



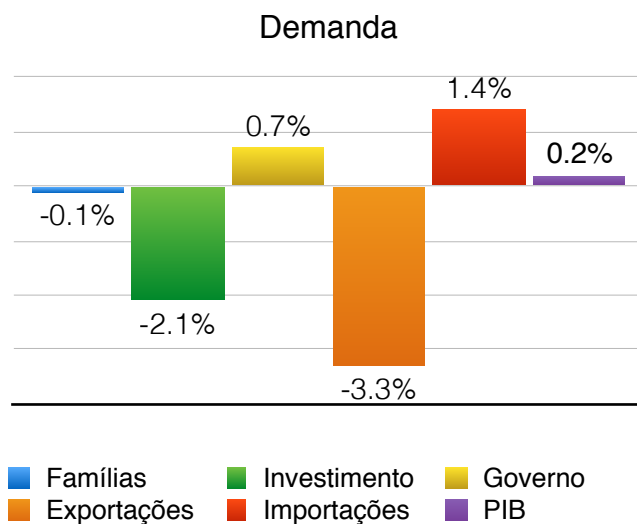
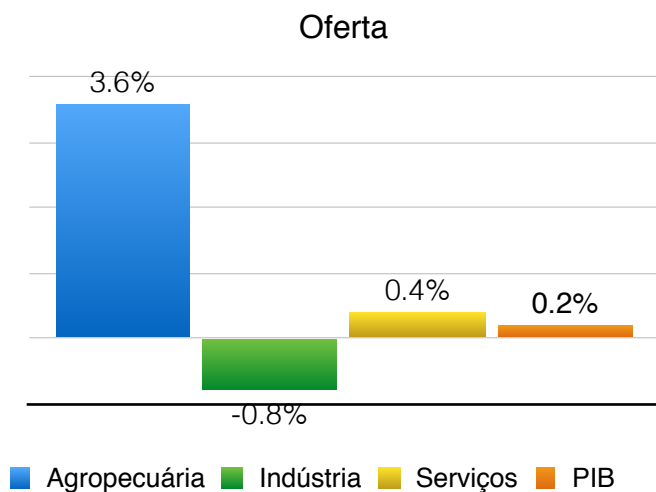
Maio veio para lembrar que os fundamentos econômicos importam mais que pesquisas eleitorais, e após o Ibovespa bater em (caros e quase injustificáveis) 54 mil pontos, as ações recuaram e fecharam o mês em leve queda.

O mês começou com o IPCA de abril, que, apesar da desacelerada, acumula 6,27% bem próximo do limite superior da banda - e muito acima da meta de 4,5%. Globalmente, os preços dos alimentos estão subindo e o Banco Mundial, inclusive, emitiu um alerta sobre isso. Possivelmente teremos El Niño esse ano, o que pode causar um choque e fazer com que fechemos o ano com inflação bem alta. Isso terá impacto direto sobre a população, já que cerca de 10 milhões de pessoas estão na fronteira das classes C e D, e podem ser "rebaixadas" caso os preços continuem subindo.

Depois, o julgamento do caso das poupanças das décadas de 80 e 90 voltou a assombrar os bancos. No final das contas, houve mais um adiamento - a pedido do governo e bancos - e ninguém sabe quando isso terá fim, e qual será seu impacto (estima-se algo entre R\$ 8 bilhões e R\$ 340 bilhões, ou seja, ninguém tem ideia).

E, para fechar o mês, tivemos o PIB brasileiro do 1T14. Crescemos meros 0,2% nos três primeiros meses do ano, em relação ao 4T12. Esse resultado deve diminuir ainda mais a expectativa de crescimento para 2014 (que era 1,65%). Indo um pouco mais a fundo, vamos ver como a economia se saiu do lado da oferta e da demanda.

Na oferta, o que nos salvou, mais uma vez, foi a agropecuária. A indústria, novamente, recuou e os Serviços tiveram leve alta. A demanda foi um desastre, as exportações despencaram, os investimentos diminuíram e o consumo das famílias ficou estável. Por outro lado, gastos do governo e importações subiram.



