




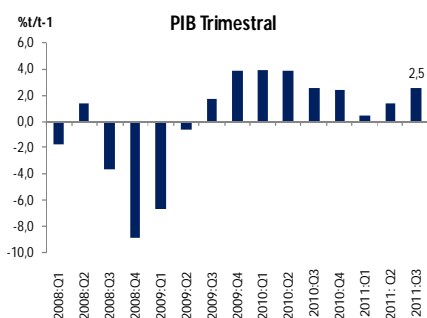


## Sumário

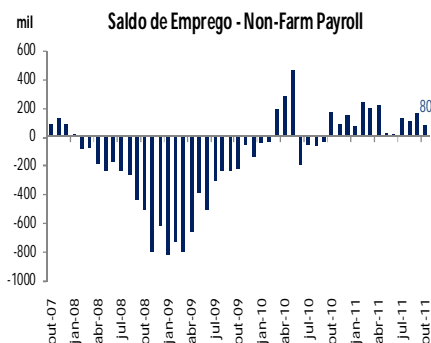
Pág.

	Destaques Macroeconômicos.....	1
	Economia Internacional.....	1
	Economia Brasileira.....	2
	Opinião.....	3
	Indicadores Macroeconômicos.....	6



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis

%trim/trim-1	2011.II	2011.III
<b>DEMANDA</b>		
Consumo Famílias	0,7	2,4
Consumo Governo	-0,9	0,0
FBKF	6,4	4,1
Exportações	3,6	4,0
Importações(-)	1,4	1,9
<b>PIB TOTAL</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics

## Destaques Macroeconômicos



### Economia Internacional

Nos Estados Unidos, o principal destaque foi o resultado positivo do PIB do terceiro trimestre. O PIB real cresceu a uma taxa anual de 2,5%, em linha com o esperado, após ter registrado variações de 0,4% e de 1,3% no primeiro e no segundo trimestre, respectivamente. O consumo das famílias aumentou 2,4%, sendo que os bens de consumo duráveis tiveram elevação de 4,1%. Os investimentos também apresentaram bom desempenho, com expansão de 4,1%.

Ainda nos Estados Unidos, os indicadores divulgados ao longo do mês continuam evidenciando a fragilidade do mercado de trabalho. O saldo de emprego norte-americano (*Non-Farm Payroll*) apresentou aumento de 80 mil em outubro. O resultado ficou abaixo do esperado pelo consenso divulgado pelo Bloomberg (+95 mil). As contratações de setembro sofreram revisão para cima, aumentando de 103 mil para 158 mil. Em relação ao setor privado, foram adicionados 104 mil novos empregos em outubro. A taxa de desemprego da economia permanece elevada apesar de ter apresentado ligeira queda, de 9,1%, em setembro, para 9,0%, em outubro.

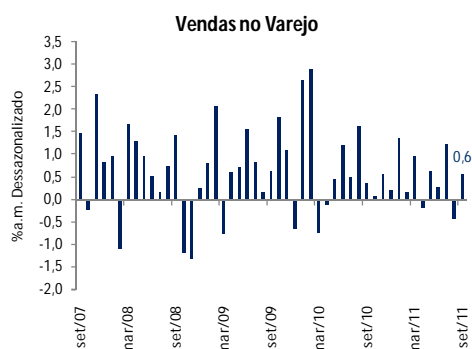
Em relação ao mercado imobiliário dos Estados Unidos, ainda não há sinais de recuperação das vendas de imóveis, que permanecem perto das mínimas históricas. Em setembro, as vendas de casas existentes apresentaram queda de 3,0%, enquanto as vendas de casas novas apresentaram aumento de 5,7%. Ademais, o índice de preço de casas de 20 cidades norte-americanas (S&P/Case-Shiller) apresentou queda de 3,8% em agosto de 2011 em relação ao mesmo mês do ano anterior. Destacamos que o suporte ao mercado imobiliário será fundamental para a recuperação sustentável da economia norte-americana nos próximos anos.

Em setembro, o Federal Reserve anunciou que vai comprar US\$ 400 bilhões em títulos de longo prazo do Tesouro americano com vencimento entre seis e 30 anos e venderá igual montante em títulos de curto prazo, com vencimento até três anos. A medida ficou conhecida como "Operação Twist" e tem como objetivo forçar a queda da taxa de juros de longo prazo, reduzindo o custo de empréstimos e, dessa forma, estimular a economia.

