






## Sumário


Pág.


	Destaques Macroeconômicos.....	1
	Economia Internacional.....	1
	Economia Brasileira.....	2
	Opinião.....	4
	Indicadores Macroeconômicos.....	7


## Destaques Macroeconômicos





### Economia Internacional

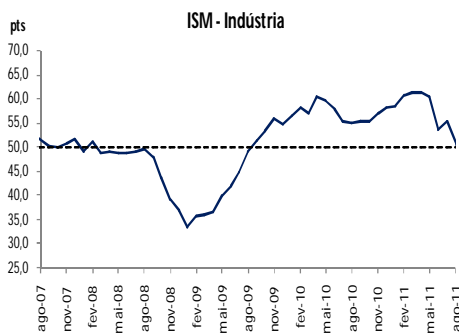
 Nos Estados Unidos, foi divulgada a segunda estimativa do PIB do segundo trimestre de 2011. O PIB real apresentou aumento de 1,0%, frente a uma variação de 0,4% no primeiro trimestre. Na primeira estimativa, o aumento do PIB real havia sido de 1,3%. O PIB permanece pelo quarto trimestre consecutivo abaixo do potencial (2,7%-3,0%). Acreditamos que o país crescerá abaixo de 2% em 2011.

 O ISM da indústria apresentou queda de 0,6%, caindo de 50,9 pontos em julho para 50,6 pontos em agosto. O resultado ficou acima do esperado pelo consenso, que esperava uma redução para 48,5 pontos, em razão do fraco desempenho apresentado pelas pesquisas das indústrias regionais no mês de agosto. O componente de novos pedidos apresentou ligeira melhora, aumentando de 49,2 para 49,6 pontos, mas ainda permanece abaixo dos 50 pontos.

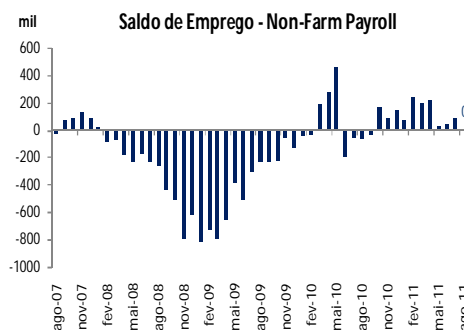
 Ainda nos Estados Unidos, os indicadores divulgados ao longo do mês continuam evidenciando a fragilidade do mercado de trabalho, gerando mais incertezas em relação à sustentabilidade da recuperação econômica do país. O saldo de emprego norte-americano (*Non-Farm Payroll*) apresentou estagnação em agosto, ou seja, não houve adição de novos empregos. O resultado foi o mais fraco desde setembro de 2010 e ficou muito abaixo do esperado pelo consenso divulgado pelo Bloomberg (+95 mil). Além disso, as contratações de julho sofreram revisão para baixo, caindo de 117 mil para 85 mil. Em relação ao setor privado, foram adicionados apenas 17 mil novos empregos em agosto, o pior resultado desde fevereiro de 2010. A taxa de desemprego da economia permaneceu em 9,1% em agosto.

 Em relação ao mercado imobiliário dos Estados Unidos, destacamos que a maioria dos indicadores permanece perto das mínimas históricas. As vendas de casas novas apresentaram queda pelo terceiro mês consecutivo, somando 298 mil. Já as vendas de casas existentes apresentaram redução de 3,5%, caindo de 4,84 milhões em junho para 4,67 milhões em julho, evidenciando que as vendas ainda estão em níveis muito baixos. Ademais, o índice de preço de casas de 20 cidades nos Estados Unidos (S&P/Case-Shiller) apresentou contração de 4,5% em junho, em relação ao mesmo período de 2010, após redução de 4,6% em maio, que representou o maior declínio desde 2009. Não esperamos melhora significativa no setor imobiliário até o fim do ano, dada a manutenção dos elevados estoques de imóveis usados.

