

ANÁLISE MENSAL

Novembro de 2012

Editores:

João Basílio Pereima

Fernando Motta Correia

Alexandre Porsse

Equipe Técnica:

André Duarte de Novais

Macroeconomia sem inflexões em 2013

O Enigma da produção e do desemprego

Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para
download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia* (RET), é divulgada toda última semana de cada mês e esta disponível para *download* no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

Nesta edição abordamos dois temas macroeconômicos importantes que, entre outros, marcaram o ano de 2012 e terão repercussões importantes no ano de 2013.

A primeira análise trata das mudanças macroeconômicas ocorridas ao longo de 2011 e 2012, as quais caracterizam este período como um momento de importante inflexão. As principais variáveis macroeconômicas responsáveis pela inflexão são a taxa de juros que caiu 5,7pp em termos reais, e a taxa de câmbio que desvalorizou-se 32% em termos nominais. Em permanecendo nestes níveis, juros e câmbio terão um impacto considerável na performance macroeconômica dos próximos anos. E ao que tudo indica, desenha-se no horizonte um 2013 estável, sem inflexão. Um ano de consolidação das mudanças intensas ocorridas ao longo de 2011 e 2012.

A segunda análise procura elucidar um enigma, aparente, que emerge das estatísticas de crescimento e emprego que mostram uma relação intrigante e aparentemente não conciliável com a teoria macroeconômica. A economia sofreu ao longo de 2011 e 2012 forte desaceleração do crescimento ao mesmo tempo em que apresentou queda na taxa de desemprego. A correlação entre produção e emprego foi diferente da prevista pela teoria. Mostramos, ao longo da análise, que não há nada de errado nos dados e na economia, e que de fato as firmas estão escolhendo a melhor estratégia que é a de ajustar a jornada de trabalho, ao invés do número de trabalhadores. Isto é uma estratégia acertada, em ambientes operacionais próximos ao pleno emprego.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor Chefe (E-mail: ret@ufpr.br)

Chamada de Artigos – Jan/2013

Crescimento e Mudança Estrutural: O Brasil em Transição

A Revista de Economia & Tecnologia (RET), estará debatendo no vol 9(1) jan-mar/2013, o problema do crescimento econômico brasileiro com a organização do simpósio “**Crescimento e Mudança Estrutural: O Brasil em Transição**”. A revista é editada pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da UFPR em parceria com a Secretaria de Ciência e Tecnologia do Estado do Paraná (SETI).

Na condição de editor da revista convidamos professores e pesquisadores a submeterem artigo abordando o tema sob a perspectiva que considerar mais adequada. O artigo poderá conter até 15 páginas em fonte 12, espaço 1,5 e poderá ser enviado para o e-mail ret@ufpr.br. Os artigos devem ser enviados até **30/01/2013** e os selecionados serão publicados no **Vol. 9, nº 1, jan-mar/2013**.

Sobre o tema

O Brasil tem passado por grandes transformações nas últimas duas décadas entre as quais se destacam a estabilidade de preços, ciclos de crescimento, mudança estrutural, transição demográfica, etc. O modelo de crescimento perseguido pelo país no último ciclo de expansão parece ter sido impulsionado pela demanda e baseado em acumulação de capital mais que produtividade e inovação. Há indicações que este regime de crescimento esteja esgotado, ou tenha vida curta. Este simpósio tem por objetivo discutir o regime de crescimento da economia brasileira das últimas décadas e as alternativas para o século XXI, tendo em vista o aumento da renda per capita, melhoria na distribuição pessoal de renda e no bem estar da sociedade, e outras transformações estruturais em curso, bem como as adaptações necessárias diante das transformações na ordem econômica mundial.

Mais informação sobre a RET pode ser obtida pelo e-mail ret@ufpr.br.

Visite também o site da RET: www.economiaetecnologia.ufpr.br.

Desde já agradecemos o interesse.

