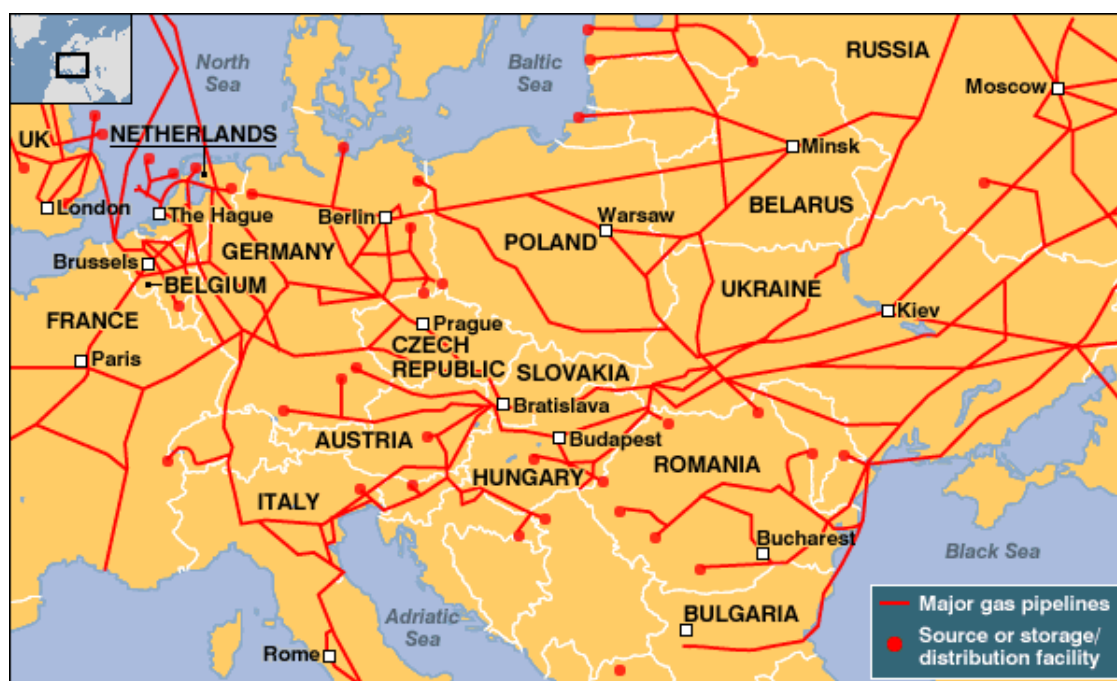




Setembro foi um mês bastante movimentado - o que vem se tornando uma constante! No início do mês, os dados da Europa mostraram que o continente continua mostrando dificuldades para crescer. O PIB da região ficou estável no segundo trimestre, enquanto os preços crescem em ritmo muito baixo. As taxas de juros estão próximas de 0% (a chamada *Deposit Facility* está negativa!), ou seja, há pouco espaço para que o Banco Central Europeu possa atuar.

