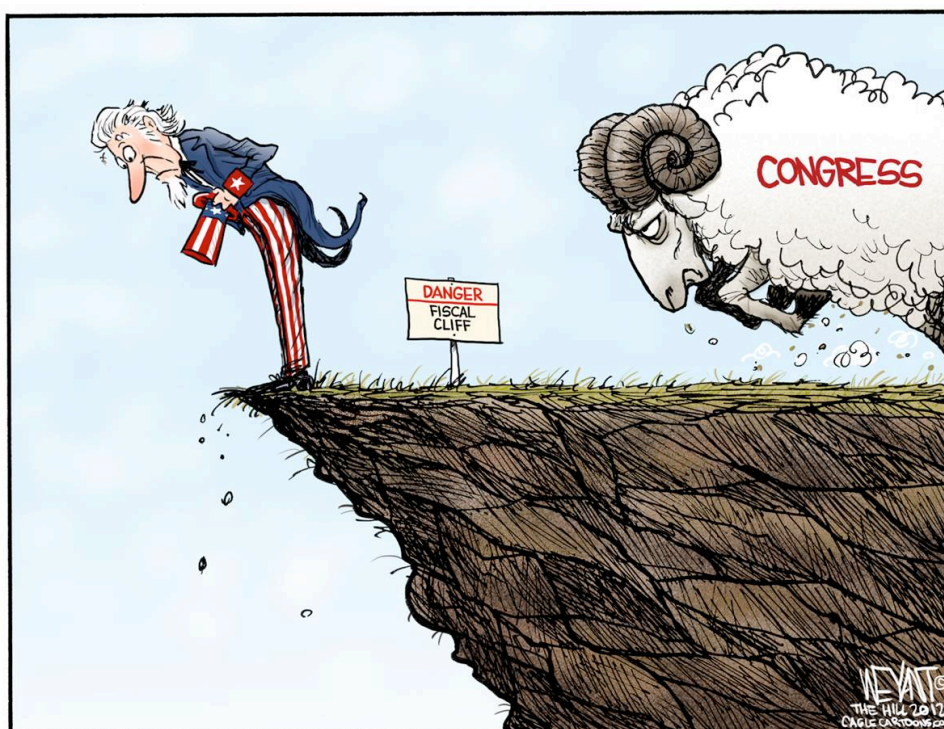


Economia Internacional - Fiscal Cliff

Este é o famoso elefante na sala: todos sabem que ele está lá, mas preferem ignorá-lo. Assim, pouca gente sabe do tal do *Fiscal Cliff* (ou apenas ouviu falar sem saber direito o que é). Resumindo, o problema é o seguinte: uma série de medidas e incentivos irão expirar na virada do ano, caso o congresso norte-americano não faça nada. Se isso acontecer, a economia do país irá perder, de acordo com o CBO (Congressional Budget Office), até 2,9% do PIB para 2013!

