



Certamente, 2014 não começou como os investidores imaginavam. Aliás, nem o mais pessimista deles poderia imaginar o Ibovespa cair tanto! Durante o final de 2012 e durante 2013, diversos economistas previram que uma tempestade perfeita poderia ocorrer esse ano em termos globais. Temos ainda 11 meses pela frente, e achamos que não veremos tal evento - principalmente pela recuperação dos EUA. Por outro lado, o Brasil se viu no olho de uma mini-crise que fez com que investidores estrangeiros fugissem da bolsa, além de inclinar ainda mais a curva de juros.

A situação econômica do país não era novidade para ninguém desde o ano passado. Mas, no início do mês Argentina e Turquia enfrentaram sérios problemas em relação às suas moedas (desvalorização gigante) e acabaram por espalhar o medo para outros países emergentes.

Assim, depois de figurar entre um dos mais promissores países para os investidores, o Brasil acabou sendo classificado, ao lado de Turquia, Indonésia, Índia e África do Sul como os “Cinco Frágeis”. Depois disso, tivemos a pior Balança Comercial da história em janeiro (déficit de US\$ 4,1 bilhões) e dezembro foi o pior mês para a Produção Industrial desde dezembro de 2008.

Não bastasse isso, o Fed deu continuidade a redução do seu programa de compra de ativos, reduzindo em mais US\$ 10 bilhões o volume de compras mensais, que agora está em US\$ 65 bilhões. Esse ritmo de redução deve ser mantido nas próximas reuniões e deveremos chegar ao final do ano sem qualquer injeção feita pelo Banco Central norte-americano. Os juros, porém, não devem sofrer alterações por um bom tempo.

Enfim, as coisas não estão fáceis para os investidores, mas são em momentos de turbulência que surgem as grandes oportunidades.

Indicadores

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2013
Renda Fixa													
CDI	0.84%												0.84%
IRFM	-0.18%												-0.18%
IMA-B	-2.55%												-2.55%
IMA Geral ex-C	-0.74%												-0.74%
Fundos Imobiliários													
IFIX	-6.74%												-6.74%
Ações													
Ibovespa	-7.51%												-7.51%
IBrX	-8.15%												-8.15%
Small Caps	-8.48%												-8.48%
Outros													
IFMM	0.36%												0.36%
Dólar	2.37%												2.37%
Ouro	6.73%												6.73%
Ouro (EUA)	3.85%												3.85%

	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	13.73%	16.88%	-0.98%								31.62%	9.59%
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%

Ano novo e mais do mesmo para o mercado financeiro brasileiro, que iniciou 2014 de forma ainda pior que o final de 2013. Em apenas um mês, o Ibovespa recuou mais de 7% e o índice de fundos imobiliários (IFIX) teve o pior desempenho da história.

Se não bastasse isso, o IMA-Geral, que mede a oscilação dos títulos públicos brasileiros, recuou 0,88%, e os fundos multimercados subiram pífios 0,36%. O único ativo que subiu foi o dólar, porque até a bolsa norte-americana, que vinha apresentado bons resultados, recuou no primeiro mês do ano.

O que está acontecendo? Nos Estados Unidos nada, pois a bolsa de lá apresentou um leve recuo depois de um ano de fartos ganhos. Além disso, o congresso de lá não deve colocar no ar novamente a novela do *debt ceiling* - a elevação do teto da dívida pública do país. Os republicanos ficaram com a imagem bastante fragilizada após a discussão do ano passado, que levou ao fechamento do governo por alguns dias.

Aqui no Brasil a história é outra, pois o mercado apenas caiu na real, mais rápido do que imaginávamos, que o crescimento do PIB será pior que o previsto anteriormente e que a inflação terá que ser segurada por juros altos.

O Bacen elevou a taxa básica (Selic) em 0,5% na última reunião, um pouco mais do que o mercado esperava, e isso aumentou ainda mais os rendimentos dos títulos pré-fixados e indexados à inflação. Com maior força da "gravidade", todos os ativos brasileiros recuaram!!!

Renda Fixa

Comprar títulos está fantástico, para qualquer prazo. Claro que a volatilidade vai continuar, mas como vemos pouca chance da Selic ultrapassar 12% a.a., os rendimentos estão ótimos - hora de começar a fazer uma carteira para 5, 10, 20 ou 30 anos.