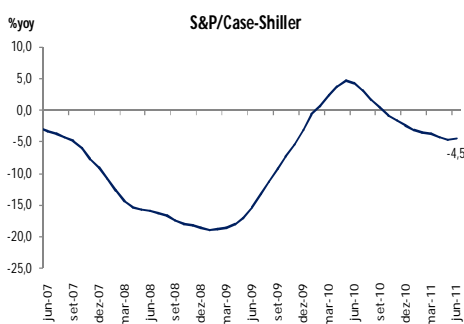
 O aguardado discurso do presidente do Federal Reserve (Fed), Ben Bernanke, no encontro anual em Jackson Hole, não apresentou nenhum anúncio concreto de política monetária. Não obstante, Bernanke reafirmou que o Fed ainda possui algumas ferramentas para estimular a economia e irá usá-las se for preciso. Um ponto importante foi a mudança na agenda da próxima reunião de setembro, que agora terá dois dias (20 e 21 de setembro) para permitir uma discussão mais completa. Como já esperado, o presidente do Fed atribuiu, em grande parte, a lenta recuperação da



Fonte: Institute for Supply Management



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics



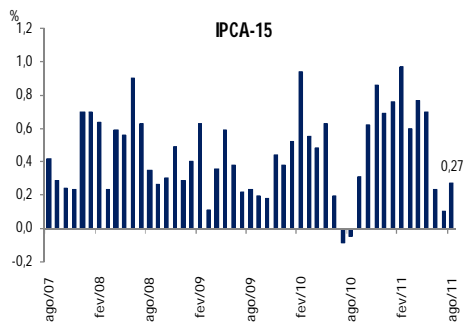
Fonte: Standard & Poor's

economia norte-americana ao mercado de trabalho e ao setor imobiliário ainda fracos. Dessa forma, de acordo com Bernanke, políticas de *housing* eficazes e pró-ativas poderão ajudar a acelerar o processo de recuperação. Ademais, Bernanke sugeriu uma expansão fiscal no curto prazo para estimular a economia, com a contrapartida de um plano fiscal de redução do déficit no longo prazo.

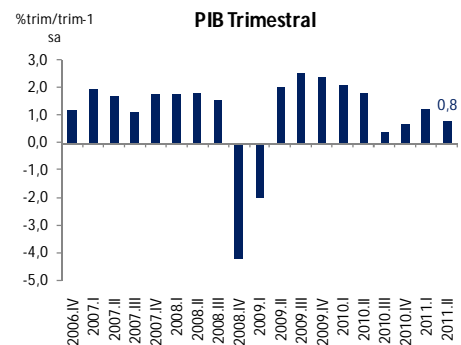
- Na Europa, em agosto, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu comprar títulos do governo italiano e espanhol, para evitar um aumento acentuado no custo de financiamento desses países. A Itália e a Espanha necessitam captar 245 bilhões de euros entre agosto e dezembro de 2011, para pagar títulos de dívida com vencimento nesse período, além de cobrir seus déficits. A Itália necessita de 160 bilhões de euros, enquanto a Espanha precisa de 85 bilhões de euros até o fim do ano.
- No dia 16 de agosto, o presidente francês Nicolas Sarkozy e a chanceler alemã Angela Merkel se reuniram para conversar sobre a crise da dívida europeia. Dentre as medidas propostas está a criação de um novo conselho para a zona do euro, que poderia ser liderado pelo presidente do conselho da União Europeia, Herman van Rompuy. Os líderes também sugeriram a inclusão de um limite para o déficit público nas constituições dos países da zona do euro e o estabelecimento de um imposto para as transações financeiras. Destacamos que eles se mostraram contrários a consolidação da política fiscal por meio da emissão de bônus da zona do euro.