Esse é o cenário que temos no Brasil: baixo crescimento, inflação e juros altos. O COPOM manteve os juros estáveis em sua última reunião. Apesar da decisão já ser esperada, muita gente acredita que a Selic deveria continuar subindo e chegar aos 12% - quem sabe após as eleições. Quem sabe não seja hora seguir os passos de Itália e Inglaterra que irão colocar prostituição e tráfico de drogas no cálculo de seus respectivos PIBs, afinal, de contabilidade criativa entendemos bem.

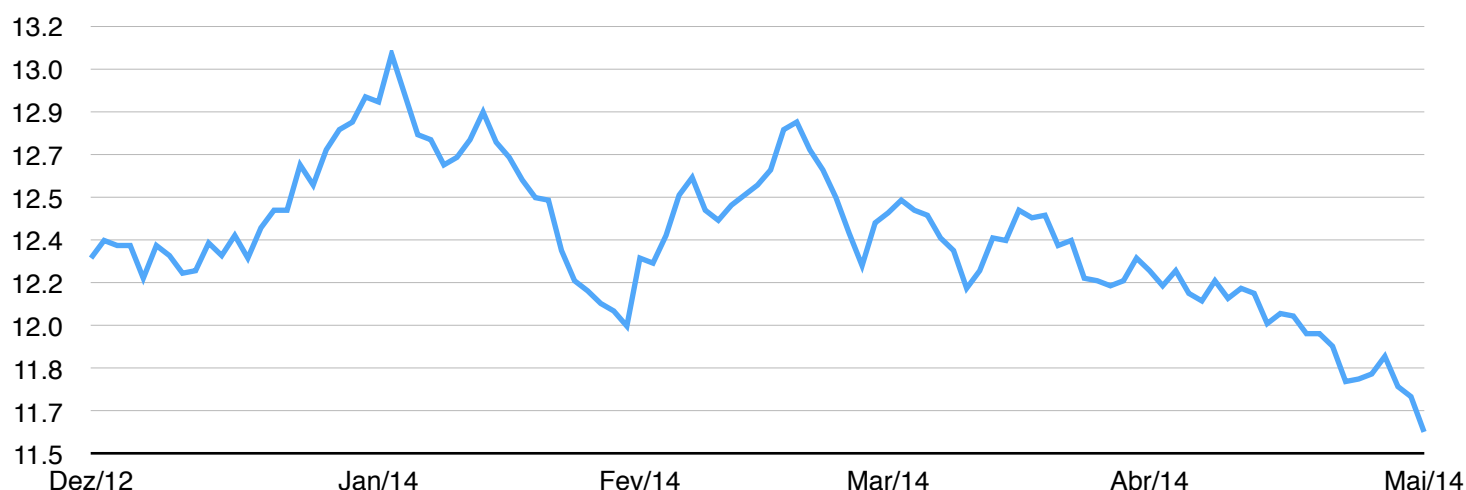
Indicadores

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	2014
Renda Fixa													
CDI	0.84%	0.78%	0.76%	0.82%	0.86%								4.13%
IRF-M	-0.18%	2.18%	0.63%	1.28%	1.84%								5.87%
IMA-B	-2.55%	4.44%	0.90%	2.42%	4.27%								9.67%
IMA Geral ex-C	-0.74%	2.64%	0.68%	1.59%	2.51%								6.82%
Fundos Imobiliários													
IFIX	-6.74%	3.74%	0.42%	1.04%	1.40%								-0.46%
Ações													
Ibovespa	-7.51%	-1.14%	7.05%	2.38%	-0.75%								-0.54%
IBrX	-8.15%	-0.32%	6.89%	2.71%	-1.12%								-0.61%
Small Caps	-8.48%	-1.00%	4.30%	-0.97%	1.06%								-5.42%
Outros													
IFMM	0.36%	0.31%	0.29%	0.33%	1.02%								2.33%
Dólar	2.37%	-2.90%	-3.04%	-1.69%	0.34%								-4.93%
Ouro	6.73%	2.18%	-4.76%	-2.07%	0.00%								1.72%
Ouro (EUA)	3.85%	6.58%	-3.26%	0.55%	-0.03%								7.63%

	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%

A maior oscilação observada no mercado financeiro em abril foi a valorização de mais de 4% dos títulos públicos indexados à inflação, representados pelo índice IMA-B. A taxa de juros real, taxa nominal descontada da inflação, recuou de forma relevante, pois ao mesmo tempo que os preços continuam muito pressionados, o “pibinho” do primeiro trimestre oferece ainda mais razões para o Banco Central não subir mais os juros. Observou-se no mercado futuro que o vencimento de jan/17 recuou de 13,09% para 11,59% entre o início de fevereiro e o final de maio, demonstrando que pouco se acredita que a SELIC subirá ainda mais.

