

Economia Internacional - Super Mario

Logo que assumiu a presidência do Banco Central Europeu (ECB), o italiano Mario Draghi ganhou rapidamente o apelido de Super Mario. Apelido condizente com os poderes dados ao ECB e as medidas anunciadas por seu presidente.



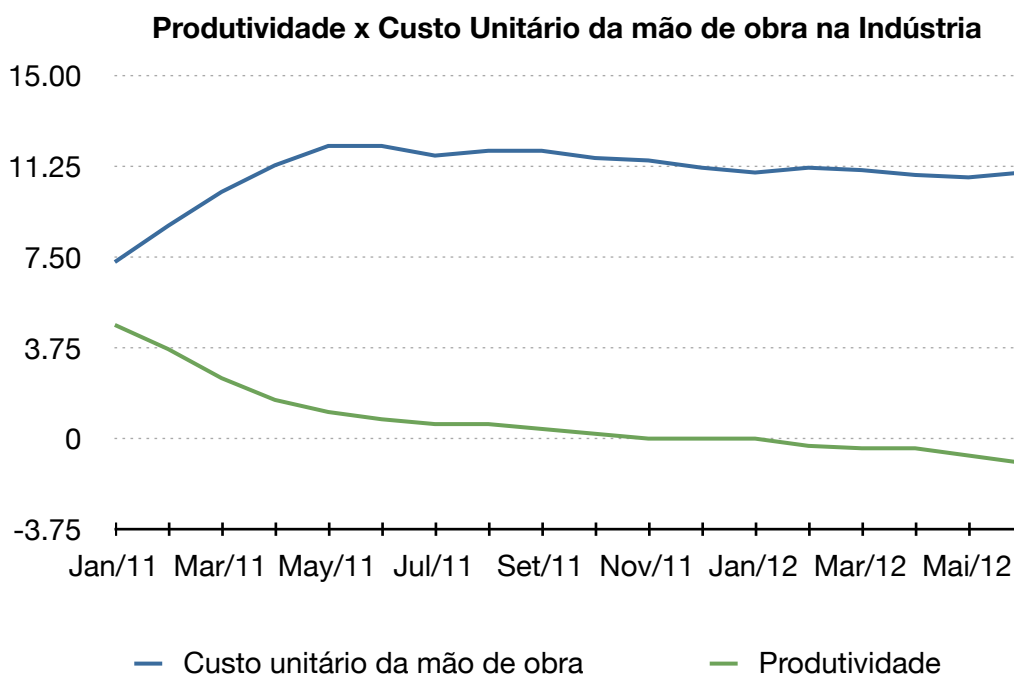
A última vez que Super Mario falou, final de julho, foi para dizer que faria o que fosse preciso para defender o euro e a União Europeia. Foi o suficiente para os mercados subirem. O grande problema é que isso acabou aumentando, e muito, as expectativas do mercado para novas e grandes medidas; coisa que ainda não aconteceu. Inclusive, o cancelamento de sua participação no fórum de bancos centrais e economistas em Jackson Hole (EUA) gerou uma certa onda de incerteza e a dúvida se uma nova crise estava a caminho.

A expectativa está sobre a coletiva de imprensa marcada para 06/09. Rumores mostram que Super Mario irá propor um programa ilimitado de recompra esterilizado (e a gente achando que nunca leria isso num texto de economia). Isso quer dizer que cada compra de título, terá uma baixa de mesmo valor nos gastos do ECB, mantendo o nível de moeda estável.

É mais uma medida tampão, que poderá dar mais tempo para que os países europeus se organizem. Elas somente irão funcionar por lá quando o ECB tiver o controle sobre os bancos e uma união fiscal seja efetivamente feita (algo como Estados Unidos da Europa). Até lá, Super Mario terá muito trabalho para resgatar a princesa.

Economia Brasileira - O Desempenho do PIB no Segundo Semestre de 2012 e o Restabelecimento das Margens de Lucro

Os dados do PIB no segundo semestre de 2012 devem ser analisados pela ótica empresarial. Mas o que queremos dizer sobre isso? O ritmo fraco de recuperação da atividade produtiva reflete a necessidade de restabelecimento das margens de lucros das empresas. Explico: a indústria geral vem perdendo produtividade no fator mão de obra – capacidade de produzir um determinado bem, com menos recursos – como destacado pelo gráfico abaixo.