Imóveis

Os fundos despencaram e estão em preços muito atrativos, de dar água na boca. Você conhece algum imóvel que vai te dar 0,9% a.m. isento de IR? Esse é o cenário atual dos fundos imobiliários, e como acreditamos que a vacância não vai subir de forma relevante, está na hora de sair às compras.

Imóveis "reais" são outra história, pois seus preços ainda continuam bastante altos. Esse cenário deve mudar neste ano com a alta dos juros e um provável recuo na renda do trabalhador. Não gostamos do termo bolha, pois quem estiver certo sobre o assunto irá se gabar de ter previsto ou não o fato, mas acreditamos que os preços dos imóveis devem recuar. A classificação em bolha ou não, se dará *ex-post*.

Ações

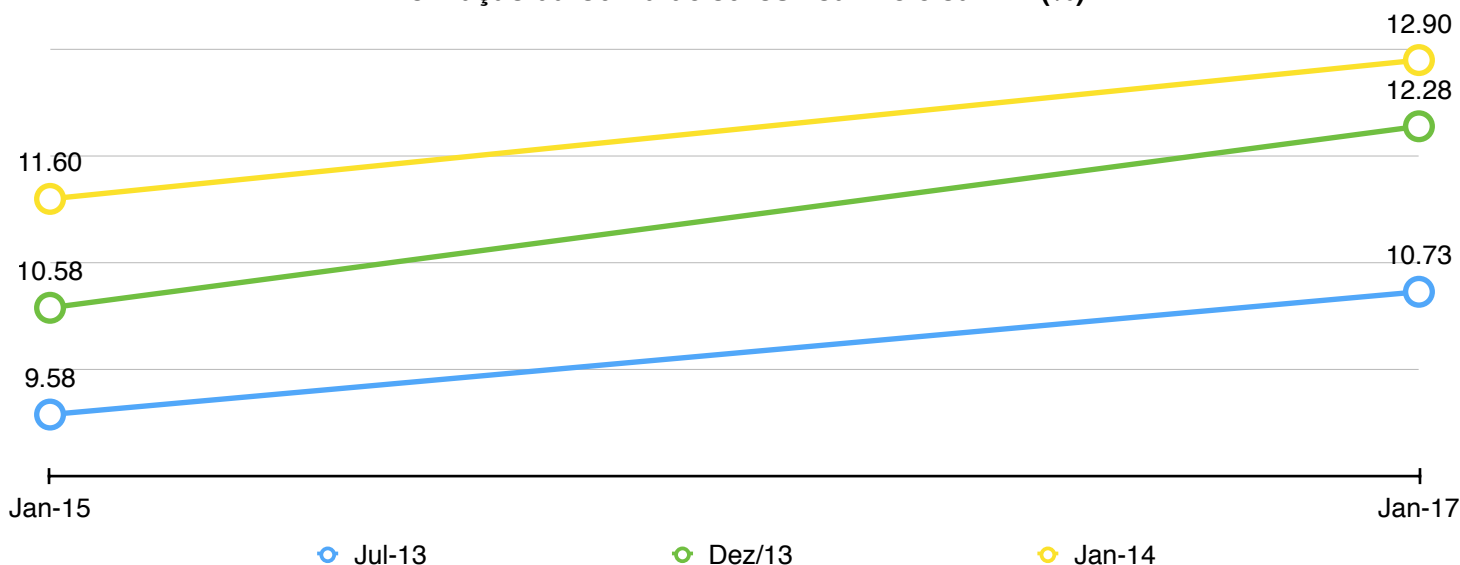
As empresas brasileiras já não estão mais caras que seus pares americanos, porém esse crescimento minguado do nosso país faz com que a precificação fique muito pressionada - o aumento dos juros também faz com que os preços caiam.

Ainda é cedo para comprar de olho fechado, mas parece que a liquidação está começando, ou seja, já dá para beliscar algumas compras. O investidor que tiver paciência para montar sua posição ao longo dos próximos meses poderá colher bons frutos no futuro.

Investimentos Alternativos

O dólar não parece que recuará tão cedo, mas não deve subir rapidamente - se isso ocorrer o Banco Central deverá intervir para controlar a inflação. O juros futuros continuam subindo, e a inclinação da curva de juros continua aumentando. Essa tendência deve continuar enquanto a economia brasileira não mostrar sinais de melhora nos próximos meses.

Inclinação da Curva de Juros - Jan/15 e Jan/17 (%)



O portfólio voltou a apresentar rendimento negativo em janeiro com o pessimismo dos investidores em relação às economias dos países emergentes e deterioração das contas públicas brasileiras.

