



Sem dúvida, a re-eleição de Dilma Roussef foi o fato mais importante para os investidores brasileiros. Durante meses, apontamos o fato de que o mercado estava votando e não investindo, e agora voltamos a dura realidade dos problemas econômicos que enfrentamos. A grande questão é: Dilma irá mudar ou não?

Com apenas uma semana após as eleições é impossível saber. O primeiro sinal concreto que tivemos foi, ao menos, positivo. O Banco Central surpreendeu e aumentou os juros (de 11,00% para 11,25%), mostrando que, pelo menos por enquanto, poderá implementar sua política monetária sem interferências. Outro sinal positivo são os nomes especulados para o Ministério da Fazenda. Luiz Carlos Trabuco, Henrique Meirelles e Nelson Barbosa, seriam muito bem vistos pelo mercado.

Resta saber se houve realmente uma mudança nas convicções da presidente, ou, se devido ao apertado resultado do segundo turno, ela está tentando apenas agradar o mercado.

Saindo do Brasil e mudando para uma visão mais global, tivemos três dos principais bancos centrais do mundo agindo sobre a liquidez dos mercados. Primeiro, o Banco Central Europeu anunciou um programa de recompra de ativos, mas com diversas restrições sobre o que se pode comprar ou não - por pressão dos alemães. O banco central norte-americano fez o que todos já sabiam e encerrou seu programa de recompra, enxugando a liquidez por lá (o que trouxe um breve período de forte volatilidade aos mercados, já que parecia que ninguém sabia o que fazer). Por fim, o banco central japonês, aumentou sua meta de expansão da base monetária para US\$ 700 bilhões.

Se de um lado, os EUA diminuíram a liquidez, de outro Japão e Zona do Euro aumentaram.

Ainda tivemos diversos fatos que nos chamaram a atenção em outubro.

Primeiro, a Rússia começa a sofrer com as sanções impostas por diversos países. O rublo se desvaloriza dia após dia. Além disso, o país tem usado táticas da Guerra Fria, enviando aviões e submarinos para espionar seus vizinhos. Com o inverno chegando a Rússia ganha uma certa vantagem, pois fornece grande parte do gás para o aquecimento dos lares europeus. É uma situação a ser monitorada.

Segundo, o petróleo recuou bastante, chegando a um patamar de US\$ 80 o barril (a Rússia depende muito do petróleo e pode sofrer mais com isso). Existem diversas hipóteses sobre esse movimento de queda, sendo que a principal é o aumento de produção pelos países árabes. Esse novo preço causa algumas situações surreais, como a Venezuela importar petróleo. Apesar de ser um dos maiores produtores do mundo, o país precisa importar nafta para deixar seu petróleo mais leve. Como o nafta está mais caro que o barril de petróleo, eles preferiram importar petróleo.

Terceiro, o Banco Central Europeu divulgou o resultado do seu teste de stress e 25 bancos terão que aumentar seu capital. Eles terão que captar cerca de US\$ 32 bilhões. Como esperado, os bancos italianos foram os que se saíram pior, com destaque para o Monte Paschi, que precisará de algo em torno de US\$ 2 bilhões em novo capital.

E, quarto, no Brasil o IPCA superou o teto da banda de variação da inflação e fica cada vez mais distante da meta de 4,50%. O índice subiu 0,57% em setembro e acumula alta de 6,75% em 12 meses. Além disso, o déficit fiscal não para de crescer (o de outubro foi o pior da história em R\$ 20,4 bilhões) e a balança comercial passa por seus piores momentos (tivemos o pior setembro em 16 anos, com déficit de quase R\$ 1 bilhão). Isso tudo sem contar a seca na região sudeste, que pode impactar ainda mais a economia.

Teremos um 2015 muito difícil no Brasil, com baixo crescimento e inflação (mais uma vez) alta. Além disso, o governo deverá fazer diversos ajustes na economia para que o país possa voltar a crescer em níveis mais saudáveis.

Por fim, adicionamos dois índices à página de indicadores: o S&P500 e o MSCI World Index. O S&P500 é o principal índice acionário dos EUA, enquanto o MSCI World Index tem 1.615 empresas *large* e *mid-cap* de 23 países desenvolvidos - ambos são medidos em dólares. Também acrescentamos o IPCA, já que é um indicador bastante importante da nossa economia - como ele é divulgado alguns dias depois do início do mês ele será atualizado no mês seguinte. Além disso, retiramos o desempenho do ouro, tanto no Brasil quanto nos EUA, pois não acreditamos que seja uma informação tão importante.