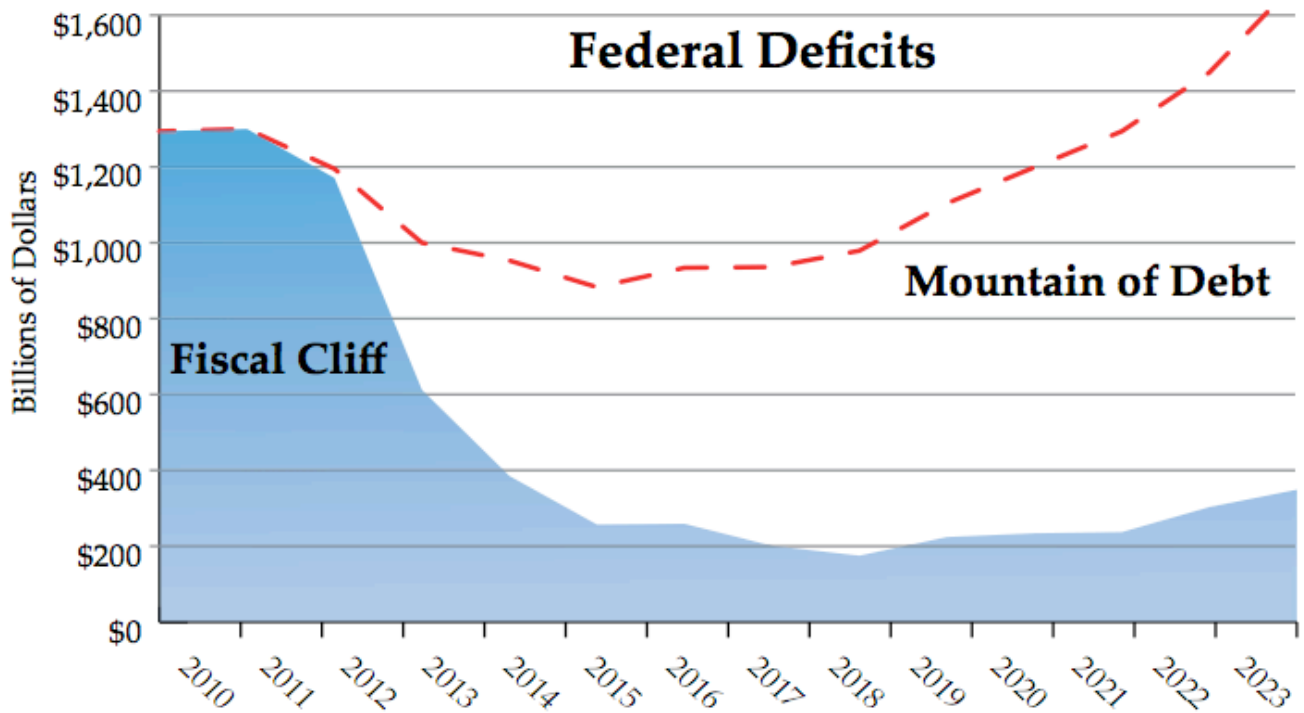


A primeira vista a coisa parece boa, o déficit do governo seria reduzido em US\$ 6,8 trilhões nos próximos 10 anos. O problema é fazer isso de supetão numa já enfraquecida economia. Não fazer nada resultaria em mais uma perda de credibilidade em relação aos políticos norte-americanos e as agências de *rating* já avisaram que essa atitude poderia levar a um novo *downgrade* da dívida soberana dos EUA. Por outro lado, a extensão de todos os benefícios faria com que o tamanho da dívida saísse de controle.

A resposta para esse problema foi dada pelo presidente do Fed, Ben Bernanke. Os legisladores devem implementar medidas que reduzam os gastos, combinadas com reformas fiscais e do bem estar social - mas elas

dever!ão ser aplicadas de forma gradual. Entretanto, muita gente é a favor de deixar o fato ocorrer (inspirados em Maquiavel, certamente)

O gráfico abaixo mostra o que pode acontecer com déficit dos EUA nos dois casos extremos (em azul, nada é feito e em vermelho os incentivos são mantidos).