Acreditávamos que esse pessimismo viria mais a frente (mais para perto das eleições), porém o investidor estrangeiro parece ter cansado do Brasil bastante cedo e o brasileiro passou a olhar muito os rendimentos do passado recente e desfez de posições quem vinham perdendo rendimentos.

Em resumo: nos dá a impressão de que os títulos indexados à inflação e os fundos imobiliários estão baratíssimos. Bolsa, apesar de estar rondando os 46 mil pontos, ainda não parece estar tão barata assim - o "forte esforço" do governo em não deixar o Brasil crescer trouxe um enorme impacto para a precificação das ações.

Em vista disso, sugerimos apenas o aumento de exposição em fundos imobiliários.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	35%	-0.99%	-1%	34%
Imóveis	26%	-6.92%	+1%	27%
Ações	25%	-7.59%		
Alternativos	14%	0.41%		
TOTAL		-3.91%		
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%	2.99%	-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%
2014	Portfólio	-3.91%												-3.91%
	Benchmark	1.10%												1.10%
TOTAL	Portfólio													6.20%
	Benchmark													37.34%

Renda Fixa

Os títulos públicos indexados à inflação voltaram a cair fortemente no primeiro mês de janeiro e seus rendimentos ultrapassaram a casa dos 7%a.a. + IPCA. Se considerarmos que a taxa de juros (Selic) não ultrapassará os 12% ao ano e no longo prazo o governo brasileiro não se tornará insolvente, os rendimentos estão extraordinários.

Por essa razão, sugerimos que o investidor aumente levemente sua exposição em pré-fixados e indexados à inflação. Isso aumentará a volatilidade da carteira de renda fixa, mas poderá fazer com que tenhamos uma rentabilidade bastante superior ao CDI ao longo do tempo.

Adicionamos a nossa tabela histórica o IMA Geral ex-C como base de comparação para nossa carteira de renda fixa. O *benchmark* sempre deve ter o mesmo perfil de risco de uma carteira ou fundo - por exemplo, a comparação de um carteira *Small Cap* com o Ibovespa não serve de absolutamente nada. Assim como o CDI não reflete, nem de perto, a exposição de risco que a nossa carteira de Renda Fixa tem. É a famosa frase de comparar maçãs com maçãs. Por ora, deixaremos o CDI na tabela, mas nosso objetivo é superar o IMA Geral ex-C.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LCI/LCA AAA	34%	0.91%		
NTN-B 15/05/35	20%	-4.46%		
LTN 01/01/16	15%	-0.63%		
LTN 01/01/17	13%	-0.77%		
LCI A+	12%	0.93%		
NTN-B 15/05/50	6%	-5.42%		
	TOTAL	-0.99%		
	IMA Geral ex-C	-0.74%		

Renda Fixa		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2011	Carteira									0.99%	1.12%	1.59%	0.51%	4.27%
	IMA Geral ex-C									1.07%	1.10%	1.54%	0.46%	4.23%
	CDI									0.94%	0.88%	0.86%	0.90%	3.63%
	% CDI									105.32%	127.27%	184.88%	56.67%	117.79%
2012	Carteira	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%
	IMA Geral ex-C	1.31%	1.30%	1.33%	2.36%	1.44%	0.53%	1.65%	0.94%	1.02%	2.19%	0.48%	1.17%	16.88%
	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	Carteira	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%
	IMA Geral ex-C	0.38%	-0.22%	-0.57%	1.29%	-1.89%	-0.70%	0.58%	-1.22%	0.95%	0.81%	-1.28%	0.93%	-1.00%
	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%
2014	Carteira	-0.99%												-0.99%
	IMA Geral ex-C	-0.74%												-0.74%
	CDI	0.84%												0.84%
	% CDI	-												-
TOTAL	Carteira													13.76%
	IMA Geral ex-C													19.72%
	CDI													22.38%
	% CDI													61.46%

Os fundos imobiliários despencaram em janeiro e seus rendimentos mensais provenientes dos alugueis distribuídos chegaram em níveis bastante elevados. Se compararmos aos rendimentos de um imóvel “real”, a coisa fica melhor ainda.

O rendimento médio dos fundos que acompanhamos está em 0,86% - achamos quase impossível alguém conseguir encontrar imóvel para compra que renda isso depois de retirados custos de administração, impostos e vacância, já no mês seguinte à compra.