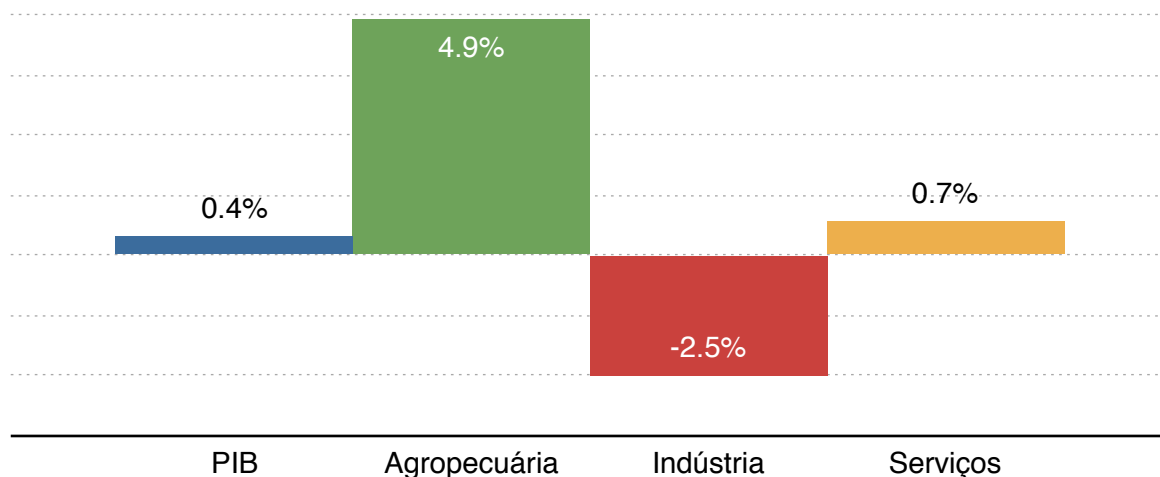
Fonte: IBGE - PIMES e Inva Capital

Como os salários nominais anualizados estão subindo em torno de 10%, o custo unitário do trabalhador inevitavelmente sobe. Os custos trabalhistas unitários são os custos com remuneração que não são anulados pelos ganhos em produtividade, e eles estão relacionados com a inflação em um ambiente de maximização de lucros. As empresas precisam aumentar seus preços para manterem suas margens. Entretanto, a forte queda na demanda internacional deprimem os *markups* das empresas.

Como a indústria, intensiva em capital, é mais sensível às variações na demanda mundial, o setor sofre muito mais. O menor crescimento chinês; a menor demanda argentina por produtos brasileiros; e as elevadas taxas de desemprego nos EUA e Europa prejudicam o desempenho industrial brasileiro, mesmo com uma taxa de câmbio mais desvalorizada.

Pelo lado da oferta agregada, esse argumento se torna muito claro. O fraco crescimento do PIB no 2T12 (0,4%) pode ser creditado à forte queda na produção industrial (-2,5%). Mesmo com a melhora no crescimento da agropecuária (4,9%) e a relativa estabilização dos serviços (0,7%), o setor industrial apresentou uma queda muito expressiva, puxando para baixo o desempenho da economia nacional.