## Economia Brasileira



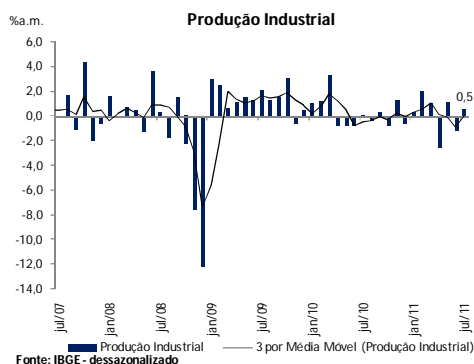
Fonte: IBGE



Fonte: IBGE

- Em relação a inflação, destacamos que o IPCA apresentou variação de 0,16% em julho, seguindo o aumento de 0,15% registrado no mês anterior. Apesar de o resultado mensal ser o segundo menor desde agosto de 2010, em 12 meses, o IPCA acelerou, acumulando alta de 6,87%, a maior desde junho de 2005 e ficou acima dos 6,71% referentes aos 12 meses imediatamente anteriores. Em agosto, o IPCA-15 apresentou aceleração, registrando variação de 0,27%, frente a um aumento de 0,10% observado em julho. O grupo “alimentação e bebidas” voltou a registrar elevação, aumentando de -0,39% em julho para 0,21% em agosto. Em relação aos combustíveis, a gasolina perdeu intensidade de queda, passando de uma variação de -1,49% em julho para -0,17% em agosto, exercendo pressão sobre o índice. Os transportes tiveram alta de 0,03%, após variação de -0,02% no mês anterior.
- A economia brasileira está em processo gradual de desaceleração. No segundo trimestre, o PIB cresceu 0,8% em relação ao trimestre anterior, ficando em linha com as expectativas de mercado. O resultado representou uma desaceleração em relação ao primeiro trimestre, que registrou expansão de 1,2%. Pelo lado da oferta, o destaque foi para o setor de serviços, que apresentou aumento de 0,8%, seguido pela indústria (+0,2%). A agropecuária, por outro lado, teve variação negativa de 0,1%. Pelo lado da demanda, todos os componentes apresentaram aceleração na margem. O aumento das importações contribuiu, em grande parte, para a desaceleração do PIB. Em relação ao mesmo período de 2010, o PIB variou 3,1%.
- Em julho, a produção industrial apresentou aumento de 0,5% em relação ao mês anterior, após queda de 1,2% observada em junho. A alternância de variações positivas e negativas no curto prazo evidencia a fraqueza da atividade industrial, que está estagnada desde março de 2010, em razão, principalmente, da valorização cambial e da fragilidade da demanda externa. O índice de média móvel trimestral ficou praticamente estável (+0,1%) de junho para julho, após dois meses consecutivos de queda. O

%trim/trim-1	2011.I	2011.II
<b>OFERTA</b>		
Agropecuária	2,9	-0,1
Indústria	2,2	0,2
Serviços	0,7	0,8
<b>DEMANDA</b>		
Consumo Famílias	0,7	1,0
Consumo Governo	0,9	1,2
FBKF	1,0	1,7
Exportações	-3,1	2,3
Importações(-)	-1,4	6,1
<b>PIB TOTAL</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>



resultado reforça o quadro de menor dinamismo do setor industrial, o que aponta para uma lenta recuperação do setor até o final do ano.

■ O volume de crédito do sistema financeiro nacional, computados recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 1,854 trilhão em julho. A relação com o PIB ficou em 47,3%, ante 47,1% em junho. O ritmo de expansão do crédito foi considerado mais moderado, principalmente em relação aos recursos livres, refletindo o aumento das preocupações com os impactos da crise externa no crescimento brasileiro, assim como os efeitos da política monetária. O crédito livre desacelerou, apresentando crescimento de 0,7%, frente alta de 1,6% no mês anterior, devido aos empréstimos para pessoas jurídicas, que registraram variação de 0,3%. Já o crédito direcionado apresentou elevação de 1,9%, com destaque para os empréstimos do BNDES, que cresceram 1,7% no mês de julho, após uma média de 0,6% nos primeiros seis meses do ano. Em relação à qualidade do crédito, destacamos que a taxa de inadimplência apresentou ligeiro aumento, registrando 5,2% em julho. A taxa de juros também sofreu elevação, passando de 39,5%a.a. para 39,7%a.a.