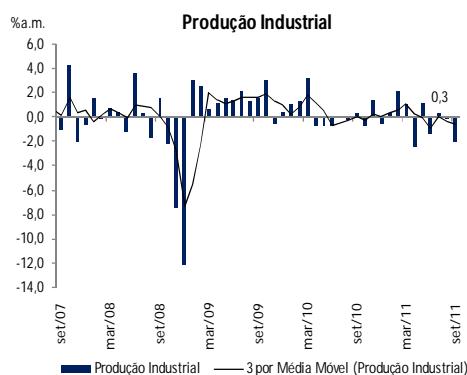
Na Europa, o principal destaque foi a reunião dos líderes europeus em Bruxelas e o anúncio no dia 27 de outubro de um novo plano para tentar controlar a crise da dívida na região. O plano se baseia em três alicerces. O primeiro se refere a recapitalização dos bancos europeus em dificuldades, em mais de € 100 bilhões. O segundo envolve a ampliação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF) em pelo menos € 1 trilhão. O terceiro diz respeito à redução da dívida soberana da Grécia, com um *haircut* de 50% da dívida. Para o sucesso da medida, o setor privado deverá aceitar a perda de metade dos títulos soberanos gregos, de forma voluntária. O objetivo é reduzir a dívida grega, dos atuais 160% do PIB para 120% até 2020. Em nossa visão, o plano pode ter forças para controlar a crise por um tempo, mas ainda é necessário estabelecer detalhes, como a aceitação do *default* grego e a ampliação dos recursos do EFSF.



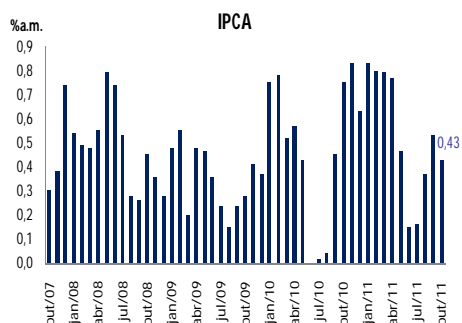
## Economia Brasileira



Fonte: IBGE



Fonte: IBGE - dessazonalizado



Fonte: IBGE

■ A atividade doméstica mostrou novos sinais de desaceleração. As vendas no varejo de setembro apresentaram aumento de 0,6%, após retração de 0,4% em agosto (o pior resultado desde março de 2010). Já a produção industrial de setembro teve queda de 2,0% em relação ao mês anterior e acumula crescimento de apenas 1,0% no ano. Observamos que a redução do ritmo da produção industrial foi acentuada e esse movimento atingiu 16 das 27 atividades pesquisadas, com destaque para o setor de veículos automotores (-11,0%).

■ Em setembro, o volume de crédito do sistema financeiro nacional, computados recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 1,929 trilhão, o que representou um aumento de 2,1% no mês e de 19,6% em 12 meses. A relação com o PIB ficou em 48,4%, ante 47,8% em agosto. Houve uma aceleração da expansão do crédito bancário em setembro, mas a trajetória de moderação em relação a 2010 se manteve, em razão da política monetária e do relativo arrefecimento da demanda doméstica. O crédito direcionado apresentou aumento de 2,9% em relação ao mês anterior, enquanto o crédito livre avançou 1,7% no mês. Em relação à qualidade do crédito, destacamos que a taxa de inadimplência manteve-se estável em 5,3% em setembro. A taxa de juros apresentou redução de 0,7 p.p no mês, ficando em 39% a.a.

■ Em relação à inflação, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apresentou variação de 0,43% em outubro, após aumento de 0,53% registrado em setembro. Com esse resultado, a inflação acumulada no ano atingiu 5,43%, acima da taxa de 4,38% apresentada no mesmo período de 2010. Destacamos ainda que, considerando os últimos 12 meses, o IPCA está em 6,97%.

■ O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu reduzir a taxa Selic de 12,00% a.a. para 11,50%a.a., ficando em linha com as expectativas. Foi o segundo corte consecutivo de 50 p.b na taxa básica de juros e, de acordo com a sinalização dada na última Ata, divulgada no dia 27 de outubro, o ciclo de afrouxamento monetário deve continuar. O Banco Central permaneceu com um discurso *dovish*, enfatizando que as suas projeções de inflação estão ao redor do centro da meta de 2012 (IPCA 4,5%).