Desempenho do PIB no 2T12 - Demanda Agregada

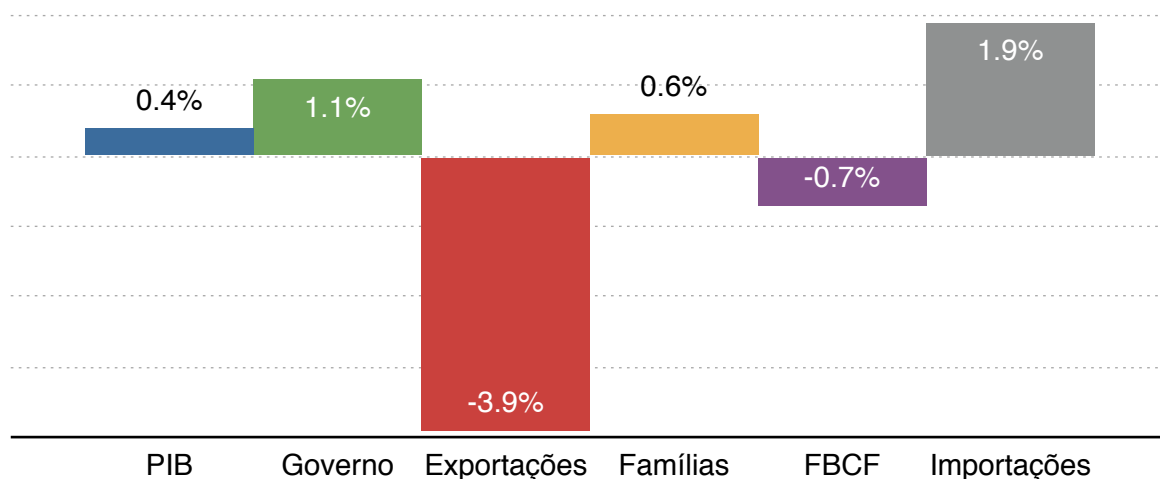


Fonte: IBGE (trimestre contra trimestre imediatamente anterior)

Pelo lado da demanda agregada, podemos destacar que a queda das exportações (-3,9%) refletem a perda de competitividade das empresas brasileiras. Esse fato se justifica pelo elevado custo de transporte, excessiva carga tributária sobre bens e serviços e qualificação da mão de obra, por exemplo.





Infelizmente, a consequência natural dessa dinâmica se reflete na redução dos investimentos produtivos (-0,7%) o qual, na melhor das hipóteses, se recuperará no primeiro semestre do próximo ano. Enquanto isso, teremos uma fraquíssima recuperação do PIB brasileiro.

Desempenho do PIB no 2T12 - Oferta Agregada



Fonte: IBGE (trimestre contra trimestre imediatamente anterior)

Principais Indicadores Econômicos

Indicador	Valor	Tendência	Comentário
Juros	Selic 7,50%		O governo parece ter encerrado o ciclo de redução nos juros - poderemos ter ainda mais um corte de 0,25% até o final do ano.
Câmbio	R\$/US\$ 2.0570		Mesmo tendo um sistema de câmbio flutuante, o governo brasileiro parece confortável com o dólar na banda de R\$ 2,00 - R\$ 2,10.
Inflação	IPCA (12 meses) 5,20%		O aumento no preço dos alimentos fez com que tivéssemos pressões inflacionárias. Isso deve continuar por mais alguns meses, mas não deverá afetar os preços no longo prazo.
PIB	2T12: 0,4%		A tendência de alta do PIB continua, e deve mostrar boa aceleração no segundo semestre.

INVESTIMENTOS

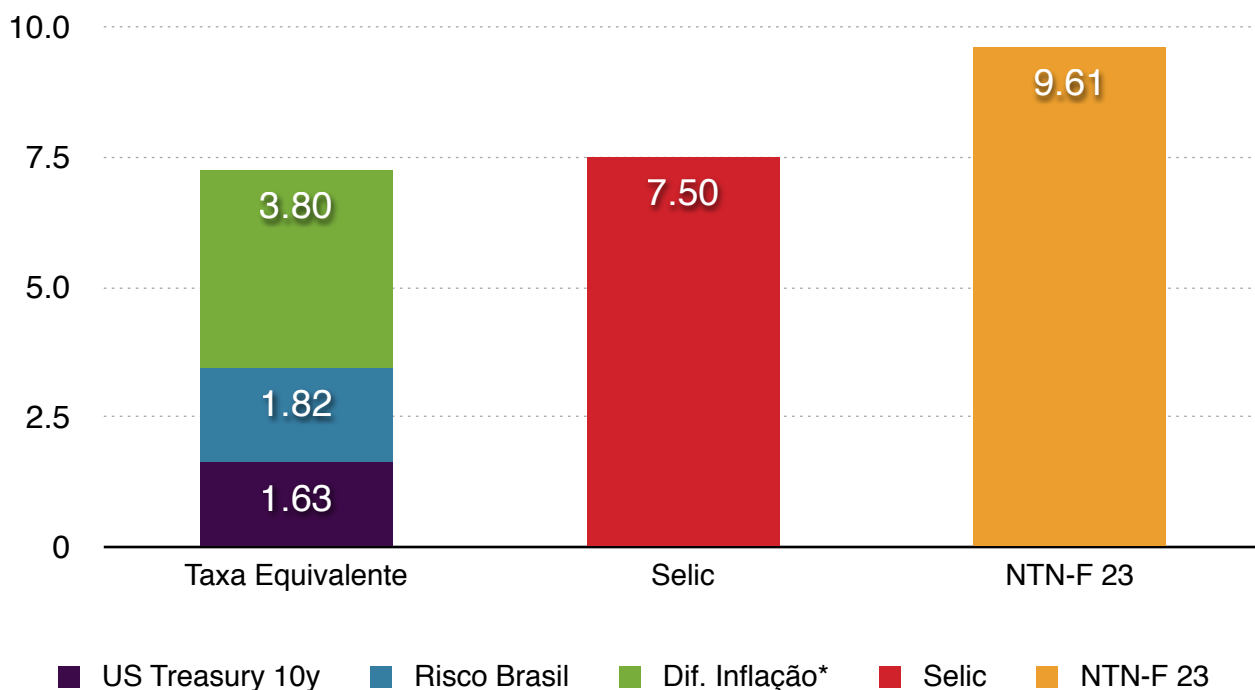
Foi-se a época que investir era fácil no Brasil.