João Basílio Pereima

Universidade Federal do Paraná

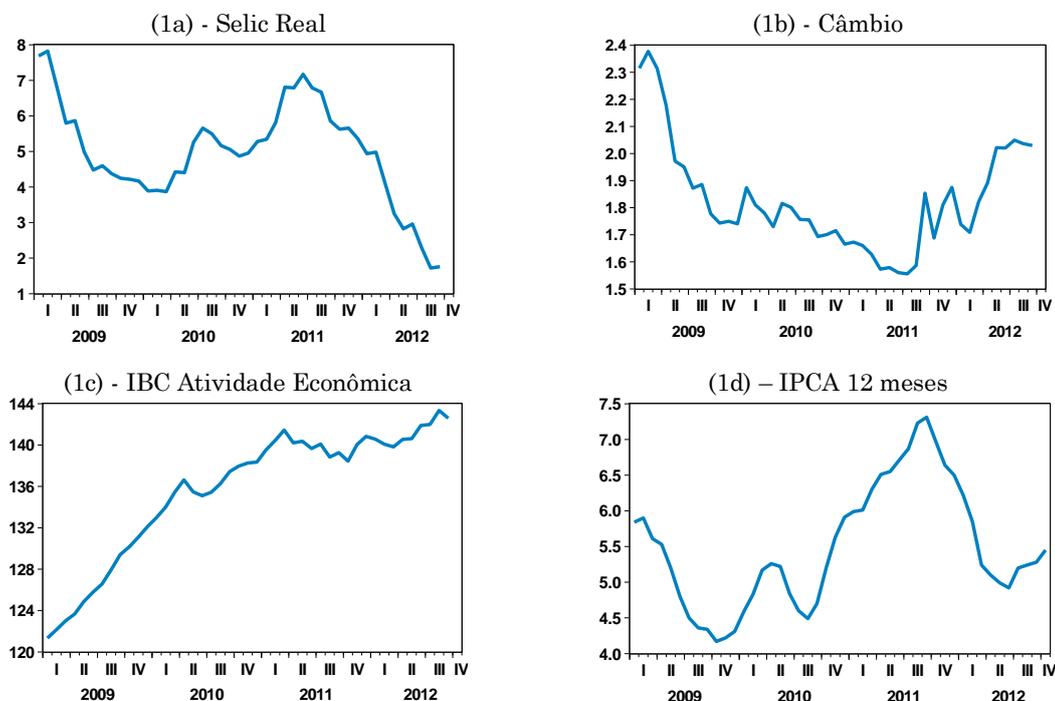
Editor

Macroeconomia sem inflexões em 2013

Do ponto de vista macroeconômico o ano de 2012 foi marcado por duas grandes inflexões: a do juro e a do câmbio. A taxa de juro reduziu-se suave e sistematicamente ao longo de dez reuniões consecutivas do Comitê de Política Monetária (COPOM) caindo de uma altura de 7,5%aa real desde julho de 2011 para 1,8%aa em outubro de 2012. A taxa de câmbio, após ter alcançado seu valor mais valorizado de R\$/US\$ 1,55 em julho de 2011, desvalorizou e atingiu o nível de R\$/US\$ 2,07 em julho de 2012, valor em torno do qual tem oscilado desde então. A queda de 5,7pp dos juros básicos reais e a desvalorização nominal de 32% da taxa de câmbio foram os maiores acontecimentos macroeconômicos do ano de 2012 e marcaram um período de forte inflexão, que ainda está exigindo alta capacidade de adaptação por parte dos diversos agentes do setor produtivo e financeiro.

O arsenal de comunicação e coordenação do governo tem apontado seu discurso para convencer a sociedade toda de que isto veio para ficar e que não haverá retorno para níveis de juro alto e câmbio valorizado, tal como os vigente anteriormente. Se assim for, do ponto de vista macroeconômico 2013 será um ano de poucas surpresas, o que significa dizer de pouca variabilidade nas principais variáveis macroeconômicas, especialmente estas duas variáveis mencionadas, juro e câmbio. A questão relevante que permeia toda análise macroeconômica a ser feita doravante, sobre a qual se debruçam a maioria dos analistas, são as condições reais da economia que irão dar suporte ao argumento de que 2013 será, de fato, um ano de poucas surpresas macroeconômicas, diferente do que foi o período de fortes emoções que caracterizou os anos de 2011 e 2012.