A principal justificativa do Banco Central para os cortes da taxa Selic está no cenário externo. A visão do BC é pessimista em relação a crise na Europa. O Comitê destaca que a complexidade que cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo de moderação da atividade doméstica. “O Copom entende que, ao *tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.*”

Consideramos que “ajustes moderados” pode significar uma queda de pelo menos mais dois cortes de 50 p.b., o que levaria a taxa Selic para 10,5% já no início de 2012.

## Opinião

### O Fim do Regime de Metas de Inflação?

No dia 1º de novembro, a Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado aprovou um projeto de lei do senador Lindberg Farias (PT-RJ) que tinha como objetivo ampliar as atribuições do Banco Central. Se o projeto fosse aprovado pelo plenário do Senado, o Banco Central poderia ter, além da função atual de garantir o poder de compra da moeda, mais duas novas funções: estimular o crescimento econômico e a geração de empregos. Entretanto, após a repercussão negativa da proposta, o senador decidiu retirá-la da pauta de votações do Senado.

De fato, na atual gestão do Banco Central, presidida por Alexandre Tombini, observamos que a manutenção do crescimento econômico com geração de empregos já vem sendo considerada na tomada de decisão. Está cada vez mais nítida a mudança de postura do Comitê de Política Monetária (Copom). O Comitê está mais flexível com a inflação e o foco parece estar direcionado para preservação da atividade econômica e não mais para o cumprimento preciso do centro da meta (IPCA de 4,5%).

Na reunião realizada no final de agosto, o Copom reduziu a taxa Selic, surpreendendo todo o mercado. Pela primeira vez na história do Regime de Metas de Inflação no Brasil, foi iniciado um processo de afrouxamento monetário, em um contexto de expectativas inflacionárias em crescimento e acima da meta. O ciclo de aperto monetário em vigor desde o início do ano foi interrompido, de forma inesperada, para iniciar uma trajetória de queda da taxa Selic. Essa nova postura dividiu as opiniões no mercado, sendo que muitos alegam que a decisão foi gerada por pressões políticas do governo sobre o Banco Central para reduzir a taxa básica de juros, como forma de estimular a economia.

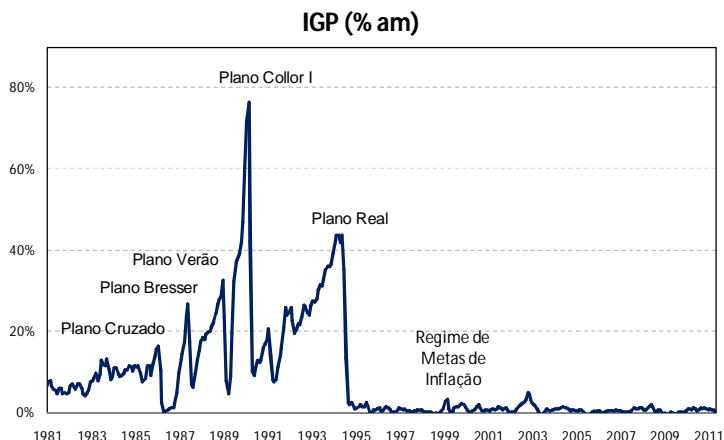
Se o Banco Central adotar de forma permanente essa postura, isso pode representar o fim do Regime de Metas de Inflação e uma ameaça a estabilidade de preços no país. Para entender o motivo, vamos destacar os principais fundamentos desse Regime, e a sua história no país.

O Regime de Metas de Inflação é um regime monetário no qual o Banco Central tem como compromisso primordial a estabilidade de preços, garantindo que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente. É condição fundamental do regime que a estratégia de atuação do Banco Central seja pautada pela transparência para comunicar claramente o público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária. Por isso, existem as Atas do Copom e os Relatórios Trimestrais, que sinalizam as decisões de Política Monetária aos agentes econômicos e, dessa forma, ajudam a coordenar as expectativas inflacionárias.

Além disso, é muito importante que haja autonomia operacional do Banco Central, de modo que este possa conduzir a política monetária de forma eficaz e garanta, assim, o cumprimento das metas. É necessário ainda que a situação fiscal esteja sob controle, e que o sistema financeiro nacional esteja estável.