O período mais fácil para investimentos no Brasil ficou para trás. Foi-se o tempo que ganhar 15%, 16%, 18% ao ano sem maiores riscos em CDBs de primeira linha ou em fundos DI era uma realidade. Ficaram para trás também aqueles períodos em que comprar qualquer coisa na bolsa lhe dava retornos fartos por anos a fio. Cada dia fica mais claro que, não apenas os aluguéis, mas também a valorização dos imóveis é algo que não deixará mais o investidor sorrindo à toa.

Em agosto, o Comitê de Política Monetária do Banco Central reduziu mais uma vez os juros para novo patamar recorde e, desde então, a Selic e o CDI diário vem girando próximo de 7,4% ao ano.

A taxa básica brasileira recuou para níveis mais próximos da taxa de juros dos níveis internacionais (conforme o gráfico abaixo). Isso ajudará a reduzir pressão sobre o dólar, mas ainda não parece ter auxiliado em nada a indústria brasileira, conforme apresenta conteúdo econômico nesta Carta.

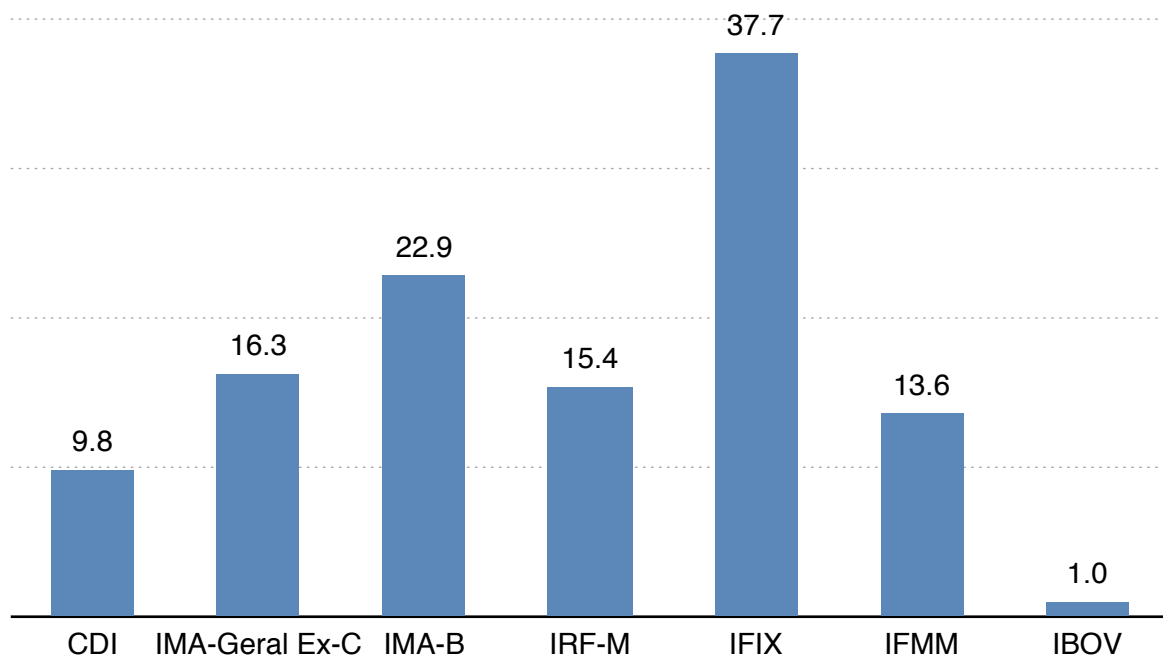
Comparação entre taxas brasileiras e dos EUA



