



### Destaque

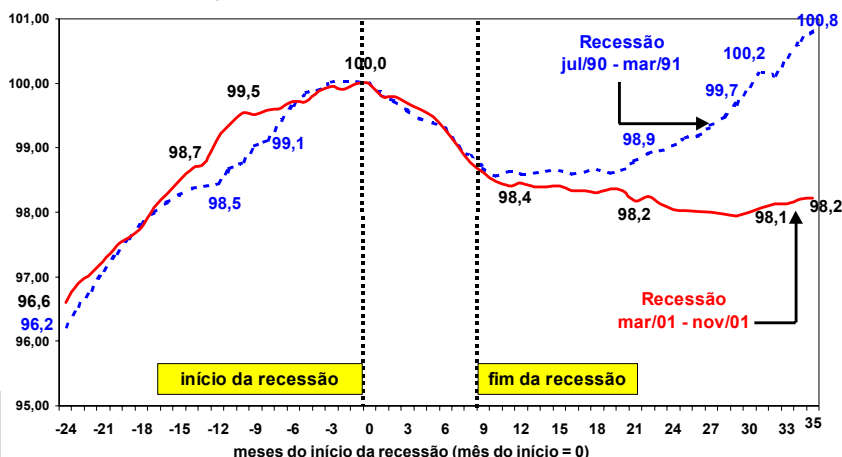
#### A “recuperação sem empregos” nos EUA continua em cena: os dados de emprego da última sexta-feira mais uma vez frustraram as expectativas

A esperada sexta-feira do emprego nos EUA voltou a decepcionar e derrubou a taxas de juros dos títulos de longo prazo e levou a um novo enfraquecimento do dólar. A volatilidade do mercado de juros e de câmbio dólar/euro tem impressionado (particularmente, a volatilidade do euro tem sido bem maior que a do real).

Segundo a pesquisa com base nas folhas de pagamentos, foram criadas apenas 21 mil novas vagas nos EUA, bastante abaixo do esperado (entre 100 mil e 150 mil)<sup>1</sup>. Além disso, o indicador ficou zerado para o setor privado. Os dados de dezembro/2003 e janeiro/2004 também foram revisados para baixo (reduzidos de 128 mil novas vagas para 105 mil no período). A interpretação foi imediata: o mercado de trabalho ainda deve demorar para recuperar-se e, portanto, as taxas de juros nos EUA ainda serão baixas por um bom tempo. A reação: taxas de juros de longo prazo em forte queda (a taxa de retorno do título de 10 anos do tesouro dos EUA caiu de cerca de 4% aa para 3,84%a) e nova apreciação do euro (subiu de US\$/Euro 1,22 para US\$/Euro 1,24).

Apesar da recuperação da produção e do consumo, o emprego não tem reagido de forma semelhante, o que tem levado a corrente retomada da atividade a ser apelidada de “recuperação sem emprego”. O gráfico abaixo demonstra esse fenômeno. Comparamos a recessão de março a novembro de 2001 (período recessivo definido pelo National Bureau of Economic Research – NBER – consideradas as datas oficiais dos ciclos econômicos<sup>2</sup>), com a recessão de julho de 1990 a março de 1991, quando ocorreu um fenômeno semelhante de recuperação da atividade com o emprego demorando para reagir. Para cada recessão, construímos um índice do nível de emprego igual a 100 no início da recessão. O eixo horizontal mostra o número de meses em relação ao início da recessão, indicado pelo marco zero. Ambas recessões duraram 8 meses e o emprego reagiu de maneira semelhante nos dois casos ao longo dos 12 meses após o fim da recessão (20 meses depois do início, como mostra o gráfico). Contudo, a partir de então a recuperação do emprego no ciclo atual mostrou-se bem mais lenta que na recessão do começo dos anos 90. O número de empregados, segundo a pesquisa que utiliza as folhas de pagamento das empresas não agropecuárias como fonte de dados, apresenta crescimento muito modesto, abaixo do que se poderia esperar como resultado da recuperação da atividade.