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%	0,94%			8,85%
IRF-M	-0,18%	2,18%	0,63%	1,28%	1,84%	0,92%	1,13%	1,59%	-0,74%	1,14%			10,20%
IMA-B	-2,49%	4,44%	0,71%	2,42%	4,27%	0,06%	1,13%	4,82%	-3,53%	2,08%			14,40%
IMA Geral ex-C	-0,74%	2,64%	0,68%	1,59%	2,51%	0,58%	1,09%	2,56%	-1,42%	1,43%			11,39%
Fundos Imobiliários													
IFIX	-6,74%	3,74%	0,42%	1,04%	1,40%	1,31%	1,59%	0,28%	0,57%	-1,34%			1,93%
Ações													
Ibovespa	-7,51%	-1,14%	7,05%	2,38%	-0,75%	3,70%	5,00%	9,78%	-11,70%	0,95%			5,98%
IBrX	-8,15%	-0,32%	6,89%	2,71%	-1,12%	3,62%	4,46%	9,59%	-11,25%	0,95%			5,63%
Small Caps	-8,48%	-1,00%	4,30%	-0,97%	1,06%	2,75%	-3,38%	7,57%	-9,38%	-1,59%			-9,93%
S&P500	-3,56%	4,31%	0,69%	0,62%	2,10%	1,91%	-1,51%	3,77%	-1,55%	2,32%			9,18%
MSCI World Index	-3,77%	4,81%	-0,09%	0,83%	1,63%	1,65%	-1,67%	2,00%	-2,88%	0,57%			2,83%
Outros													
IFMM	0,36%	0,31%	0,29%	0,33%	1,02%	0,73%	0,83%	1,09%	0,78%	-0,06%			5,82%
Dólar	2,37%	-2,90%	-3,04%	-1,69%	0,34%	-1,20%	2,23%	-1,23%	9,44%	1,27%			5,11%
IPCA	0,55%	0,69%	0,92%	0,67%	0,46%	0,40%	0,01%	0,25%	0,57%				4,61%

	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%
S&P500	0,00%	13,41%	29,60%								46,98%	13,70%
MSCI World Index	-7,61%	13,18%	24,10%								29,77%	9,07%
Outros												
IFMM	11,16%	13,43%	9,35%								37,88%	11,30%
Dólar	12,32%	9,42%	14,33%								40,51%	12,01%
IPCA	6,50%	5,83%	5,91%								19,37%	6,08%

Investimentos

Outubro foi um mês bastante interessante para o mercado financeiro brasileiro. Apesar de observarmos volatilidades elevadíssimas ao longo do mês, a maioria dos índices terminaram outubro em níveis próximos ao encerramento de setembro. Dólar e Ibovespa se valorizaram pouco menos de 1%, retorno similar ao mercado de Renda Fixa, o índice IMA-Geral Ex-C, que mede a variação de uma cesta de títulos públicos subiu 1,09% em outubro.

Estava claro que a preferência do mercado era que a presidente fosse derrotada, não importava por quem, porém isso não ocorreu. Os desafios para o próximo governo são grandes, independente de quem fosse o vencedor, logo, não havia mesmo muito espaço para mudança nos preços dos ativos.

O que fazer neste cenário?