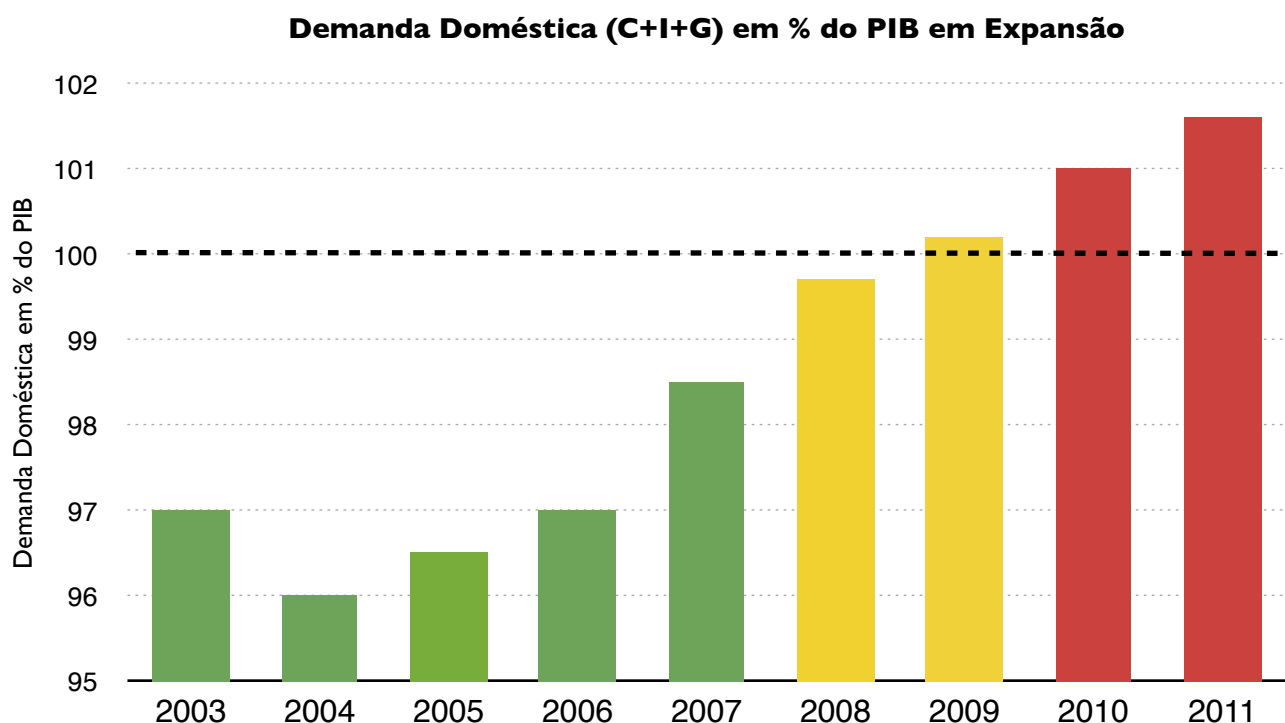
Note: Graph reflects CBO current law and alternative fiscal scenario deficits.

Para chegar ao meio termo os políticos terão pouco tempo para negociar, já que somente após as eleições norte-americanas é que algo será feito em relação ao assunto. Portanto, deveremos ter um final de ano emocionante por lá (e também por aqui com a expectativa de um bom crescimento e na Europa para ver o que será do euro).

Economia Brasileira - A Capacidade de Crescimento da Economia Brasileira: Evidências sobre a Demanda Doméstica

Um dos principais debates atuais sobre a economia brasileira é sobre a capacidade de expansão do PIB para os próximos anos. Alguns pesquisadores e analistas afirmam que o País poderá crescer sem gerar pressões inflacionárias, em torno de 5% ao ano. Por sua vez, outros argumentam que a atividade econômica estaria mais próxima de uma taxa de 3% anuais.

Em nossa visão, a capacidade de expansão do PIB brasileiro para os próximos 3 anos, pelo menos, está mais próximo de uma média anual de 4%. Neste sentido, irei sustentar esse argumento com base na composição atual da demanda doméstica, formada pela soma do consumo das famílias (C), investimento das empresas (I) e gasto do governo (G).



Fonte: Contas Nacionais, IBGE e BCB.

O gráfico acima mostra três situações da demanda doméstica nos últimos nove anos:

