em jan/2016 foram os destaques, sendo que esta última teve sua exposição elevada no último mês.

Para janeiro retiramos CDBs da carteira, pois com o benefício fiscal das LCIs e das LCAs não faz sentido uma pessoa física aplicar em outros títulos. Lembramos que a Caixa e o Banco do Brasil são as melhores opções para LCIs e LCAs, com baixo risco de crédito. Bancos menores oferecem rentabilidades bastante atrativas, e são uma boa alternativa desde que dentro do limite do Fundo Garantidor de Crédito (R\$ 250 mil por CPF e instituição)

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
CDB AA	16%	0.83%	-16%	0%
NTN-B 15/05/35	20%	1.57%		
LCI/LCA AAA	18%	0.84%	16%	34%
LCI A+	12%	0.86%		
LTN 01/01/16	15%	1.30%		
LTN 01/01/17	13%	0.85%		
NTN-B 15/05/50	6%	1.59%		
TOTAL		1.10%		
Benchmark		0.78%		
%CDI		141.03%		

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%	1.10%	0.08%
	CDI	0.59%	0.48%	0.54%	0.60%	0.58%	0.59%	0.71%	0.70%	0.70%	0.80%	0.71%	0.78%	8.06%
	% CDI	125.42%	-	-	155.00%	-	-	174.65%	-	97.14%	113.75%	-	141.03%	0.98%
TOTAL	Portfólio													14.89%
	CDI													21.36%
	% CDI													69.72%

A carteira de Fundos Imobiliários recuou mais do que o IFIX no último mês, devido ao fato das cotas do fundo CSHG Brasil Shopping terem caído expressivos 10%. Esse é o fundo que tem o maior peso na carteira e recuou devido a uma penhora do imóvel do Shopping Goiabeiras que fica em Cuiabá/MT, do qual o fundo é credor.

No início de dezembro, a corretora CSHG divulgou fatos relevantes sobre o assunto e parte da penhora foi cancelada por liminar. Como acreditamos que a queda recente é superior ao possível impacto no fundo não vemos razão para reduzir sua exposição.

Acreditamos que há espaço para que os fundos imobiliários se valorizem em 2014, em pelo menos o seu rendimento considerado por nós justo, próximo de 14% ao ano.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	-10.06%	0.76%	-9.30%		
BTG Corporate Office	BRCR11	15%	-2.44%	0.70%	-1.74%		
RB Capital Renda II	RBRD11	15%	-5.98%	0.53%	-5.44%		
TRX Logística	TRXL11	18%	-3.26%	0.75%	-2.51%		
TRX Ed. Corporativos	XTED11	5%	-0.45%	0.85%	0.41%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	15%	-2.57%	0.87%	-1.70%		
		TOTAL	-5.48%	0.74%	-4.74%		
		IFIX			-2.62%		

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%	-4.74%	-10.10%
	IFIX	2.54%	-0.99%	-1.13%	-1.92%	0.02%	-7.23%	-0.70%	-3.64%	1.82%	1.65%	-0.84%	-2.62%	-12.64%
TOTAL	Carteira													24.80%
	IFIX													25.76%

O resultado da Carteira de Ações voltou a ser negativo em dezembro. O ano acaba e as maiores decepções foram ALL e Unicasa. A primeira, depois de ter recuado 60% nos anos de 2010, 2011 e 2012 parecia que reverteria seu processo de queda - ledô engano, a empresa continua tendo desententimentos com parceiros comerciais (e, agora, o governo), sem gerar lucros ou fluxo de caixa. A segunda não conseguiu reverter os problemas com as franquias e viu seus lucros reduzirem em 2013.

Do outro lado, vimos a Cielo se valorizar mais de 40% e a Tractebel quase 20%. Relativamente, o desempenho da carteira foi bom, pois conseguiu superar o rendimento do Ibovespa em 3 pontos percentuais.

Para janeiro, sugerimos reduzir exposição na Unicasa e retiramos Restoque e Petrobras. Incluímos os papéis da Cetip e elevamos exposição em Tractebel, Paraná Banco e nos iShares IBrX.

	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	14%	-3.11%	1%	15%
Cielo	CIEL3	10%	-3.10%		
Randon	RAPT4	10%	-3.46%		
Restoque	LLIS3	9%	-2.44%	-9%	0%
Vale	VALE5	9%	-0.18%		
Graziotin	CGRA4	8%	0.08%		
Paraná Banco	PRBC4	8%	-7.60%	1%	9%
Banco do Brasil	BBAS3	8%	-3.89%		
ALL	ALLL3	6%	-15.90%		
Unicasa	UCAS3	6%	-3.83%	-1%	5%
Petrobras	PETR4	6%	-10.67%	-6%	0%
Tractebel	TBLE3	6%	-6.01%	4%	
Cetip	CTIP3			10%	10%
TOTAL			-4.43%		
Ibovespa			-3.08%		

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%	-4.43%	-13.59%
	Ibovespa	-1.95%	-3.91%	-1.87%	-0.78%	-4.30%	-11.31%	1.64%	3.68%	4.65%	3.67%	-3.27%	-3.08%	-16.55%
TOTAL	Carteira												-12.49%	
	Ibovespa												-9.58%	

Alternativos

O desempenho da Carteira de Investimentos Alternativos ficou abaixo do IFMM em dezembro, mesmo com o bom resultado dos fundos CSHG TOP 30 e Bradesco Private Dólar. Os fundos Long Short da Claritas e da Perfin pressionaram para baixo o rendimento.

A corretora CSHG anunciou o fechamento do fundo CSHG Top 30 e, portanto, no próximo mês ele sairá da Carteira. É uma pena, pois 30% do seu patrimônio é investido no fundo Verde da mesma instituição, um dos melhores do mundo, porém o pesar não é maior porque os demais ativos deste fundo costumam prejudicar seu rendimento total.

Para janeiro não sugerimos alterações.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
CSHG Top 30 FIC.	Multigestor	18%	1.30%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	12%	0.52%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	12%	-0.60%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	13%	0.90%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	10%	0.17%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	10%	0.90%		
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	13%	0.35%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	12%	1.15%		
	TOTAL		0.63%		
	IFMM		1.19%		

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%	0.63%	8.68%
	IFMM	1.00%	0.45%	0.60%	0.50%	0.94%	0.46%	0.73%	0.93%	-0.53%	0.86%	1.85%	1.19%	9.34%
TOTAL	Carteira													11.88%
	Ibovespa													11.29%

Disclaimer

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.