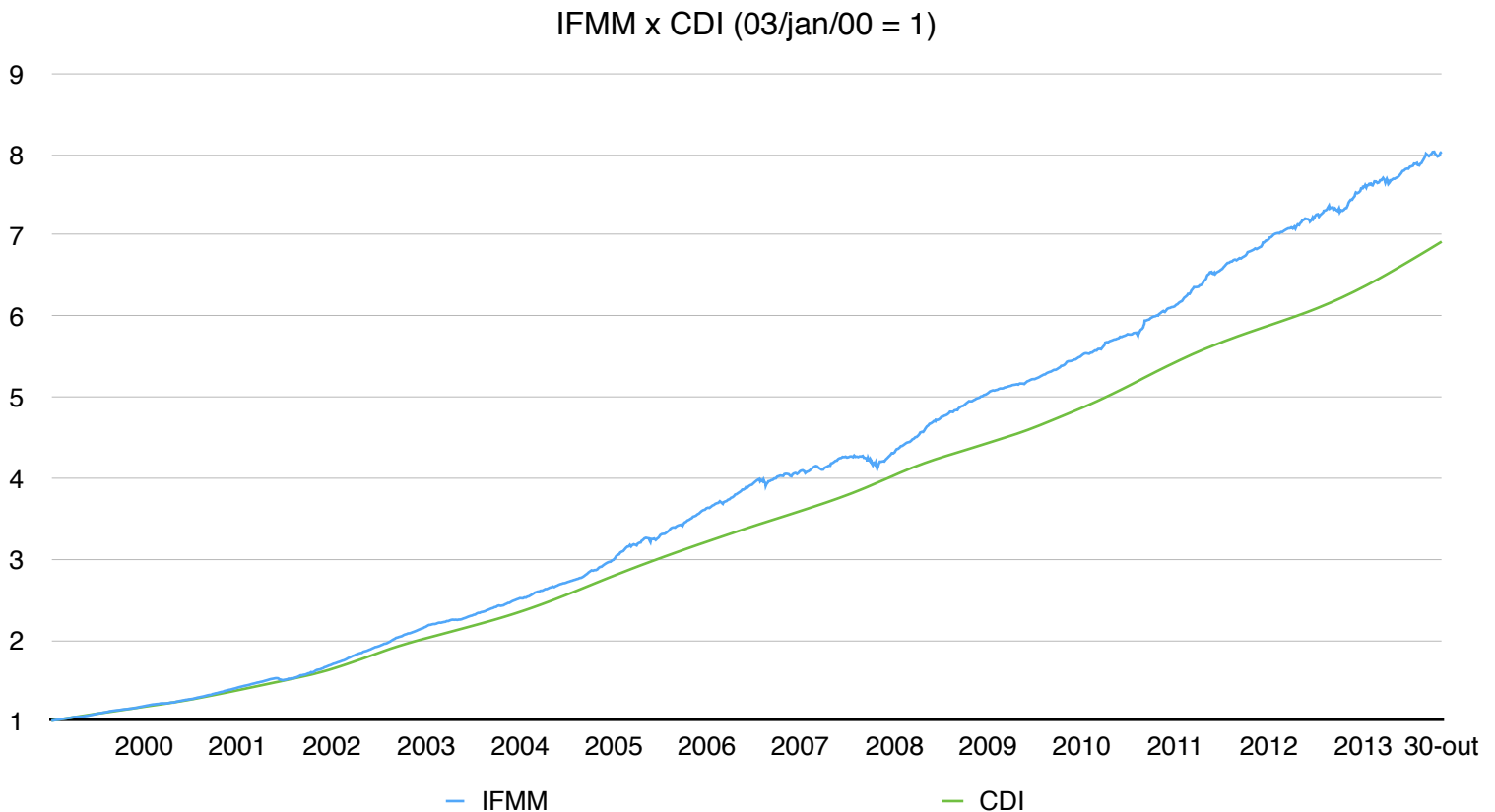
Neste momento, não estamos enxergando grandes oportunidades, apenas na 5ª feira que antecedeu a eleição e na 2ª feira após os resultados. Foram dias em que o Ibovespa chegou a ficar próximo dos 50 mil pontos ou até abaixo dele, e o rendimento dos títulos indexados ao IPCA (NTN-B) chegaram a oferecer rendimentos acima de 6%aa+IPCA. Essa é uma ótima rentabilidade e o único risco que enxergamos seria a manipulação dos índices de inflação, a exemplo do que tem feito o governo da Argentina. Mas não acreditamos que isso possa ocorrer em nosso país.

O mercado de fundos imobiliários não tem voado em céu de brigadeiro. As taxas de vacância, percentual dos imóveis vagos, estão se aproximando a níveis “nunca antes observado neste país”. Além disso, os juros começaram a subir antes do que se imaginava, e se essa nova onda de alta for maior do que o mercado prevê (11,50% no final de 2015) o mercado imobiliário deve sofrer. Entretanto, como a média do rendimento mensal do fundos imobiliários, está próximo de 0,8% ao mês, não dá para ficar fora deles. Ainda mais se compararmos aos imóveis adquiridos diretamente, que apresentam também vacância elevada e rendimentos muito inferiores aos fundos - segundo dados da FIPE ZAP, em Curitiba e em São Paulo o rendimento dos alugueis está em níveis 0,30% e 0,48% respectivamente.

Um mercado que tem sofrido muito com o elevado padrão de volatilidade é dos fundos Multimercados. Em outubro, o IFMM - índice calculado pelo banco BTG Pactual, composto atualmente por 93 fundos e que representa a média deste segmento - desvalorizou 0,06% e no ano rendia apenas 64% do CDI, porém no acumulado de 12 meses, o resultado é um pouco melhor, 82% do CDI.

Seria o fim dos Multimercados?

De forma alguma. Desde Jan/2000 o rendimento do IFMM está em 116% do CDI, mesmo pegando períodos de elevada taxa CDI e negativos como outubro de 2008, mês que o índice se desvalorizou 1,21%.