■ Em reunião realizada no dia 31 de agosto, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 12,00% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 12,50% a.a., surpreendendo o mercado. O Copom interrompeu o ciclo de aperto monetário em vigor desde o início do ano para iniciar um processo de afrouxamento monetário.

*“Para o Copom, a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira pode se materializar por intermédio de diversos canais, entre outros, redução da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos, condições de crédito mais restritivas e piora no sentimento de consumidores e empresários. O Comitê entende que a complexidade que cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira. Dessa forma, no horizonte relevante, o balanço de riscos para a inflação se torna mais favorável. A propósito, também aponta nessa direção a revisão do cenário para a política fiscal.”*

*“Nesse contexto, o Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, um ajuste moderado no nível da taxa básica é consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.”*

## Opinião

### A Contabilidade do Crescimento: Brasil e China

O modelo de crescimento de Solow nos permite determinar as contribuições dos insumos (capital e trabalho) e do progresso tecnológico à taxa de crescimento do produto dos países. Sendo assim, o modelo apresenta uma importante aplicação para a “contabilidade do crescimento”, que tem como objetivo identificar as principais fontes de crescimento de uma economia em determinado período de tempo.

O crescimento econômico pode ser obtido pela acumulação de insumos e pelo aumento da produtividade total dos fatores (PTF), que representa a eficiência na qual os insumos são usados na produção. Destacamos que, para determinar se o crescimento econômico de uma economia será sustentável no longo prazo, é importante conhecer sua principal fonte de crescimento.

O modelo de Solow indica que a PTF é o principal determinante para alcançar um crescimento econômico sustentável. Dessa forma, medidas que estimulem o aumento da produtividade total dos fatores, como as inovações tecnológicas, permitem um crescimento equilibrado de longo prazo. Nessas condições, a produtividade do trabalho aumenta não somente pelos avanços tecnológicos, mas também pela acumulação de capital adicional que essas inovações possibilitam. Por outro lado, um crescimento baseado na acumulação de insumos tende a ser mais limitado, pois não é possível adicionar capital e trabalho na economia indefinidamente, já que estes possuem rendimentos marginais decrescentes.

Seguindo o modelo de Solow, é possível decompor o crescimento do produto, assumindo uma função de produção Cobb-Douglas:

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (1)$$

Onde Y denota o PIB, A é o termo de produtividade total dos fatores, K é o montante de capital físico, L é o número de trabalhadores e o parâmetro  $\alpha$  é a parcela do capital físico no produto total. Tirando os logaritmos e derivando a função de produção acima, obtemos a seguinte equação:

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{A}}{A} + \alpha \frac{\dot{K}}{K} + (1 - \alpha) \frac{\dot{L}}{L} \quad (2)$$

A equação 2 indica que o crescimento do produto é igual a taxa de crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) mais uma média ponderada do crescimento do capital e do trabalho.

No caso do Brasil, as elevadas taxas de crescimento alcançadas nas décadas de 60 e 70 foram lideradas pela evolução favorável da PTF, como podemos observar na tabela 1. Da mesma forma, a forte queda da PTF, observada a partir do início da década de 80, foi determinante para o menor ritmo de crescimento econômico.

Tabela 1: Decomposição do Crescimento do Brasil

	Brasil	Contribuições à Taxa de Crescimento		
	Taxa de Crescimento do PIB	Capital	Trabalho	PTF
1960-69	7,2	2,0	2,2	3,0
1970-79	9,1	3,0	2,5	3,6
1980-89	2,2	1,1	2,2	-1,1
1990-99	1,7	0,7	2,0	-1,0
2000-08	3,7	0,6	1,6	1,4

Por outro lado, no caso da China, observamos que as elevadas taxas de crescimento do PIB ao longo das décadas, intensificadas a partir de 1978, foram impulsionadas por um crescimento contínuo da PTF (tabela 2).