Gráfico 1 – Evolução das principais variáveis macroeconômicas



Fonte: IBC: Banco Central, Séries Temporais. Selic Real = Selic Nominal / IPCA

As inflexões de 2012, podem ser acompanhadas pelos painéis do gráfico 1. Os gráficos 1a e 1b mostram as variações que ocorreram na taxa básica real de juro (Selic) e na taxa de câmbio ao longo de 2012. Ambas variáveis romperam limites vigentes. Enquanto a taxa de juros baixou para níveis históricos não observado nos últimos 20 anos, a taxa de câmbio voltou a níveis vigentes em 2008. Esta mudança ocorreu ao longo de um período de forte desaceleração econômica, combinada com uma desaceleração inflacionária significativa, se levado em conta o curto período de tempo de aproximadamente um ano da convergência da inflação para a meta. Este fenômeno, de amplo conhecimento, pode ser constatado na horizontalização da curva do índice de atividade econômica do Banco Central (IBC) no gráfico 1c e na queda da curva do IPCA acumulado em 12 meses no gráfico 1d. A fonte de inquietação, entre os analistas, está instalada no segmento final da curva do IPCA que aponta para uma inversão da queda e um ligeiro aumento do IPCA nos últimos quatro meses, a partir de julho de 2012, inversão está que estaria ocorrendo antes da inflação convergir para a meta de 4,5% e em meio a um cenário ainda desaceleracionista de crescimento. Para alguns, uma nuvem preta num dia ensolarado.

Das quatro variáveis utilizadas para a análise, duas delas se caracterizam por serem variáveis meta (nível de atividade econômica e inflação) e as outras duas por se constituírem em variáveis instrumentais (juro e câmbio). O período 2011 e 2012 é claramente um período macroeconômico em que o Banco Central soube manusear corretamente as variáveis meio, para explorar as condições e oportunidade abertas pelo estado corrente da economia, na forma de desaceleração simultânea do crescimento e da inflação. Deste ponto de vista, as condições macroeconômicas para 2013 estão dadas na forma dos atuais níveis de juro e câmbio, restando à economia assimilar esta nova realidade, tomando-a como uma condição estabelecida para a formação de suas expectativas para 2013.

Passado o período de ajustes das variáveis meios (juro e câmbio), a estabilidade esperada para 2013 somente poderá ser ameaçada se ocorrer um desequilíbrio em algum ponto da economia que afete as variáveis meio. Dada a incerteza não dissipável a que está sujeito todo economista que se arrisca a falar sobre o futuro, tais desequilíbrios não estão descartados *a priori*, e uma análise das variáveis que impactam no juro e no câmbio poderia dissolver parte da névoa que encobre o porvir imediato de 2013.

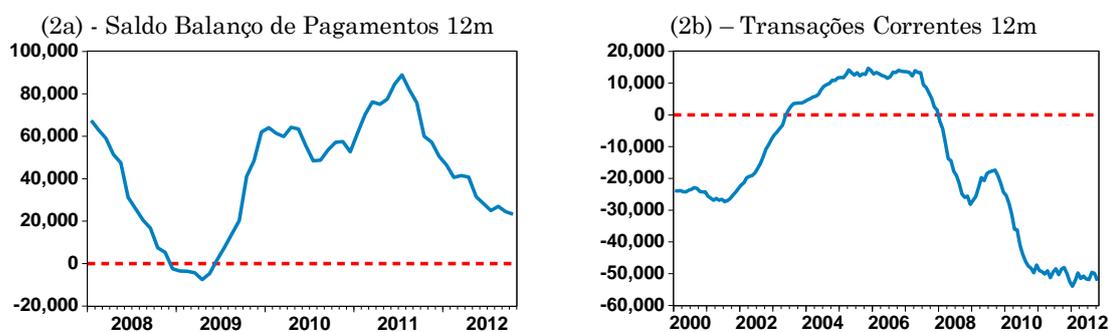
A taxa de juro é altamente impactada pela chamada função de reação do Banco Central dentro do sistema de metas de inflação e mesmo de qualquer outro sistema monetário, e pelas condições do balanço de pagamento. Além disto juro e câmbio são altamente correlacionados, de forma que a análise de uma, envolve o comportamento da outra e vice versa. O raciocínio deve ser simultâneo, mais do que sequencial.