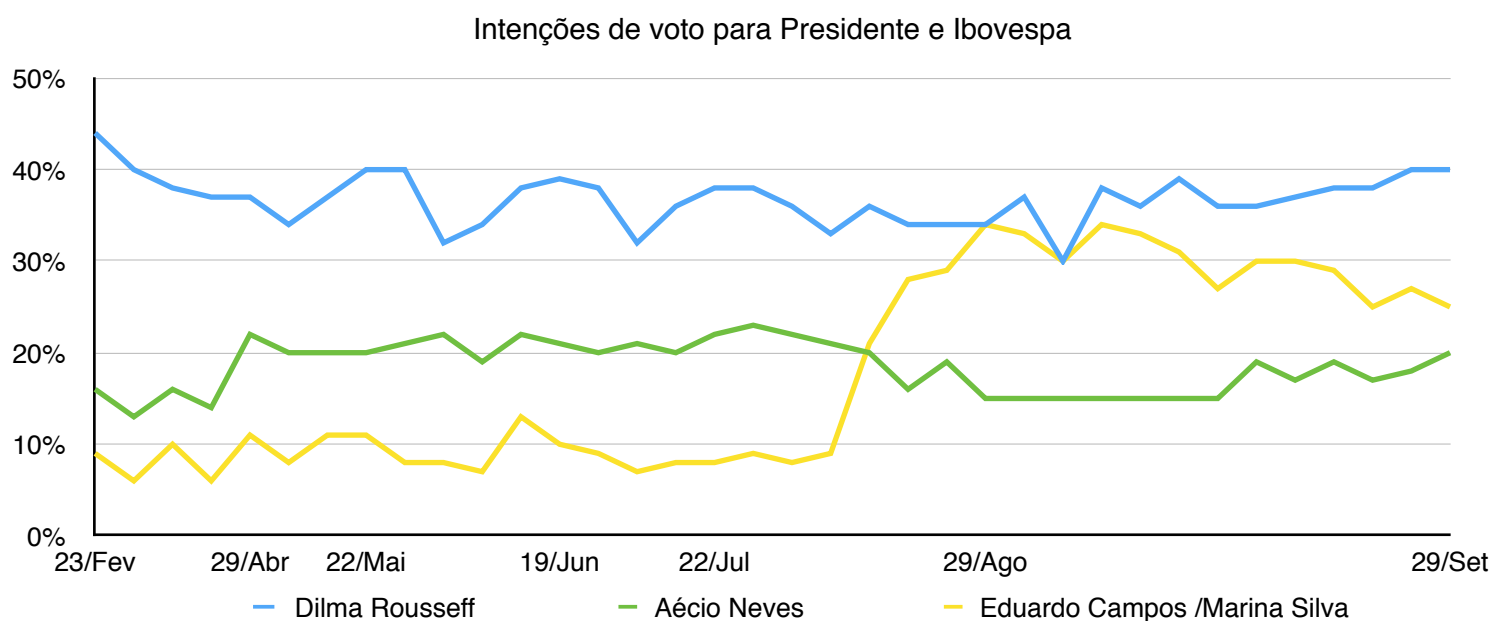
Além de todos esses problemas, há ainda a preocupação com a Rússia. Apesar das sanções virem também dos EUA, os países europeus são bastante dependentes do gás vindo da Rússia para o aquecimento de suas casas no inverno. Existem dois gasodutos que levam o gás para os países Europeus, sendo que um deles passa pela Ucrânia (vide o mapa abaixo feito pela BBC). Por isso, deveremos ter meses difíceis pela frente no continente.



Aqui no Brasil, antes de falarmos das eleições, dois fatos nos chamaram a atenção. O primeiro deles foi a ameaça que o Banco Central fez ao economista Alexandre Schwartzman devido às suas críticas à condução da política monetária. Depois de uma carta de repúdio assinada por mais de 60 economistas (entre eles Affonso Celso Pastore, André Lara Resende, Armínio Fraga, Nelson Barbosa, Gustavo Franco e José Mendonça de Barros) e um abaixo-assinado feito na internet, o BC acabou desistindo do processo.

O IPCA de agosto, divulgado no início de setembro, foi de 0,25%, e, em 12 meses, acumulou 6,51%. O valor acima do teto da banda de variação para a inflação mostra que os juros deverão voltar a subir - o que deverá acontecer ano que vem, não importa quem seja o presidente.

Agora sim, as eleições. Durante o mês, a presidente Dilma Rousseff mostrou leve crescimento nas pesquisas, enquanto tivemos aproximação de Aécio Neves e Marina Silva. A certeza agora é que teremos segundo turno, só resta saber contra quem a atual presidente o disputará. Veja no gráfico abaixo a evolução das pesquisas (usamos os números de diversos institutos, por isso o eixo com as datas parece fora de escala):



O Ibovespa respondeu a esse cenário com uma queda de 11%. Como já havíamos falando nos últimos meses, o mercado estava focando apenas nas pesquisas e o resultado é a volatilidade alta que estamos vendo. Em nossa visão, a presidente Dilma é a favorita para vencer as eleições, mas isso não quer dizer que surpresas não possam acontecer.

Por fim, nos EUA, o Federal Reserve voltou a diminuir seu programa de recompra de ativos. Deveremos ver seu fim dele em outubro. Agora a grande dúvida do mercado é quando a autoridade monetária do país ira voltar a elevar a taxa de juros - possivelmente ano que vem.