DI Futuro - Jan/17



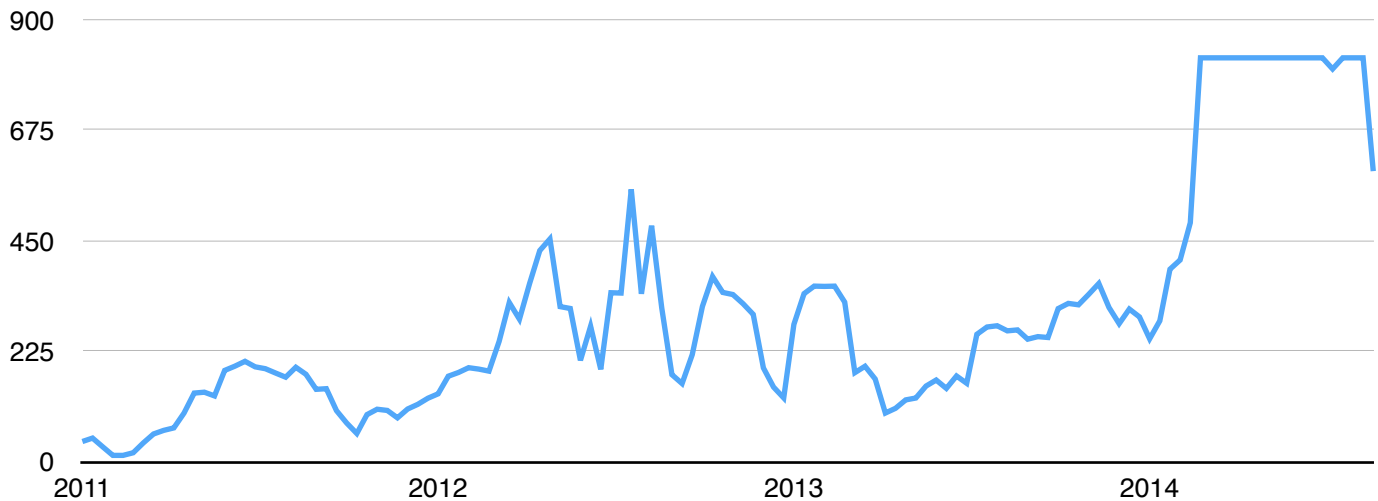
Além do PIB, a baixa popularidade da presidente Dilma parece ser mais um incentivo para os juros permanecerem nos níveis atuais, já que a elevação da taxa pode pressionar ainda mais sua popularidade.

O Ibovespa parece ter sido quem mais sofreu com o fraco desempenho da economia brasileira. No dia 30, quando o PIB foi divulgado, o principal índice de ações da BM&FBovespa recuou 1,9% e encerrou o mês levemente negativo, confirmando nossa expectativa divulgada na Carta Inva Capital de abril de que haveria pouco espaço para que o mercado de ações continuasse subindo.

No mercado de câmbio, que costuma andar na contramão das ações, não tem se observado grandes oscilações. Desde o início de abril, a cotação da moeda norte-americana tem ficado entre R\$ 2,20 e R\$ 2,25, com o Banco Central agindo para não deixar o dólar disparar - apenas mais uma forma de tentar segurar a inflação.

Parece que o dólar está barato, pois o Brasil vive uma crise bastante perigosa. O preço da energia elétrica está nos limites máximos, a economia não cresce, a produtividade ainda está em rota de queda, nossa Balança Comercial está nos níveis mais baixos da história (1º trimestre de 2014) e os investimentos despencaram. Se não bastassem os dados econômicos, a política não está das melhores.

Preço da Energia - CCEE (R\$/MWh)



Essa crise é muito diferente das observadas nos últimos anos, pois é interna e de fundamentos extremamente importantes. Além disso, ela tem se deteriorado aos poucos, deixando os brasileiros a espera de algo - o que é perigoso, pois contra uma crise são necessárias ações vigorosas.