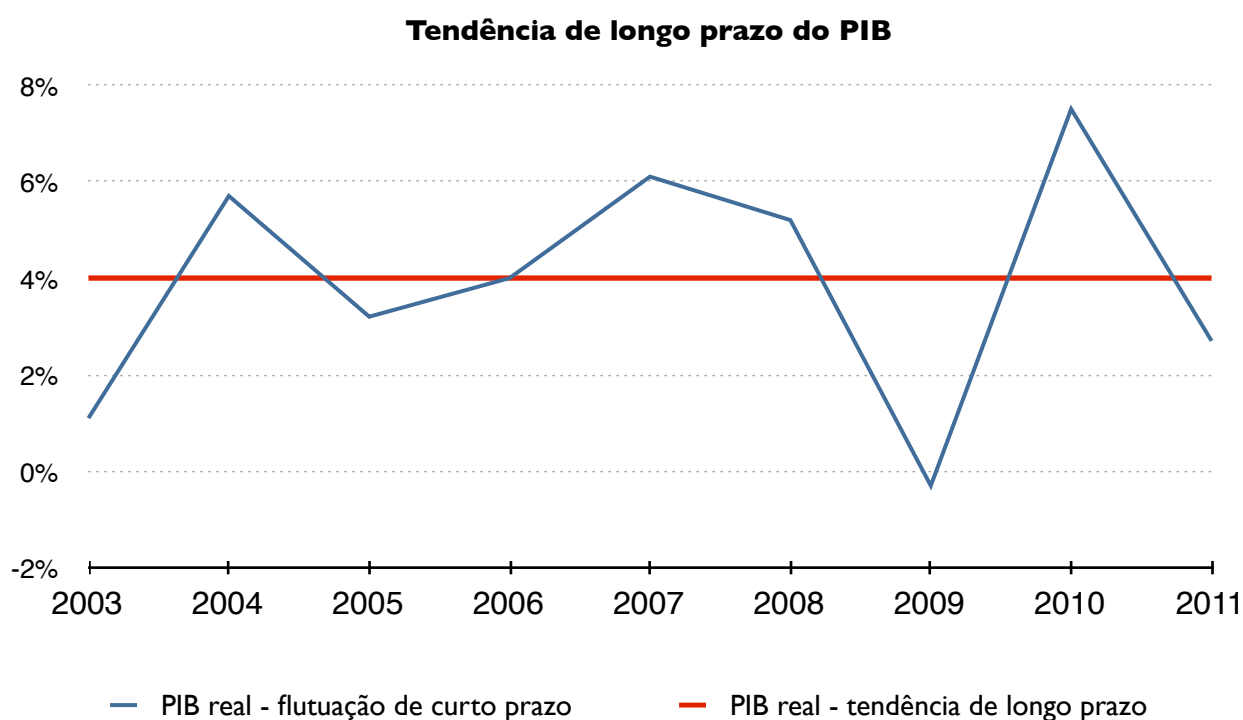
1) Entre 2003 a 2007. Visivelmente, o país cresceu com um bom nível de exportações e excesso de produção interna sobre o nível de demanda doméstica. O IPCA de bens não comercializáveis, neste período, cresceu em uma média anual de 6,0% e o PIB real em 4,0%. Se excluirmos o ano de 2003 (ano de ajustes), esses indicadores melhoram: IPCA bens não comercializáveis de 5,2% e PIB de 4,7%.

2) Entre 2008 e 2009. Período afetado pela severa crise internacional. A economia conseguiu registrar um crescimento equilibrado da demanda doméstica frente a produção interna (oferta agregada). O déficit em transações correntes em relação ao PIB foi baixo e de aproximadamente 1,50% e o hiato de recursos

(importações menos exportações de bens e serviços) foi praticamente nulo. Como consequência, a inflação oficial média no período, mensurada pelo IPCA, foi de 5,1% ao ano.





3) Entre 2010 e 2011. Infelizmente, a economia brasileira não conseguiu sustentar o crescimento do PIB em 2010 de 7,5%. Devido à instabilidade europeia e do fraco desempenho da economia norte-americana, essa expansão foi sustentada pelas variáveis da demanda doméstica, com expansão do crédito ao consumidor e as empresas. Neste ano, o déficit em transações correntes/PIB foi de 2,20% e o hiato de recursos de 1,0% do PIB. A inflação de serviços, entre 2010 e 2011, foi de 7,0% ao ano e o PIB cresceu em média 5,1%. O excesso de demanda sobre a oferta agregada gerou processos inflacionários, fazendo com que a economia se desacelerasse com mais intensidade no segundo semestre de 2011.

O gráfico abaixo destaca o desempenho do PIB para todo período analisado. Em média, a economia brasileira cresceu a uma taxa de 4,0% ao ano. Se considerarmos essa expansão como uma tendência e para fechar com essa média anual em três anos, então o PIB de 2012 está mais próximo de 1,8%.



Estimamos que em 2012 a desaceleração da atividade produtiva ocorra até o terceiro trimestre e, no fechamento do ano, a economia volte a registrar um crescimento anualizado mais próximo de 3%. O fato central é que uma expansão do PIB acima de 4% anuais e estimulada pela demanda doméstica não é sustentável. Esse fenômeno iria gerar mais uma vez uma forte inflação de serviços, acompanhado por mais desvalorizações na taxa de câmbio. O desafio do Brasil, nos próximos anos, será inevitavelmente atacar os grandes problemas os quais inviabilizam um crescimento orientado por fatores da oferta agregada. São eles: produtividade, custo país, reforma tributária e trabalhista, entre outros.