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%	0,82%	0,94%	0,86%	0,90%				7,84%
IRF-M	-0,18%	2,18%	0,63%	1,28%	1,84%	0,92%	1,13%	1,59%	-0,74%				8,96%
IMA-B	-2,49%	4,44%	0,71%	2,42%	4,27%	0,06%	1,13%	4,82%	-3,53%				12,07%
IMA Geral ex-C	-0,74%	2,64%	0,68%	1,59%	2,51%	0,58%	1,09%	2,56%	-1,42%				9,81%
Fundos Imobiliários													
IFIX	-6,74%	3,74%	0,42%	1,04%	1,40%	1,31%	1,59%	0,28%	0,57%				3,32%
Ações													
Ibovespa	-7,51%	-1,14%	7,05%	2,38%	-0,75%	3,70%	5,00%	9,78%	-11,70%				4,98%
IBrX	-8,15%	-0,32%	6,89%	2,71%	-1,12%	3,62%	4,46%	9,59%	-11,25%				4,63%
Small Caps	-8,48%	-1,00%	4,30%	-0,97%	1,06%	2,75%	-3,38%	7,57%	-9,38%				-8,48%
Outros													
IFMM	0,36%	0,31%	0,29%	0,33%	1,02%	0,73%	0,83%	1,09%	0,78%				5,88%
Dólar	2,37%	-2,90%	-3,04%	-1,69%	0,34%	-1,20%	2,23%	-1,23%	9,44%				3,80%
Ouro	6,73%	2,18%	-4,76%	-2,07%	0,00%	3,75%	-1,06%	-0,54%	2,70%				6,65%
Ouro (EUA)	3,85%	6,58%	-3,26%	0,55%	-0,03%	5,12%	-2,46%	0,05%	-6,19%				3,58%

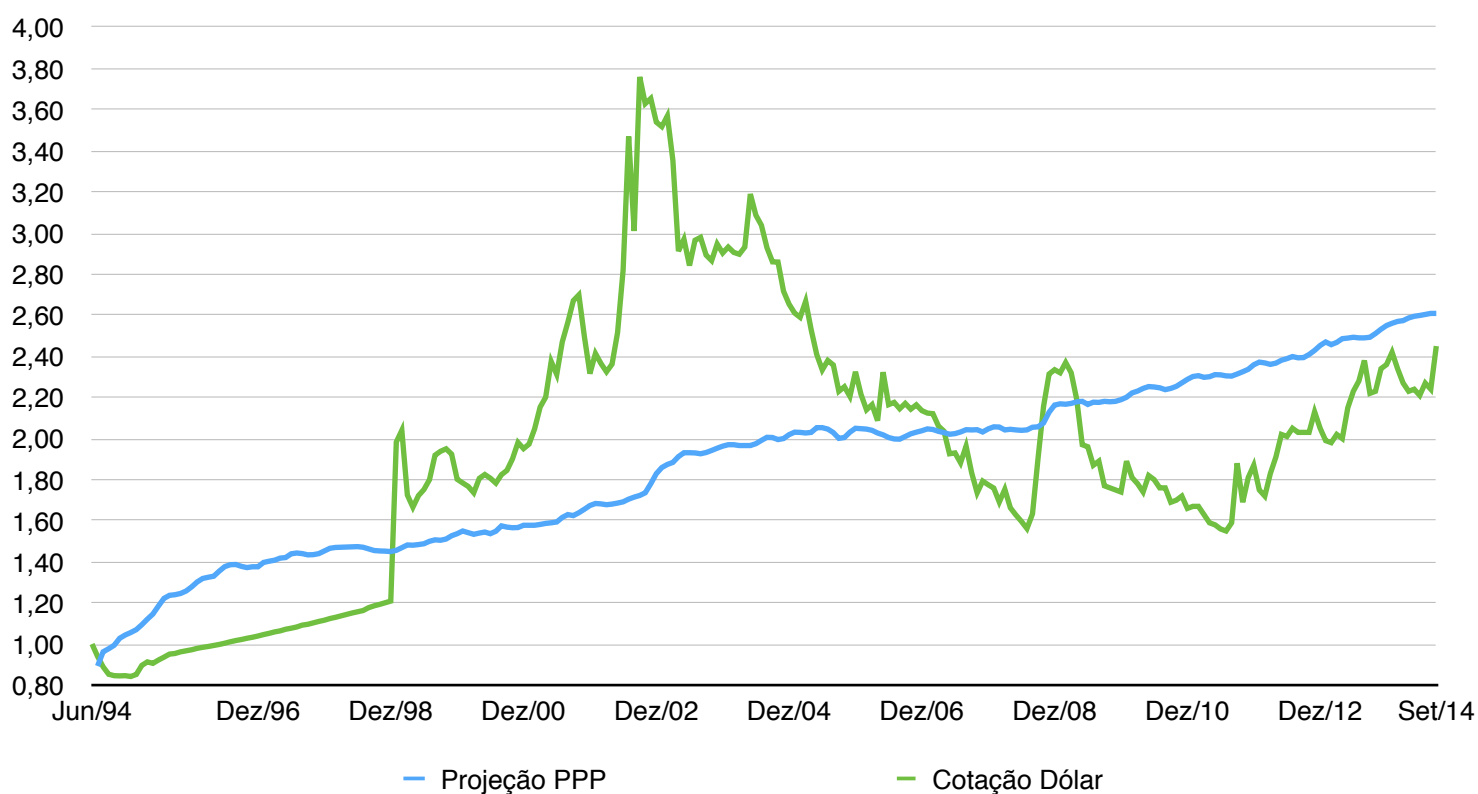
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total	Anualizado
Renda Fixa												
CDI	11,59%	8,40%	8,06%								30,71%	9,34%
IRFM	14,46%	14,31%	2,63%								34,28%	10,32%
IMA-B	15,11%	26,67%	-8,80%								32,98%	9,97%
IMA Geral ex-C	13,73%	16,88%	-0,98%								31,62%	9,59%
Fundos Imobiliários												
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 lua-de-mel durou pouco! Por conta das últimas pesquisas, o mercado não acredita mais que a candidata Marina Silva será capaz de derrotar a atual presidente nas eleições.