Tem sido difícil encontrar otimismo para se investir no Brasil nesse momento. A taxa real de juros recuou, os imóveis ainda estão caros e os rendimentos dos alugueis estão pífios, fundos imobiliários estão no preço adequado e o mercado de ações está cansando os investidores com resultados ruins há um bom tempo.

Investir no exterior é uma alternativa? A melhor hora sem dúvida já passou, pois o câmbio estava em níveis mais favoráveis e os ativos no exterior estavam mais baixos (Imóveis e Ações).

Apesar desse aparente desânimo, devemos lembrar que é em momentos ruins e de crise que surgem as boas oportunidades. Os investidores podem ficar menos expostos a ativos de maior risco e aumentar sua liquidez para esperar novas oportunidades que deverão surgir. E, claro, muita paciência, que é uma grande virtude dos sábios investidores.

Maio foi novamente um bom mês para o Portfólio recomendado da Inva Capital, com ótimo resultado para a Renda Fixa e os Fundos Imobiliários.

O recuo dos juros de longo prazo impulsionou os ganhos da Renda Fixa. Do outro lado, vimos o baixo desempenho do mercado de ações que ficou pressionado com o baixo crescimento da economia no primeiro trimestre deste ano - o rali eleitoral perdeu sua força.

Vamos reduzir um pouco a exposição do portfólio às classes de investimento de maior volatilidade e, portanto, retiramos peso de Imóveis e de Ações para colocarmos em Renda Fixa e Investimentos Alternativos.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	34%	2.31%	7%	41%
Imóveis	26%	3.90%	-4%	22%
Ações	26%	1.37%	-6%	20%
Alternativos	14%	0.81%	3%	17%
TOTAL		2.28%		
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%	2.31%	2.16%	1.49%	2.28%								4.25%
	Benchmark	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%								5.62%
TOTAL	Portfólio													15.22%
	Benchmark													43.48%

Renda Fixa

A carteira de renda fixa apresentou ótimo rendimento, mas ficou levemente abaixo do IMA Geral ex-C, seu *benchmark*. O destaque foram os títulos indexados à inflação que chegaram a subir mais de 5% em maio.

A taxa real de juros recuou mais do que acreditamos que seja adequado para segurar a inflação e para compensar o risco Brasil para o momento, que sob o nosso ponto de vista apresenta maiores incertezas.

Em vista disso, sugerimos reduzir a exposição em NTN-B e elevar em títulos que seguem a taxa básica de juros como as LCIs. Sugerimos LCIs de bancos de segunda linha, pois suas taxas estão boas, porém recomendamos investimentos próximos ao valor do limite da garantia do Fundo Garantidor de Crédito, que é de R\$ 250 mil.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LCI/LCA AAA	50%	0.93%		
NTN-B 15/08/2024	16%	3.92%	-1%	15%
LTN 01/01/16	15%	1.69%		
NTN-B 15/05/35	12%	6.89%	-2%	10%
LCI A+	12%	0.95%	3%	15%
LTN 01/01/17	5%	2.38%		
TOTAL		2.31%		
IMA Geral ex-C		2.51%		

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%	2.52%	0.62%	1.62%	2.31%								6.19%
	IMA Geral ex-C	-0.74%	2.64%	0.68%	1.59%	2.51%								6.82%
	CDI	0.84%	0.78%	0.76%	0.82%	0.86%								4.13%
	% CDI	-	323.08%	81.58%	197.56%	268.60%								149.92%
TOTAL	Carteira													22.00%
	IMA Geral ex-C													28.84%
	CDI													26.37%
	% CDI													83.44%

O resultado da Carteira de Imóveis foi muito bom em maio. Os fundos imobiliários se beneficiaram com o possível fim do ciclo de alta dos juros. Os destaques ficaram para o Brasil Absoluto e o Brasil Shopping. Falamos de ambos no mês passado.

O Brasil Shopping estava sendo negociado muito abaixo do seu valor patrimonial e do seu valor justo. A alta de maio ainda deixa espaço para as cotas avançarem mais um pouco. Já o Brasil Absoluto (que é um fundo de fundos imobiliários) teve seu peso aumentado mês passado e contribuiu bastante para o resultado da carteira.