Índice do total de empregos (mês do início da recessão = 100)



Evolução do Nível de Empregados (nonfarm payrolls) durante duas recessões

FONTE: BUREAU OF LABOR STATISTICS  
ELABORAÇÃO: BRADESCO

Equipe Técnica  
Octavio de Barros - Economista Chefe  
Luis Afonso Lima  
Marcelo Cirne de Toledo  
Thais Andrea Ortega  
Andréa Bastos Damico  
Regina Helena Couto da Silva  
Carlos A. de Serra Aydar Jr.  
Daniel Kohl  
Vitor França  
Fernando Honorato Barbosa (licenciado)  
Estevão Scipilliti (licenciado)

<sup>1</sup> Os dados são ajustados sazonalmente, portanto esse é um indicador de criação de novas vagas e não o número de empregos efetivamente abertos num determinado mês.

<sup>2</sup> O NBER analisa diversos indicadores de atividade para definir essas datas, por isso elas são consideradas relevantes para a análise dos ciclos.



Cinco explicações têm sido sugeridas para esse fenômeno: (1) firmas contrataram excessivamente antes do início da recessão de 2001 e, portanto, aquele nível de emprego não era mesmo sustentável no longo prazo; (2) aumento dos custos de contratação de empregados, devido aos benefícios previdenciários e de assistência à saúde; (3) incerteza econômica (sobre a sustentabilidade da recuperação) e política (ataques terroristas e guerras) levou as empresas a ficarem mais cautelosas na contratação de novos empregados; (4) mudanças estruturais na economia, como a perda de empregos devido ao deslocamento das plantas produtivas para outros países e (5) crescimento da produtividade nos últimos anos. Dentre essas, a mais provável e importante parece ser a dos ganhos de produtividade. Se isso estiver correto e como a produtividade não pode continuar crescendo indefinidamente, isso significa que a continuidade da expansão da atividade terá, em algum momento, que ser acompanhada de geração de empregos. Isso leva a crer que, ainda que a criação de novos empregos leve mais algum tempo para mostrar-se intensa, ela deve sim ocorrer, provavelmente na segunda metade desse ano.

A implicação dessa avaliação é bastante clara: o cenário de elevação gradual das taxas de juros nos EUA é corroborado e, assim, não deve ocorrer alteração significativa da situação favorável de liquidez internacional em 2004. Isso, naturalmente, é benéfico para o financiamento das necessidades de recursos externos do Brasil.

### Comentários

#### Política

- Segundo pesquisa realizada pelo Datafolha em 1º de março, praticamente metade dos entrevistados, 49%, afirma que o desemprego é o principal problema do país. Trata-se do percentual mais alto verificado desde dezembro de 1999, quando 53% faziam essa avaliação. Na última pesquisa realizada em dezembro de 2003, 41% consideravam o desemprego como o principal problema. Além disso, 31% das pessoas dizem que a geração de emprego é a área na qual Lula apresenta o pior desempenho. Com relação à ligação do PT com casos de corrupção, 85% dizem ter uma imagem do PT como um partido ligado à ética na política. Dos 15% que disseram saber de casos de corrupção envolvendo o PT, 7% citaram o caso Waldomiro Diniz.
- A nota do PT pedindo mudanças econômicas, divulgada no último dia 5, provocou reação imediata do Palácio do Planalto. O presidente do PT, José Genoíno, recebeu um telefonema do presidente Lula desaprovando a conduta do partido. Lula revelou o temor de que esse debate atrapalhe a condução da economia. As repercussões negativas levaram a direção do PT a minimizar o tom das críticas. Genoíno disse que quando falou de ousadia se referia à economia de forma mais ampla e não especificamente à política monetária do BC.

#### Focus

- Segundo o Boletim Focus divulgado hoje pelo Banco Central, o mercado manteve praticamente estáveis, em relação à semana anterior, as previsões para os principais indicadores macroeconômicos nacionais. A única mudança significativa diz respeito ao saldo da balança comercial, cuja projeção subiu para 22 bilhões de dólares ante expectativa de 21 bilhões na semana passada, consequência dos recentes resultados divulgados, os quais registraram superávit acima do esperado pelo mercado. As expectativas para o crescimento do PIB sofreram uma pequena queda tanto para 2004 (3,60% para 3,57%) quanto para 2005 (3,71% contra 3,72% da semana anterior). A projeção para o IPCA em 2004 manteve-se praticamente estável (6% ante 6,01% na pesquisa anterior). Já o câmbio médio manteve-se em 2,98. O câmbio no final do período também apresentou estabilidade, ficando em 3,10. As expectativas para a taxa selic média em 2004 mantiveram-se em 15,10%. A taxa para o final do período sofreu uma pequena redução, caindo de 13,82% na última semana para 13,81%.