Esse tema continuou sendo o foco dos investidores; porém, agora, o humor mudou de forma relevante. O Ibovespa recuou 11% em setembro e apresentou a pior variação mensal desde maio de 2012. Já o dólar voltou para os níveis mais elevados desde dezembro de 2008, quando estávamos em meio a crise do sub-prime.

Também pudera, como o real poderia estar forte com as contas fiscais, balança comercial, crescimento pífio e situação política em que o Brasil está? Acreditando nisso, a Carteira de Investimentos Alternativos da Inva Capital passou a recomendar um fundo cambial em novembro de 2013 e agora os resultados começaram a aparecer.

Dólar e Paridade do Poder de Compra (PPP)



Com base na teoria da Paridade do Poder de Compra, apresentada na linha verde do gráfico acima, acreditamos que a cotação justa para o dólar seja algo próximo de R\$ 2,61. O cenário político ditará o ritmo, entretanto, como temos pouco controle sobre ele, nós o descartamos e acreditamos que o real se desvalorizará ainda mais por conta dos fundamentos econômicos, ao menos até que a Balança Comercial se recupere um pouco.

Ainda com a economia brasileira em foco, acreditamos que o Ibovespa tenha pouco espaço para se valorizar no curto prazo (baseado em fundamentos, não em eleições), lembrando que apresentamos no último mês a nova banda de preço justo para o principal índice de ações do Brasil (entre 48.000 e 54.000 pontos, próximo do nível que voltou ao final de setembro).



E agora, o que fazer?

As oportunidades estão voltando a aparecer e o investidor deverá ficar atento para aproveitá-las. Por exemplo, as NTNs-B voltaram a pagar próximo de 6% ao ano, as ações estão voltando para seus preços justos e os fundos imobiliários continuam oferecendo rendimentos acima de 0,8% ao mês.

É importante lembrar que grandes oportunidades de investimento não costumam aparecer em céu de brigadeiro; com céu azul e brisa qualquer um se dispõe a voar.