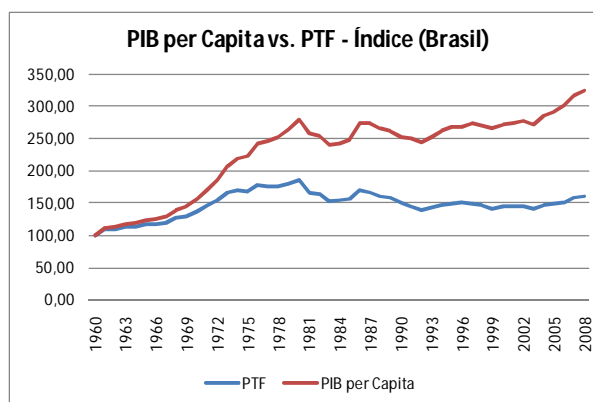
Tabela 2: Decomposição do Crescimento da China

	China	Contribuições à Taxa de Crescimento		
	Taxa de Crescimento do PIB	Capital	Trabalho	PTF
1960-69	2,2	2,1	1,3	-1,2
1970-79	7,5	2,5	1,7	3,2
1980-89	9,0	2,7	1,8	4,5
1990-99	9,7	3,1	0,8	5,8
2000-08	10,6	3,1	0,5	7,0

Muitos estudos recentes argumentam que a queda da produtividade total dos fatores, principalmente nos países em desenvolvimento, é resultado da má alocação de recursos nas empresas.

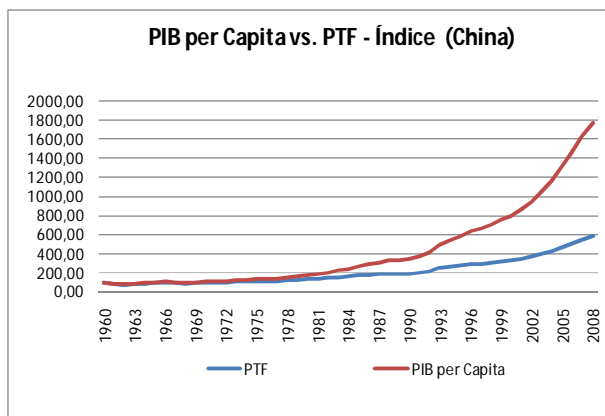
No Brasil, observamos um crescimento acelerado da PTF nas décadas de 60 e 70, associado a reformas estruturais. As reformas do período do PAEG contribuíram para que, em 1980, a PTF atingisse seu valor máximo. Entretanto, a partir da década de 80, observamos uma forte queda da PTF. Essa mudança de trajetória pode ser associada ao aumento da parcela de bens de capital e de bens intermediários produzidos por empresas estatais, levando a distorções nesses setores, no período do IIPND. Recentemente, reformas do Plano Real e do governo Lula contribuíram para elevar a PTF, mas esta ainda permanece em patamar relativamente baixo.

Gráfico 1 – PIB per capita vs. PTF (Brasil)



Na China, o crescimento acelerado da PTF a partir de 1978 está diretamente relacionado às reformas institucionais e mudanças estruturais ocorridas após a morte do líder do Partido Comunista, Mao Tse-Tung. A transição de uma economia de planejamento em direção a uma economia de mercado, com a introdução de novas instituições e abertura comercial, foi determinante para o aumento da PTF. O país tem sido bem sucedido na realocação de trabalho e capital de empresas estatais, consideradas menos produtivas, para empresas não estatais.

Gráfico 2 – PIB per capita vs. PTF (China)



Portanto, a exemplo das economias brasileira e chinesa, as políticas econômicas capazes de estimular a PTF são essenciais para as economias crescerem de forma sustentável. No caso brasileiro, seria importante estabelecer legislação trabalhista e código tributário mais eficientes e reduzir barreiras à entrada e saída de empresas no mercado, para, dessa forma, melhorar a alocação de recursos entre empresas no Brasil e permitir o aumento da produtividade total dos fatores.