*Diferença entre CPI-Bureau of Labor and Statistics e o IPCA-IBGE acumulados em 12 meses até julho.
Fontes: BLS, IBGE, Bacen e Tesouro Direto

O efeito positivo da queda dos juros já foi sentido nos títulos de renda fixa prefixados (NTN-F) e indexados a inflação. Fundos imobiliários e imóveis em geral também já tiveram seus efeitos desse novo cenário. Fundos multimercados deixaram o pior para trás e acabaram entrando na onda dos juros baixo com bons rendimentos.

Rendimento(%) em 12 meses - até 31 de agosto

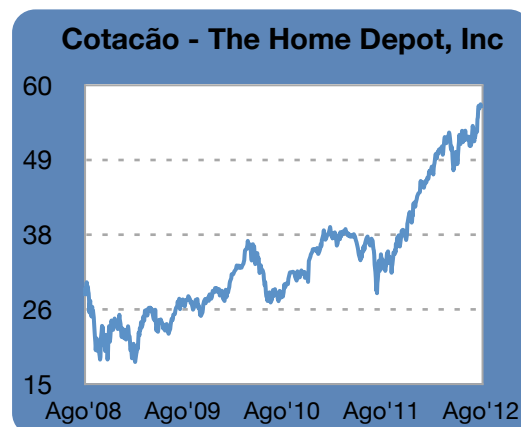


Fontes: Cetip, Anbima, BM&FBovespa e BTG Pactual

Já para o mercado de ações será que a situação é diferente?

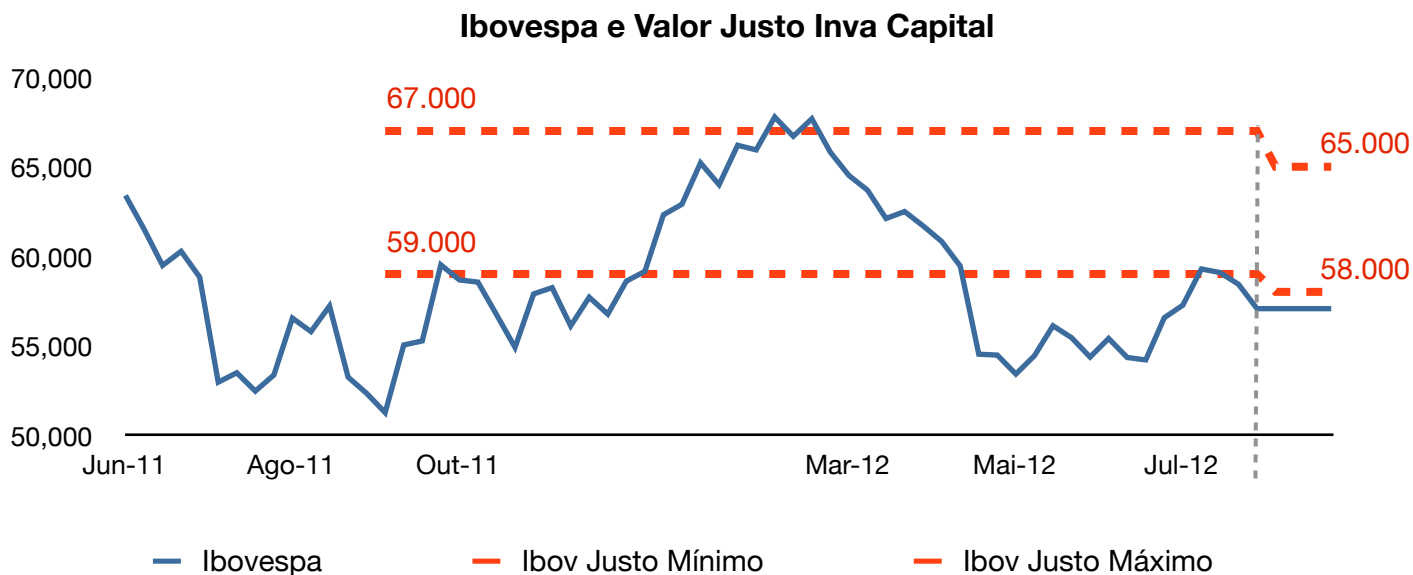
Acima, podemos observar que as ações foram o único ativo a apurar rendimento inferior ao CDI nos últimos doze meses. O desempenho da bolsa brasileira não tem sido atrativo! Alguns justificam, equivocadamente, que a volatilidade está alta (que na verdade anda bem baixa ultimamente). O grande problema é a desaceleração da economia global. O primeiro semestre foi bastante fraco em países importantes para as empresas brasileiras, como a China. Além disso, as coisas foram bem lentas por aqui.