Recomendamos trocar o fundo TRX Ed. Corporativos (XTED11) pelo fundo Rio Negro (RNGO11), pois este deverá aumentar o pagamento do aluguel nos próximos meses, já que sua vacância, que era a grande preocupação, zerou para os edifícios comerciais em dezembro. O fundo Rio Negro também é proprietário de um complexo industrial no Alphaville de Barueri/SP.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	-7.96%	0.85%	-7.12%		
TRX Logística	TRXL11	18%	-4.45%	0.79%	-3.66%		
BTG Corporate Office	BRCR11	15%	-8.55%	0.75%	-7.80%		
RB Capital Renda II	RBRD11	15%	-8.57%	0.57%	-8.00%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	15%	-9.20%	0.90%	-8.31%		
TRX Ed. Corporativos	XTED11	5%	-8.24%	0.86%	-7.38%	-5%	0%
Rio Negro	RNGO11					+5%	5%
		TOTAL	-7.71%	0.79%	-6.92%		
		IFIX			-6.74%		

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%
2014	Carteira	-6.92%												-6.92%
	IFIX	-6.74%												-6.74%
TOTAL	Carteira													16.17%
	IFIX													17.28%

O desempenho da carteira de ações ficou muito próximo do resultado do Ibovespa. Os destaques negativos ficaram por conta das quedas de 18% e 14% respectivamente da Randon e do Banco do Brasil.

A Randon deve ter um bom desempenho com as vendas em 2014, pois as vendas de caminhões no Brasil voltaram a crescer. Já o Banco do Brasil ainda sofre com o processo das poupanças no STF, a subordinação ao governo brasileiro e poderá ter problemas à frente caso o desemprego aumente devido aos empréstimos desenfreados feitos no passado. Por isso, iremos trocá-lo pelo Itaú Unibanco. Já no terceiro trimestre do ano passado, o Itaú mostrou boa melhora operacional e nos parece que, finalmente, conseguiu absorver a estrutura do Unibanco. Somado a isso, a alta dos juros (que será benéfica a todas as instituições) deveremos ter um bom ano pela frente para o banco.

A ALL foi a única empresa da carteira que apresentou resultado positivo, impulsionado pela perspectiva de que a Cosan poderá fazer outra oferta por ações da companhia.

	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	15%	-8.04%		
Cielo	CIEL3	10%	-2.15%		
Randon	RAPT4	10%	-18.89%		
Tractebel	TBLE3	10%	-4.01%		
Cetip	CTIP3	10%	-2.15%		
Vale	VALE5	9%	-8.34%		
Paraná Banco	PRBC4	9%	-5.17%		
Graziotin	CGRA4	8%	-8.00%		
Banco do Brasil	BBAS3	8%	-14.39%	-8%	0%
ALL	ALLL3	6%	0.76%		
Unicasa	UCAS3	5%	-9.27%		
Itaú Unibanco	ITUB4	0%		+8%	8%
TOTAL			-7.59%		
Ibovespa			-8.15%		

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%
2014	Carteira	-7.59%												-7.59%
	Ibovespa	-8.15%												-8.15%
TOTAL	Carteira													-19.13%
	Ibovespa													-16.95%

Alternativos

O rendimento da Carteira de Investimentos Alternativos ficou abaixo do CDI em janeiro, porém superou o IFMM (Índice de Fundos Multimercados do BTG Pactual). Os fundos Long Short da Claritas e da Perfin novamente foram os destaques negativos e o destaque de alta foi o fundo Cambial do Bradesco, que segue a oscilação do dólar.

Devido ao fato do fundo CSHG Top 30 ter fechado para captação, vamos retirá-lo da carteira para inclusão do fundo Safra Galileo. Como este fundo apresenta elevada volatilidade, ele terá um percentual inferior aos demais.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
CSHG Top 30 FIC.	Multigestor	18%	0.57%	-18%	0%
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	12%	1.01%	+2%	14%
Claritas Long Short	Long Short Direcional	12%	-0.92%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	13%	0.00%	+2%	15%
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	10%	-1.01%	+2%	12%
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	10%	0.93%	+2%	12%
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	13%	0.40%	+3%	16%
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	12%	2.18%		
Safra Galileo FIM	Multigestor			+7%	7%
	TOTAL		0.41%		
	IFMM		0.36%		

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%
2014	Carteira	0.41%											0.41%	
	IFMM	0.36%											0.36%	
TOTAL	Carteira												12.33%	
	IFMM												11.69%	

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.