Sob o nosso ponto de vista, há pouco a se fazer no momento, pois o dólar já se valorizou bastante, o Ibovespa recuou pouco e os juros estão no nível adequado. Atualmente, nos parece que o mercado de ações oferece oportunidade abaixo dos 50 mil pontos. Os fundos imobiliários, com rendimento mensal próximo a 0,9%, e os juros pré-fixados e dos títulos indexados ao IPCA em 13% e 6,2%, respectivamente, estariam em um patamar interessante.

Voltando ao câmbio, por que não investir mais em dólar? A moeda norte-americana encerrou o mês de outubro cotada em R\$ 2,46 e o juros pré-fixados para um ano estão próximo de 12%, logo somente faz sentido aplicar na moeda do Tio Sam se esta subir para próximo de R\$ 2,80. Possível? Sim, mas como nosso cálculo de cotação justa está em R\$ 2,61, consideramos que há pouca margem de segurança. Entretanto, o investidor que ainda não diversificou não precisa se preocupar muito com a cotação, pois fará isso por segurança e não por rentabilidade.

Em vista disso tudo, sugerimos que os investidores mantenham seus portfólios conservadores e aguardem novas oportunidades.

Portfólio

Mesmo com toda a volatilidade e um resultado que pode ser considerado adverso (pelo menos na visão do mercado) nas eleições, nosso Portfólio se saiu bem, com alta de 0,85%.

Passadas as eleições, agora é hora de encarar a realidade, e como escrevemos no começo, ela não é das melhores. A economia brasileira está muito mal. Provavelmente cresceremos pouco acima de 0% este ano, e em torno de 1% em 2015. Se algumas medidas (principalmente controle dos preços e diminuição dos gastos do governo) não forem tomadas para reverter esse quadro de piora, 2016 deverá ser muito ruim também.

Como ainda não temos certeza se o governo agirá nesse sentido, preferimos deixar nosso portfólio mais conservador. Assim, diminuiremos o peso de imóveis e ações, e aumentaremos de renda fixa e alternativos.

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	46%	1,26%	2%	48%
Imóveis	19%	1,52%	-2%	17%
Ações	15%	-0,73%	-2%	13%
Alternativos	20%	0,46%	2%	22%
TOTAL	100%	0,85%		
	Benchmark	1,10%		

Renda Fixa

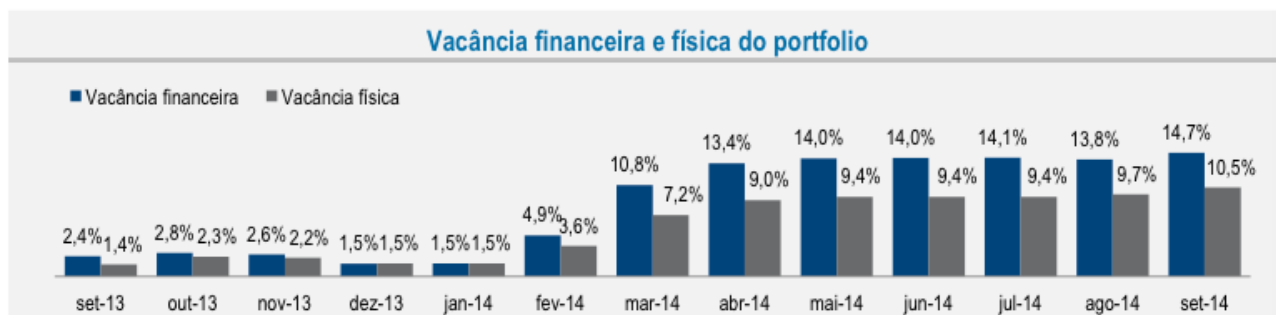
Os títulos pré-fixados e indexados à inflação recuperaram parte das perdas de setembro e subiram bem. Assim, nossa carteira de renda fixa teve um bom desempenho, em linha com o IMA Geral ex-C.

Não recomendamos alterações para a carteira, mesmo optando por uma alocação mais conservadora para o Portfólio. Isso porque, 57% da carteira está em títulos pós-fixados e o restante da carteira tem uma duration relativamente pequena. Vale lembrar que deixamos a carteira assim desde o início do ano, esperando meses turbulentos, principalmente com as eleições e a invasão russa à Crimeia).

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LCI/LCA AAA	40%	1,02%		
NTN-B 15/08/2024	15%	1,82%		
LTN 01/01/16	15%	0,78%		
NTN-B 15/05/35	8%	2,89%		
LCI A+	17%	1,04%		
LTN 01/01/17	5%	1,04%		
TOTAL	100%	1,26%		
	IMA Geral ex-C	1,43%		

A Carteira de Imóveis se saiu muito bem em outubro, com alta de 1,52%, enquanto o IFIX caiu 1,34%.