No texto de investimentos, escrevemos que os fundos imobiliários estão no preço adequado, por isso, a rentabilidade da carteira nos próximos meses deve ser abaixo da que tivemos em maio. Mesmo assim, temos uma carteira bastante diversificada e composta por fundos muito bem geridos. Não faremos alterações esse mês.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	3.03%	0.84%	3.87%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	22%	9.04%	0.99%	10.03%		
TRX Logística	TRXL11	18%	1.15%	0.88%	2.03%		
RB Capital Renda II	RBRD11	15%	0.03%	0.60%	0.63%		
BTG Corporate Office	BRCR11	13%	-0.84%	0.80%	-0.03%		
		TOTAL	3.06%	0.84%	3.90%		
		IFIX			1.40%		

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%	5.63%	1.67%	0.75%	3.90%								4.64%
	IFIX	-6.74%	3.74%	0.42%	1.04%	1.40%								-0.46%
TOTAL	Carteira													30.59%
	IFIX													25.18%

Acompanhamos a Panvel há algum tempo e quando, no final de abril, ela encontrava-se extremamente desvalorizada não tivemos dúvida em colocar em nossa carteira. Só não imaginávamos que a recuperação seria tão rápida. Com alta de mais de 25%, a empresa ajudou nossa carteira ter rentabilidade positiva em maio. Além dela, Cielo e Cetip voltaram a subir.

Do lado negativo, os bancos tiveram dificuldades com o julgamento das poupanças. Já a Randon passa por um cenário difícil com a indústria automobilística em baixa. E a Vale continua mostrando dificuldades com a mudança de foco da China da infraestrutura pra o consumo.

No mês passado, já havíamos reduzido o peso de Vale; dessa vez vamos retirá-la da carteira. A empresa tem dificuldade em se adaptar a essa mudança conjuntural da China e as declarações de seus diretores mostram que isso deve continuar por um tempo, já que eles insistem que o país asiático não irá reduzir o consumo de minério de ferro (lembrando muito o ministro Guido Mantega que, até hoje, coloca a culpa em fatores externos para explicar os problemas da economia brasileira).

Assim, aumentamos o peso de BRAX11, Grazziotin, Itaú e Panvel.

Empresa	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	19%	1.02%	1%	20%
Cetip	CTIP3	12%	5.57%		
Cielo	CIEL3	11%	1.34%		
Tractebel	TBLE3	11%	0.12%		
Paraná Banco	PRBC4	10%	-5.31%		
Grazziotin	CGRA4	8%	0.11%	2%	10%
Itaú Unibanco	ITUB4	8%	-5.11%	2%	10%
Panvel	PNVL3	8%	25.81%	2%	10%
Vale	VALE5	7%	-2.95%	-7%	0%
Randon	RAPT4	6%	-9.72%		
TOTAL			1.37%		
Ibovespa			-0.75%		

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%	-0.67%	5.87%	2.67%	1.37%								1.14%
	Ibovespa	-7.51%	-1.14%	7.05%	2.38%	-0.75%								-0.54%
TOTAL	Carteira													-11.49%
	Ibovespa													-10.07%

Alternativos

Ficamos um pouco abaixo do IFMM em maio. O Safra Galileo se recuperou bem, assim como o Bradesco Private Dólar. Um grande programa de *swaps* do Banco Central (lançado em agosto do ano passado) vai se encerrar esse mês, e o mercado já mostra que tem apetite para a moeda norte-americana. Resta saber se a autoridade monetária vai renovar a recompra de dólares.

Enfim, o resultado da carteira foi muito bom, e ela tem mostrado baixa volatilidade - por isso aumentamos seu peso em nosso portfólio. Não faremos alterações na carteira.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	16%	1.58%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	15%	1.00%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	14%	-0.36%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	13%	0.14%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	11%	1.10%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	12%	1.00%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	12%	1.00%		
Safra Galileo FIM	Multiestratégia	5%	2.18%		
	TOTAL		0.81%		
	IFMM		1.02%		

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%	0.21%	-0.07%	0.37%	0.81%								1.74%
	IFMM	0.36%	0.31%	0.29%	0.33%	1.02%								2.33%
TOTAL	Carteira													13.82%
	IFMM													13.89%

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 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.