Com a drástica queda da Marina Silva nas pesquisas, o mercado financeiro voltou a crer que a política econômica da "presidenta" deve continuar e com isso os ativos brasileiros de maior risco recuaram. Como não poderia ser diferente, o Portfólio apresentou desvalorização em setembro.

A Carteira de Ações não conseguiu suportar o recuo de mais de 11% do Ibovespa e se desvalorizou 7%. Um alento para o investidor que nos segue foi o fato de termos reduzido nos últimos meses a exposição em ações, de 26% (em abril) para os atuais 15%. No outro lado, vimos a boa valorização dos Investimentos Alternativos, com destaque para o fundo cambial que a compõe.

O cenário político continuam muito incerto e, portanto, não sugerimos qualquer alteração no Portfólio.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	46%	-0,35%		
Imóveis	19%	-0,01%		
Ações	15%	-7,13%		
Alternativos	20%	1,13%		
TOTAL	100%	-1,01%		
	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%	1,50%	1,36%	1,70%	-1,01%				7,98%
	Benchmark	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%				10,35%
TOTAL	Portfólio													19,34%
	Benchmark													49,90%

Renda Fixa

A Carteira de Renda Fixa apresentou leve desvalorização em setembro. O destaque negativo foram os títulos indexados ao IPCA (NTNs-B) que se desvalorizaram até 6%. O otimismo de agosto foi embora em setembro, e a incerteza continua ao mesmo tempo que a inflação permanece elevada e as contas fiscais deterioradas; logo, ainda não conseguimos enxergar grandes oportunidades nesse mercado.

As taxas de juros de longo prazo voltaram a patamares interessantes com LTN de 01/01/17 e NTN-B de 15/05/2035 rendendo, respectivamente, 12,3% a.a. e 6% a.a. + IPCA. Estas são taxas bastante atrativas, porém, ainda não há margem de segurança que justifique aumento dessas posições.

Assim, não recomendamos alterações para a carteira.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LCI/LCA AAA	40%	0,97%		
NTN-B 15/08/2024	15%	-2,60%		
LTN 01/01/16	15%	0,14%		
NTN-B 15/05/35	8%	-6,12%		
LCI A+	17%	1,00%		
LTN 01/01/17	5%	-1,07%		
TOTAL	100%	-0,35%		
	IMA Geral ex-C	-1,42%		

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%	0,63%	1,10%	2,01%	-0,35%				9,82%
	IMA Geral ex-C	-0,74%	2,64%	0,68%	1,59%	2,51%	0,58%	1,09%	2,56%	-1,42%				9,81%
	CDI	0,84%	0,78%	0,76%	0,82%	0,86%	0,82%	0,94%	0,86%	0,86%				7,80%
	% CDI	-	323,08%	81,58%	197,56%	268,60%	76,83%	117,02%	233,86%	-				125,91%
TOTAL	Carteira													26,17%
	IMA Geral ex-C													32,45%
	CDI													30,82%
	% CDI													84,91%

O resultado da Carteira de Imóveis apresentou leve desvalorização em setembro, com desempenho inferior ao do índice IFIX - porém, no acumulado do ano, continuamos com larga vantagem em relação ao nosso *benchmark*.

O fundo TRX Logística foi um dos responsáveis pela baixa performance. Entretanto, neste momento, nos preocupamos mais com o mercado de edifícios comerciais, que viu sua vacância elevar-se consideravelmente nos últimos trimestres. O BTG Corporate Office, que estava com vacância financeira de 1,4% em julho de 2013, apresentou um valor quase 10 vezes maior em agosto de 2014 (13,8%).