O BTG Corporate Office caiu 3,6%. Vendo o resultado de setembro fica fácil entender porquê. A vacância financeira passou de 14% no 3T13 para 14,7% no 3T14. Além disso, o fundo renovou alguns contratos de locação durante o período com reajuste de apenas 4,2%, portanto um *spread* negativo em relação à inflação. Veja a evolução da vacância no último ano:



Por outro lado, o Brasil Shopping subiu bem. Mês passado, havíamos recomendado justamente aumentar o peso nele e diminuir o do BTG Corporate Office. Não faremos alterações para novembro.

FUNDO	CÓDIGO	PESO	RENTABILIDADE			MUDANÇAS	NOVO PESO
			COTA	ALUGUEL	TOTAL		
Brasil Shopping	HGBS11	32%	4,32%	0,85%	5,17%		
Brasil Plural Absoluto	BPFF11	22%	-0,46%	0,92%	0,46%		
TRX Logística	TRXL11	18%	-0,52%	0,86%	0,34%		
RB Capital Renda II	RBRD11	18%	-0,20%	0,56%	0,36%		
BTG Corporate Office	BRCR11	10%	-4,49%	0,85%	-3,63%		
	TOTAL	100%	0,70%	0,82%	1,52%		
		IFIX			-1,34%		

Ações

A Carteira de Ações teve rentabilidade levemente negativa, basicamente com a queda de quase 60% da opção de compra que recomendamos mês passado (uma contribuição negativa de 1,74% para o resultado da carteira). Como prevíamos, a queda do Ibovespa não foi tão grande após a re-eleição de Dilma Rousseff. Assim, acreditamos que essa alocação tática foi válida, apesar de não ter funcionado da maneira que pretendíamos.

O destaque do mês foi o Itaú Unibanco, com alta de 8,55%. As ações do banco foram impulsionadas pelo bom resultado do Bradesco (quando um banco vai bem, o outro geralmente segue o mesmo caminho) e o aumento inesperado na Selic.

Por outro lado, a Panvel caiu mais de 9%. Por se tratar de uma ação com pouca liquidez, essas oscilações são relativamente normais.

A única alteração será a saída da opção sobre o BOVA11 e o aumento do peso do BRAX11.

Empresa	Código	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
iShare IBrX-100	BRAX11	17%	0,84%	3%	20%
Cetip	CTIP3	12%	3,63%		
Cielo	CIEL3	11%	1,73%		
Tractebel	TBLE3	11%	-1,92%		
Paraná Banco	PRBC4	10%	0,74%		
Graziotin	CGRA4	10%	6,53%		
Itaú Unibanco	ITUB4	10%	8,55%		
Panvel	PNVL3	10%	-9,50%		
Randon	RAPT4	6%	-3,11%		
Opção BOVA11	BOVAK52	3%	-57,89%	-3%	0%
TOTAL		100%	-0,73%		
	Ibovespa		0,95%		

Alternativos

Dada a volatilidade de outubro, consideramos o resultado da Carteira de Investimentos Alternativos muito boa - ainda mais na comparação com o IFMM, que teve rentabilidade negativa.

O único fundo com rentabilidade negativa foi o BTG Pactual Hedge Plus, que caiu pelo segundo mês seguido. Por outro lado, o Brasil Plural Institucional teve boa alta, bem como o Bradesco Private Dolar, aproveitando-se da alta da moeda norte-americana.

Apesar de termos escrito que o dólar está em um patamar menos atrativo em termos de valorização, manteremos o Bradesco Private Dólar na carteira, pois ele pode ser um importante hedge em tempos de crise. Assim, a Carteira de Investimentos Alternativos da Inva Capital permanece a mesma.

Fundo	Estratégia	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Brasil Plural Inst. 15 FIC FIM	Multiestratégia	16%	1,32%		
BTG Pactual Hedge Plus	Multiestratégia	15%	-0,83%		
BNY Mellon ARX Hedge Plus	Macro	14%	0,01%		
Claritas Long Short	Long Short Direcional	13%	0,24%		
Perfin Long Short 15 FIC FIM	Long Short Direcional	11%	0,89%		
Brasil Plural Cred. Corp. FIC FIM CP	Multiestratégia	12%	1,02%		
Bradesco Private Dolar FIC Cambial	Cambial	10%	1,10%		
Safra Galileo FIM	Multiestratégia	9%	0,11%		
	TOTAL	100%	0,46%		
	IFMM		-0,06%		

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 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.