Esses últimos fatores impactaram diretamente no resultado das empresas, fazendo com seu lucro (e a perspectiva deles) mais o caísse. A economia norte-americana não está lá essas coisas, mas as suas empresas ganharam eficiência e voltaram da crise iniciada em 2008 com resultados melhores do que os anteriores. A Boeing vem lucrando como nunca. Bancos decentes como Wells Fargo e US Bancorp batem recordes de resultados. Home Depot quem diria, empresa que depende do ânimo imobiliário, bate recordes na bolsa.



A relação Preço/Lucro de empresas como essas está em 12 e a média dos EUA está em 15 contra 12 no Brasil. Esse tem sido um problema... apesar de acreditarmos que o P/L para o Brasil hoje deva ser 16, similar a países como México, Chile, Colômbia, Canadá e Austrália, nossas empresas estão apresentando lucros decrescentes e isso precisa ser revertido. É nisso que acreditamos, mas ainda não há certeza de que irá acontecer, tampouco quando.

Atualizamos, portanto, nosso preço justo para o Ibovespa para um valor entre 58 mil e 65 mil pontos. Não há razão para ser inferior a isso, mas também ainda não existe confiança no futuro dos lucros das nossas empresas a ponto de elevá-lo para a casa dos 70 mil pontos. Lembramos que o preço justo é para o presente momento, ou seja, não é um valor alvo para o futuro.



RECOMENDAÇÕES

PORTFÓLIO

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	53%	0.70%		53%
Imóveis	19%	0.69%	-2%	17%
Renda Variável	28%	0.20%	+2%	30%
TOTAL		0.56%		
Benchmark		1.10%		

O portfólio da Inva Capital apresentou rendimento levemente baixo em agosto, devido principalmente a baixa performance da carteira de ações. Finalizada a temporada de balanços, pudemos rever nosso preço justo para a Ibovespa e recomendamos elevação do peso para o segmento em detrimento ao segmento de Imóveis, que conforme nosso relatório divulgado em 03/08 parece ter chegado a exaustão. Em agosto, encerramos o primeiros 12 meses das nossas carteiras recomendadas e o que nos traz motivos para comemorações foi o fato de termos superado nossa agressiva meta de rendimento de 14% ao ano, com valorização de 14,8% entre setembro de 2011 e agosto deste ano.

	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			3.00%	1.10%
Agosto			0.56%	1.10%
Setembro	0.47%	1.10%		
Outubro	4.45%	1.10%		
Novembro	0.01%	1.10%		
Dezembro	0.16%	1.10%		
Total	5.12%	4.47%	9.21%	9.15%

RENDA FIXA

Título	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LTN 01/01/14	10.0%	0.68%		10.0%
CDB AAA	40.0%	0.68%		40.0%
LFT	12.0%	0.67%		12.0%
CDB AA	26.0%	0.73%		26.0%
LCI A+	12.0%	0.73%		12.0%
TOTAL		0.70%		
		CDI		0.69%
		% CDI		101.45%

Apesar da nova queda dos juros divulgada pelo Copom, em 30/08, não acreditamos que os títulos de renda fixa prefixados e indexados a inflação estejam oferecendo prêmios que justifiquem posições relevantes em nossa carteira. No último mês essa nossa estratégia foi parcialmente bem sucedida, pois, apesar das LTNs (títulos prefixados) terem em média subido 0,69%, as NTNBS (indexadas ao IPCA) valorizaram 1,8%. O CDI apresentou variação de 0,69%. Para setembro, mantemos nossas recomendações inalteradas para a carteira de renda fixa.