Destacamos que a década de 80 e a primeira metade da década de 90 foram marcadas pela forte queda da taxa de crescimento da economia brasileira e pelas elevadas taxas de inflação. O país adotou diversos planos frustrados que só conseguiam controlar a inflação temporariamente, como podemos ver no gráfico 1. A estabilidade de preços só foi alcançada no Brasil com a adoção do Plano Real e com o estabelecimento do Regime de Metas de Inflação.

**Gráfico 1 – Estabilidade de Preços no Brasil**



Fonte: Ipeadata

Desde a sua implementação no Brasil, em 1999, o Regime de Metas de Inflação tem sido relativamente bem sucedido no cumprimento de suas metas dentro do intervalo de confiança de dois pontos percentuais para cima ou para baixo. Nos mais de dez anos de regime, a meta foi descumprida apenas três vezes e nos primeiros anos do regime: em 2001, 2002 e 2003, como podemos ver na tabela 1.

Em 2001, uma série de choques adversos impediu o cumprimento da meta. Entre eles: a crise do setor energético no Brasil, a maior volatilidade do preço do petróleo, a desaceleração da economia mundial, incluindo a estagnação econômica no Japão e a retração da economia norte-americana intensificada com os atentados do dia 11 de setembro. Em 2002, o intenso processo de desvalorização cambial foi o principal motivo do repique inflacionário. Em 2003, uma crise de confiança em relação ao novo governo do então presidente Lula gerou uma deterioração das expectativas inflacionárias, que acompanhada de uma forte depreciação cambial, levou a inflação para o maior nível desde 1995.

**Tabela 1- Histórico de Metas para a Inflação no Brasil**

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA %a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001 <sup>1</sup>			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 <sup>1</sup>	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 <sup>1</sup>	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	

<sup>1</sup> A Carta Alberta, de 21/02/2003, estabeleceu metas ajustadas de 6,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Fonte: Banco Central do Brasil

O cumprimento das metas é fundamental para o sucesso do regime. Se o Banco Central passa a não cumprir metas, isso compromete sua credibilidade. Os agentes econômicos passam a desconfiar da autoridade

monetária no sentido de manter a estabilidade de preços e com isso, ameaça a capacidade do BC de coordenar as expectativas inflacionárias e balizar a formação de preços.

Entretanto, de acordo com o último relatório Focus disponível, a expectativa para o IPCA em 2011 está em 6,5% e para 2012, em 5,59%. Isso significa que as expectativas inflacionárias estão elevadas e há possibilidade da inflação de 2011 ficar acima do limite superior do intervalo de confiança estabelecido.

Portanto, acreditamos que é muito importante que a estabilidade de preços permaneça sendo o objetivo primordial da política monetária do Banco Central. Consideramos que a estabilidade de preços é condição necessária para que possa haver crescimento auto-sustentado. Além disso, no médio e longo prazos, uma maior inflação não gera mais crescimento. Pelo contrário, ela cria um ambiente desfavorável aos investimentos e penaliza as camadas mais pobres da sociedade, promovendo concentração de renda.

*Referências: Modenesi, A. (2005). Regimes Monetários. Teoria e a Experiência do Real Banco Central do Brasil*

## Indicadores Macroeconômicos

	2008	2009	2010	2011 Projeção <sup>(1)</sup>
<b>Atividade Econômica</b>				
PIB (variação anual)	5,20%	-0,60%	7,5%	3,0%
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	28,0
Exportações (US\$ 1.000)	197,9	153,0	201,9	278,0
Importações (US\$ 1.000)	173,1	127,6	181,7	250,0
Transações Correntes (US\$ 1.000)	-28,2	-24,3	-47,6	-55,0
Ingresso Inv. Estrangeiros Diretos (US\$ 1.000)	30,1	19,9	40,1	65,0
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	1,70
Dólar Comercial (R\$/US\$) - Média no ano	1,83	1,99	1,76	1,73
<b>Preços</b>				
IGP-M (%)	9,80%	-1,70%	11,32%	5,8%
IPCA (%)	5,90%	4,30%	5,91%	6,5%
<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	60.000

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

## Contatos

### Rio de Janeiro

Praia de Botafogo, 440/ 6º 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.