Assim, recomendamos redução do peso do fundo BTG Corporate Office, de edifícios comerciais, e aumento do Brasil Shopping e Capital Renda II.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	31%	-0,61%	0,85%	0,23%	1%	32%
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	22%	-1,03%	0,63%	-0,40%		
TRX Logística	TRXL11	18%	-2,81%	0,84%	-1,96%		
RB Capital Renda II	RBRD11	17%	0,74%	0,57%	1,31%	1%	18%
BTG Corporate Office	BRCR11	12%	0,28%	0,86%	1,14%	-2%	10%
	TOTAL	100%	-0,76%	0,75%	-0,01%		
		IFIX			0,57%		

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%	0,84%	2,04%	-2,43%	-0,01%				5,04%
	IFIX	-6,74%	3,74%	0,42%	1,04%	1,40%	1,31%	1,59%	0,28%	0,57%				3,32%
TOTAL	Carteira													31,10%
	IFIX													29,93%

A Carteira de Ações apresentou forte queda, mas seu desempenho ficou mais de 4 pontos percentuais acima do Ibovespa. Da mesma forma que havia subido em agosto, agora o mercado recuou e nós acreditávamos que isso poderia acontecer, pois se basear em valores de empresas apenas por conta de eventuais cenários políticos era uma temeridade.

Randon e Itaú Unibanco apresentaram grande desvalorização, seguidas pelo iShares IBrX-100 (BRAX11). Ainda, observamos apenas uma ação que se valorizou, a Panvel que subiu míseros 0,9%.

Mesmo acreditando que a presidente Dilma seja a favorita para a re-eleição, não vemos uma queda tão acentuada do Ibovespa (que deverá ficar abaixo dos 50 mil pontos). Por outro lado, caso outro candidato (Marina ou Aécio) saia vitorioso teremos uma alta maior. Para aproveitar essa assimetria de retornos, sem colocar muito da rentabilidade da carteira em risco, adicionaremos uma opção sobre o iShare Ibovespa (BOVA11) com vencimento em 17/11 e preço de exercício de R\$ 52,00 (BOVAK52).

Em outras palavras, estamos dispostos a sacrificar 3% de nossa rentabilidade (caso essa opção vire pó), para termos a possibilidade de ganhos muito grandes.

Empresa	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	20%	-11,21%	-3%	17%
Cetip	CTIP3	12%	-6,97%		
Cielo	CIEL3	11%	-3,04%		
Tractebel	TBLE3	11%	-6,43%		
Paraná Banco	PRBC4	10%	-5,18%		
Grazziotin	CGRA4	10%	-2,95%		
Itaú Unibanco	ITUB4	10%	-16,05%		
Panvel	PNVL3	10%	0,91%		
Randon	RAPT4	6%	-11,29%		
Opção BOVA11	BOVAK52			3%	3%
TOTAL		100%	-7,13%		
Ibovespa			-11,70%		

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%	4,79%	2,04%	6,96%	-7,23%				7,31%
	Ibovespa	-7,51%	-1,14%	7,05%	2,38%	-0,75%	3,70%	5,00%	9,78%	-11,70%				4,98%
TOTAL	Carteira													-6,09%
	Ibovespa													-5,08%

Alternativos

O desempenho de setembro foi bastante satisfatório, com alta de 1,13% - principalmente se o compararmos a performance do índice IFMM, que subiu apenas 0,78%. Desta forma, nos aproximamos do índice no acumulado do ano, o que nos dá grande satisfação pois a grande maioria dos fundos que o compõe são fechados e nós apenas sugerimos fundos abertos para aplicação.

A vantagem desta carteira no último mês foi o fato de termos 10% do seu peso expostos em um fundo cambial, que se valorizou quase 9%, destaque positivo seguido pelo fundo Safra Galileo. Por outro lado, observamos ampla desvalorização dos fundos BTG Pactual Hedge Plus e Claritas Long Short.

Mesmo assim, sugerimos manutenção da Carteira de Investimentos Alternativos da Inva Capital.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	16%	-0,25%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	15%	-1,50%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	14%	1,05%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	13%	-1,30%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	11%	0,52%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	12%	0,97%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	10%	8,98%		
Safra Galileo FIM	Multiestratégia	9%	3,81%		
	TOTAL	100%	1,13%		
	IFMM		0,78%		

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%	0,57%	0,75%	0,95%	1,13%				5,24%
	IFMM	0,36%	0,31%	0,29%	0,33%	1,02%	0,73%	0,83%	1,09%	0,78%				5,88%
TOTAL	Carteira													17,74%
	IFMM													17,84%

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, CFP®, CNPI

Luiz Augusto Pacheco, CFA, FRM, CAIA

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.