Principais Indicadores Econômicos

Indicador	Valor	Tendência	Comentário
Juros	Selic 8.00%		Provavelmente a Selic chegará a 7,50%. Entretanto o aumento das expectativas de inflação devem acabar com a redução dos juros após esse patamar
Câmbio	R\$/US\$ 2.0570		O dólar em torno de R\$ 2 parece ser um valor que agrada ao BC e exportadores e não traz grandes impactos a economia.
Inflação	IPCA (12 meses) 4.92%		Depois de ter caído bem nos últimos meses a expectativa é que a inflação termine 2012 em torno de 5,0%.
PIB	IBC-Br maio -0.02%		A tendência de alta do PIB continua, mas deve a ser lenta. Deveremos ter um final de ano bem mais forte.

INVESTIMENTOS

Junho foi um bom mês para todas as classes de investimentos. CDI está baixo, mas os títulos indexados a inflação e os préfixados valorizaram muito bem. Fundos imobiliários apreciaram e o mercado de ações depois de apresentar quatro meses seguidos em queda, subiram mais de 3%.

As companhias brasileiras estão passando por momentos difíceis neste ano. Algumas já divulgaram seus balanços do segundo trimestre do ano e os resultados estão ruins. Compreende-se então a razão pela qual nós não elevamos o preço justo do Ibovespa a despeito da forte queda no custo do capital.

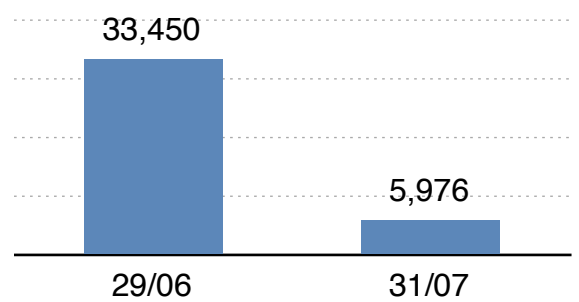
mil R\$

Empresa	Lucro 2T11	Lucro 2T12	2T12 / 2T11
Comgas	92,344	36,733	-60.2%
Bradesco	2,832,968	2,785,000	-1.7%
Cielo	423,600	548,900	29.6%
Totvs	36,132	47,287	30.9%
EDP	128,798	39,441	-69.4%
Natura	188,100	215,100	14.4%
Santander	2,083,000	1,464,000	-29.7%
Itau-Unibanco	3,603,000	3,304,000	-8.3%
Tractebel	358,800	344,400	-4.0%
Duratex	91,100	98,400	8.0%
SulAmérica	27,600	3,600	-87.0%
Usiminas	157,000	-87,000	-
Iguatemi	42,979	54,033	25.7%
Ambev	1,832,566	1,932,377	5.4%
Telemar	373,600	62,200	-83.4%
Cremer	5,200	3,822	-26.5%
Fibra	215,000	-524,000	-
OdontoPrev	34,842	41,951	20.4%
Santos Brasil	39,982	60,165	50.5%
M Dias Branco	82,500	116,500	41.2%
TOTAL	12,649,111	10,546,909	-16.6%

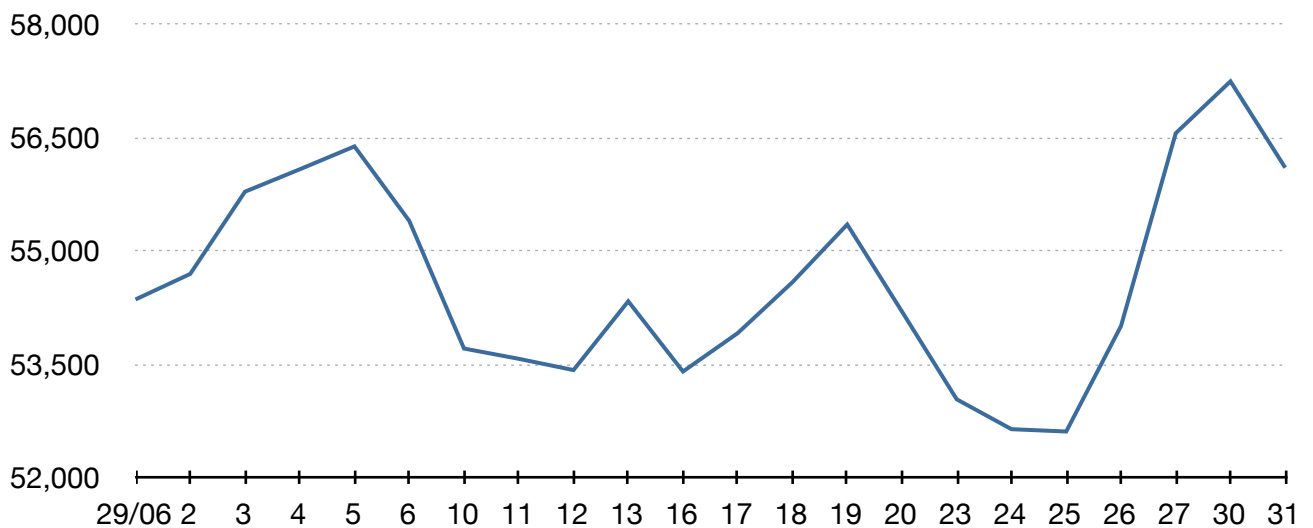
○ que vem a frente?