## Indicadores Macroeconômicos

	2008	2009	2010	2011 Projeção <sup>(1)</sup>
<b>Atividade Econômica</b>				
PIB (variação anual)	5,20%	-0,60%	7,5%	3,2%
Taxa de desemprego (média do período)	7,90%	8,10%	6,70%	6,20%
<b>Setor Externo</b>				
Balança Comercial - FOB (US\$ 1.000)	24,8	25,3	20,2	25,0
Exportações (US\$ 1.000)	197,9	153,0	201,9	275,0
Importações (US\$ 1.000)	173,1	127,6	181,7	250,0
Transações Correntes (US\$ 1.000)	-28,2	-24,3	-47,6	-60,0
Ingresso Inv. Estrangeiros Diretos (US\$ 1.000)	30,1	19,9	40,1	55,0
Reservas Internacionais (US\$ 1.000)	206,8	239,1	288,6	380,0
<b>Taxa de Câmbio</b>				
Dólar Comercial (R\$/US\$) – Final de período	2,39	1,73	1,69	1,60
Dólar Comercial (R\$/US\$) - Média no ano	1,83	1,99	1,76	1,63
<b>Preços</b>				
IGP-M (%)	9,80%	-1,70%	11,32%	5,8%
IPCA (%)	5,90%	4,30%	5,91%	6,3%
<b>Taxa de juros</b>				
Taxa Selic (% a.a.) – Final de período	13,75%	8,75%	10,75%	11,0%
<b>Contas Públicas</b>				
Superávit público primário (% PIB)	3,40%	2,00%	2,80%	3,2%
Dívida Líquida Total (DLSP) - (% PIB)	38,50%	42,80%	40,2%	39,0%
<b>Mercado Financeiro</b>				
IBOVESPA – Em dezembro	35.000	68.588	69.305	62.000

Nota: (1) Projeções elaboradas pelo Departamento Econômico da NSG Capital

## Contatos

### Rio de Janeiro

Praia de Botafogo, 440/ 6° andar  
Rio de Janeiro - RJ – CEP: 22250-040  
Tel: (+55 21) 3797-1000

**Ouvidoria:** 0800-2827293

[www.nsgcapital.com.br](http://www.nsgcapital.com.br)



### Presidência

Luiz Eduardo Franco de Abreu, MsC  
[luiz.abreu@nsgcapital.com.br](mailto:luiz.abreu@nsgcapital.com.br)

### Gerência de Análise

Julia Costa, CNPI  
[julia.costa@nsgcapital.com.br](mailto:julia.costa@nsgcapital.com.br)

### Departamento Econômico

Carolina Berardinelli  
[carolina.berardinelli@nsgcapital.com.br](mailto:carolina.berardinelli@nsgcapital.com.br)

## Disclosure

As informações financeiras utilizadas nesta apresentação foram obtidas diretamente das fontes discriminadas ao longo do documento, que não são exclusivas. Todas elas foram obtidas de fontes públicas confiáveis e de boa fé, mas não foram independentemente conferidas, de modo que nenhuma garantia, expressa ou implícita, é feita sobre sua exatidão ou integralidade.

Este documento foi preparado pelo Departamento Econômico da NSG Capital e está sendo fornecido meramente em caráter informativo. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio.

Este documento não é uma oferta de venda ou uma solicitação para aquisição de ações ou qualquer ativo financeiro. Ocasionalmente, executivos ou funcionários da NSG Capital ou de empresas controladas podem, de acordo com o permitido por lei, possuir uma posição, ou de outra maneira estarem interessados em transações com ativos direta ou indiretamente relacionados com este relatório. No entanto, a NSG Capital e qualquer empresa relacionada não aceitam responsabilidades por qualquer perda direta ou indireta surgida como consequência do uso deste relatório.

Nenhuma parte deste documento pode ser (i) copiada, foto copiada, ou duplicada de nenhuma forma, e por quaisquer meios, ou (ii) redistribuída sem prévio consentimento formal da NSG Capital.