	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%	112.50%
Julho				0.68%	0.68%	100.00%
Agosto				0.70%	0.69%	101.45%
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%			
Total	4.27%	3.63%	117.79%	6.86%	6.02%	113.85%

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Fundo	Código	Peso	Retorno		
			Cota	Aluguel	Total
Brasil Shopping	HGBS11	25%	0.21%	0.58%	0.79%
Mais Largo 13	MSHP11	5%	-7.24%	0.40%	-6.84%
TRX Logística	TRXL11	32%	1.51%	0.53%	2.04%
Presidente Vargas	PRVS11	20%	-0.97%	0.59%	-0.38%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ11	18%	0.77%	0.67%	1.44%
TOTAL			0.12%	0.57%	0.69%

Apesar do baixo desempenho de um dos nossos fundos imobiliários, o Shopping Mais Largo 13, o rendimento da carteira foi positivo em 0,69%. Isso ocorreu porque o TRX Logística apresentou uma das maiores altas do setor em agosto, subindo mais de 2%. A novidade dessa classe de ativos para esse mês é o fato de que passamos a ter um *benchmark* para nos basearmos: o Índice de Fundos Imobiliários da BM&FBovespa (IFIX).

Título	Peso	Peso	Mudanças	Novo Peso
Brasil Shopping	HGBS11	25%		25%
Mais Largo 13	MSHP11	5%		5%
TRX Logística	TRXL11	32%		32%
Presidente Vargas	PRVS11	20%		20%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ11	18%		18%

	2011		2012	
	F. Imobiliários	IFIX	F. Imobiliários	IFIX
Janeiro			3.59%	3.03%
Fevereiro			4.79%	4.65%
Março			0.72%	4.07%
Abril			5.28%	1.43%
Mai			-0.49%	3.42%
Junho			3.96%	3.90%
Julho			9.77%	6.10%
Agosto			0.69%	-0.42%
Setembro	4.01%	1.67%		
Outubro	0.40%	-0.36%		
Novembro	1.12%	1.48%		
Dezembro	1.17%	3.70%		
Total	6.83%	6.61%	31.61%	29.21%

* A partir de agosto de 2008, passamos a comparar nossos resultados com o Índice de Fundos de Investimento Imobiliário da BM&FBovespa (IFIX) ao invés do IGM-C da FGV..

AÇÕES

Fundo	Código	Peso	Retorno	Mudanças	Novo Peso
Itaú Unibanco	ITUB4	12.0%	-1.48%		12.0%
OGX	OGXP3	12.0%	11.50%		12.0%
Copel	CPLE6	12.0%	-13.52%		12.0%
Cremer	CREM3	11.0%	-11.53%		11.0%
Randon	RAPT4	11.0%	17.78%		11.0%
CSN	CSNA3	9.0%	-5.03%		9.0%
Le Lis	LLIS3	6.0%	-19.53%	+4%	10.0%
Hering	HGTX3	9.0%	9.61%	+1%	10.0%
Light	LIGT3	6.0%	-1.83%	-6%	
Fertilizantes Heringer	FHER3	6.0%	-1.43%	+1%	7.0%
Graziotin	CGRA4	6.0%	14.81%		6.0%
TOTAL			0.20%		
Ibovespa			1.72%		
Diferença			-1.52%		

Apesar do ótimo desempenho da Randon e da Graziotin, Restoque (Lelis) e Copel recuaram bastante a ponto de puxar a rentabilidade da carteira de ações da Inva Capital para baixo. A queda da Restoque não nos surpreende, pois a empresa está investindo forte em expansão e seus resultados diminuíram muito. Já a Copel nos pegou de surpresa, já que não esperávamos um resultado tão baixo como o que foi apresentado no segundo trimestre desse ano. Para setembro, sugerimos algumas mudanças na carteira. Devido às turbulências geradas pelas últimas notícias em relação ao setor de energia elétrica, retiramos a Light da carteira e elevamos o peso das varejistas Restoque e Hering e da empresa de agronegócios Fertilizantes Heringer.

	2011		2012	
	Ações	Ibovespa	Ações	Ibovespa
Janeiro			10.72%	11.13%
Fevereiro			6.62%	4.34%
Março			0.46%	-1.98%
Abril			-2.64%	-4.17%
Maio			-9.52%	-11.86%
Junho			-8.67%	-0.25%
Julho			2.80%	3.21%
Agosto			0.20%	1.72%
Setembro	-3.1%	-7.38%		
Outubro	11.26%	11.49%		
Novembro	-2.50%	-2.51%		
Dezembro	-1.05%	-0.21%		
Total	4.01%	0.46%	-1.72%	0.53%

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.