○ mercado de ações experimentou momentos de depressão em julho, mas os últimos pregões do mês foram decisivos para o resultado positivo no período. Os investidores estrangeiros iniciaram o mês com fortes posições de *hedge*, vendidos em mais de 30 mil contratos futuros do índice e diminuíram suas posições impulsionando o mercado de ações.

Contratos Vendidos de Estrangeiros



Ibovespa em julho



Algo muito interessante que também ocorreu nas últimas semanas, foi o fato da expectativa para a inflação apresentada no Relatório Focus do Banco Central de 27 de julho ter se elevado ao longo de quatro semanas de 4,93% para 4,98%. Nos últimos 12 meses, a inflação medida pelo IPCA até junho estava em 4,91%, o que nos faz entender que existem grandes crenças que a economia brasileira não se deteriorará ainda mais no segundo semestre desse ano, logo, acreditamos em uma recuperação que levará o PIB do Brasil a crescer próximo do seu potencial em 2013.

○ desempenho de nossa economia em 2012 passa a ser menos relevante para precificação das ações. Devemos agora mirar no desempenho de 2013. Quem descobrir antes o que irá acontecer com a economia e os lucros das empresas no próximo ano levará vantagens. Por enquanto cremos que o mercado de ações apresentará recuperação até o final do ano justamente porque esperamos que a economia volte a crescer em níveis mais elevados.

RECOMENDAÇÕES

PORTFÓLIO

	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
Renda Fixa	53%	0.68%		53%
Imóveis	19%	9.77%		19%
Renda Variável	28%	2.80%		28%
TOTAL		3.00%		
Benchmark		1.10%		

O portfólio da Inva Capital voltou a apresentar rendimentos atrativos, com o bom desempenho dos imóveis e das ações, e voltou a superar sua agressiva meta de 1,1% ao mês ou 14% ao ano. Lembramos que a forte alta dos fundos imobiliários obriga a venda de parte da posição para readequar a composição da carteira. Depois de três meses elevando a exposição no mercado de ações sugerimos manutenção do portfólio.

	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				
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%	8.61%	7.96%

RENDA FIXA

Título	Peso	Rendimento	Mudanças	Novo Peso
LTN 01/01/14	12.0%	0.67%	-2%	10.0%
CDB AAA	45.0%	0.67%	-5%	40.0%
LFT	15.0%	0.66%	-3%	12.0%
CDB AA	28.0%	0.72%	-2%	26.0%
LCIA+			+12%	12.0%
TOTAL		0.68%		
CDI		0.68%		
% CDI		100.00%		

A carteira de Renda Fixa rendeu em linha com o CDI, pois estávamos quase 90% expostos a taxa CDI e o título préfixados que sugerimos (LTN com vencimento em 2014) valorizou apenas 0,67%. Para a melhor eficiência tributária da carteira estamos incluindo LCI - Letras de Crédito Imobiliário, títulos de renda fixa sem incidência de Imposto de Renda e que podem contar com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito de até R\$ 70 mil. Para fins de rendimentos adaptamos a rentabilidade da LCI com alíquota de 15% de IR e CDI em 8% ao ano, chegando a 108% do CDI de rendimento bruto ajustado se considerarmos um título como esse com rendimento de 92% do CDI.