#### Internacional

- A Argentina rejeitou novas exigências feitas pelo FMI para destravar a aprovação da segunda revisão do acordo e manteve a ameaça de não pagar a parcela de US\$ 3,15 bilhões, com vencimento amanhã, referente à dívida com o fundo. Com a tensão em alta, o governo está elaborando uma estratégia alternativa a ser posta em ação caso o país entre em *default*. Caso a Argentina decida não fazer o pagamento, será a segunda vez que o governo do presidente Néstor Kirchner deixa de pagar um organismo internacional.



## Boletim Diário

### Análise setorial

- A entrada dos grandes bancos nos consórcios imobiliários, a partir do fim de 2002, impulsionou o mercado. Em 2003, mesmo com a queda do nível de atividade econômica, essa modalidade de consórcio cresceu 42,61% em número de participantes e encerrou o ano com 176,7 mil consorciados ativos, segundo números do Banco Central. Nos dois anos anteriores, o crescimento foi menor, mas significativo, de 29,95% em 2002 e de 25,1% em 2001. A expansão deve continuar neste ano. No fim de janeiro, os participantes ativos já somavam 177,8 mil, 43,52% a mais do que em dezembro de 2002.
- A arrancada do Programa de Modernização da Frota de Caminhões (Modercarga) está na dependência de uma nova aprovação pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que se reunirá no próximo dia 25. O CMN já havia aprovado, em janeiro, as linhas gerais do programa, que financiará caminhões novos e usados para profissionais autônomos com juros fixos de 17% ao ano. O CMN terá, no entanto, que referendar detalhes operacionais do programa, com a permissão para que o BNDES, responsável pelo programa, cobre uma taxa fixa de 4% para se prevenir de eventuais futuros aumentos da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

### Agenda do Dia

**FGV:** IPC-S.

**FGV:** IPC-RJ (fevereiro).

**Secex:** Balança comercial (1ª semana de março).

### Tendências de curto prazo

#### Câmbio, Juros e Bolsa de Valores

A semana inicia-se sob efeito dos ventos favoráveis externos. O fraco resultado da criação de novas vagas de emprego na economia americana favoreceu os papéis dos países emergentes em geral. No cenário doméstico, apesar da entrevista de Dirceu acarretar alguma melhora, a existência de fatos novos e o desgaste político por conta do bloqueio da CPI pelo governo devem fazer com que o vetor político continue sendo foco de atenções do mercado. Entretanto, é possível que o ambiente externo benigno suplante o viés negativo advindo do cenário político.

### Indicadores Recentes do Mercado

	05/03/2004	04/03/2004	Variação Dia	06/02/2004	Variação Mês
Juros diários (Selic - taxa % anualizada)	16,30	16,27	0,03	16,27	0,03
Juros 360 dias (Swap Pré - DI % anualizada)	15,48	15,58	-0,10	15,54	-0,06
Juros US\$ 180 dias (Swap cambial - taxa % anualizada)	2,28	2,17	0,11	2,46	-0,17
Juros US\$ 360 dias (Swap cambial - taxa % anualizada)	2,88	2,91	-0,03	3,14	-0,26
Taxa de câmbio (Ptax)	2,868	2,889	-0,73%	2,932	-2,18%
US\$/Euro	1,237	1,220	1,34%	1,271	-2,68%
Bolsa de São Paulo (Bovespa - nº de pontos)	22.873	22.393	2,14%	21.969	4,12%
Bolsa de Nova York (Dow Jones- nº de pontos)	10.596	10.588	0,07%	10.593	0,02%
Índice Nasdaq (nº de pontos)	2.048	2.055	-0,36%	2.064	-0,79%
Risco Emergentes (exceto Argentina)	340	337	3,00	342	-2,00
Embi Brasil (basis points)	535	550	-15,00	532	3,00
T-BOND (10 anos - %)	3,85	4,02	-0,17	4,08	-0,23
T-BOND (30 anos - %)	4,76	4,88	-0,11	4,92	-0,15
Petróleo (Brent - US\$/barril)	34,49	34,00	1,44%	29,08	18,60%
Reservas Internacionais (US\$ milhões)**	52.455	52.455	0,00	53.280	-825,00