	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						
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%	6.11%	5.30%	115.44%

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Fundo	Código	Peso	Retorno		
			Cota	Aluguel	Total
Brasil Shopping	HGBS I I	25%	9.99%	0.64%	10.62%
Mais Largo I3	MSHP I I	5%	3.20%	0.47%	3.67%
TRX Logística	TRXL I I	32%	9.27%	0.68%	9.95%
Presidente Vargas	PRVS I I	20%	7.81%	0.63%	8.44%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ I I	18%	10.72%	0.74%	11.46%
TOTAL			9.12%	0.66%	9.77%

O desempenho dos fundos imobiliários foram excepcionais no mês de julho e no ano já estamos com mais de 27% de rentabilidade acumulada. A equipe de análise da Inva Capital está finalizando os estudos que desenvolve periodicamente no segmento e até o momento não parece haver razões para alteração na carteira. Parabéns aos investidores que seguiram as nossas recomendações e lembramos que a Inva Capital é a única consultoria de investimentos independente com recomendação de carteira de fundos imobiliários do Brasil.

Título	Peso	Peso	Mudanças	Novo Peso
Brasil Shopping	HGBS I I	25%		25%
Mais Largo I3	MSHP I I	5%		5%
TRX Logística	TRXL I I	32%		32%
Presidente Vargas	PRVS I I	20%		20%
BB Vot. JHSF C.J.	BBVJ I I	18%		18%

	2011		2012	
	F. Imobiliários	IGMI-C	F. Imobiliários	IGMI-C
Janeiro			3.59%	
Fevereiro			4.79%	4.36%
Março			0.72%	
Abril			5.28%	
Maio			-0.49%	
Junho			3.96%	
Julho			9.77%	
Agosto		3.74%		
Setembro	4.01%			
Outubro	0.40%			
Novembro	1.12%	3.97%		
Dezembro	1.17%			
Total	6.83%	5.25%	19.08%	4.36%

* O IGMI-C é um índice calculado pela FGV que mede a rentabilidade do setor imobiliário comercial no Brasil e é divulgado trimestralmente. A rentabilidade do 3T11 (3.74%) foi mensalizada (1.23%) para efeitos de comparação com nossa carteira.

AÇÕES

Fundo	Código	Peso	Retorno	Mudanças	Novo Peso
Itaú Unibanco	ITUB4	12.0%	14.84%		12.0%
OGX	OGXP3	12.0%	2.73%		12.0%
Copel	CPLE6	12.0%	-4.80%		12.0%
Cremer	CREM3	11.0%	-1.20%		11.0%
Randon	RAPT4	11.0%	0.00%		11.0%
CSN	CSNA3	9.0%	-7.47%		9.0%
Le Lis	LLIS3	6.0%	4.09%		6.0%
Hering	HGTX3	9.0%	6.19%		9.0%
Marisa	AMAR3	6.0%	-3.48%	-6%	
Light	LIGT3	6.0%	1.13%		6.0%
Fertilizantes Heringer	FHER3	6.0%	23.50%		6.0%
Grazziotin	CGRA4			+6%	6.0%
TOTAL			2.80%		
Ibovespa			3.21%		
Diferença			-0.41%		

Impulsionada pelas fortes altas da Fertilizantes Heringer e do Itaú, a carteira de ações apresentou bom desempenho em julho, recuperando parte da queda observada no mês anterior. Recomendamos uma alteração com empresas de varejo, trocando a Lojas Marisa pela pequena Grazziotin. Essa companhia atua no setor de varejo para público das classes C, no setor financeiro oferecendo crédito para clientes das suas lojas e no setor agropecuário. Vem apresentando crescimento consistente nos últimos anos e acreditamos que seu retorno para o acionista poderá ser atrativo nos próximos anos.

	2011		2012	
	Ações	Ibovespa	Ações	Ibovespa
Janeiro			10.72%	11.13%
Fevereiro			6.62%	4.34%
Março			0.46%	-0.23%
Abril			-2.64%	-4.17%
Maio			-9.52%	-11.86%
Junho			-8.67%	-0.25%
Julho			2.80%	3.21%
Agosto				
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%	-1.92%	0.60%

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.