No primeiro caso da reação do banco central, a elevação da inflação causada por um aumento da demanda interna ou por choques exógenos, como por exemplo em *commodities*, acionaria a função de reação fazendo o BC retornar à uma política monetária contracionista elevando o juro básico. Sendo o preço das *commodities* determinado no mercado mundial, este está completamente fora de controle da autoridade macroeconômica. O cenário de desaceleração do crescimento chinês combinado com a estagnação recessiva dos EUA e zona do Euro conspira a favor de uma tendência deflacionista no preço das *commodities*, ou então pelo menos estagnacionista. Seja qual for o caso, um choque externo de preços das *commodities* parece um cenário pouco plausível para 2013, o que facilitaria a ação do BC doravante.

O segundo caso, do balanço de pagamentos, requer uma análise mais cuidadosa. Problemas cumulativos no balanço de pagamento poderiam evoluir para uma pequena ou grande crise cambial. Uma parada repentina de entrada de capital na forma de investimento estrangeiro direto e em carteira, num momento em que a conta de transações é deficitária em

aproximadamente US\$ 60 bilhões poderia desequilibrar a taxa de câmbio, a qual já sofreu uma desvalorização de 32% nominal como dito. Se estes 32% foram absorvidos pela economia sem impactar a inflação até o momento, mais desvalorização cambial certamente irá ser repassada aos preços, disparando algum “gatilho” do mecanismo de *pass-through*. Alguns estudos econométricos tem mostrado que nos últimos anos o efeito *pass-through* é menor do que no início do sistema de metas de inflação¹. O fato é que, como o próprio estudo demonstra, os parâmetros mudam e se a economia pôde assimilar uma desvalorização de 32%, dificilmente poderá fazê-lo além disto. Até o presente momento, a queda significativa do juro, embora tenha diminuído o fluxo de investimento em carteira especialmente no segmento de renda fixa, não diminuiu o investimento estrangeiro direto o que tem dado um alívio ao balanço de pagamentos. Porém há uma tendência forte de queda do saldo do balanço de pagamentos, como pode ser visto no gráfico 2a. Esta queda é em grande parte explicada pela redução da entrada de capitais estimulada por operações financeiras de *carry trade*, e em parte, também significativa, pela queda do saldo em transações correntes (gráfico 2b).

Gráfico 2 – Evolução do Balanço de Pagamentos



Fonte: Banco Central

O ajuste temporal das transações correntes é importante para o futuro da atual combinação de políticas macroeconômicas: juro baixo com câmbio desvalorizado. Esta combinação sofre de um dilema no curto prazo entre a alta volatilidade dos fluxos de capital financeiro, sensível a taxa de juro, e a resposta lenta da balança comercial à variações na taxa de câmbio. A manutenção da atual combinação de juro e câmbio por um período poderá minimizar o dilema a medida que o déficit em transações correntes se reduzir. Para percorrer o período de transição, o Banco Central conta com um considerável estoque de reservas que no momento inibe especulações exacerbadas sobre a taxa de câmbio.

Descartados, pelo menos temporariamente, pressões cambiais e choques de preços em *commodities*, a maior fonte de pressão inflacionária que poderá ameaçar o arranjo macroeconômico a vigorar em 2013 é a pressão da demanda interna sobre os preços, no caso da retomada do crescimento. É aqui que as atenções estarão concentradas. E neste caso, além do juro, o Banco Central tem a disposição outros instrumentos de política monetária, que modernamente estão sendo chamados de “medidas macro prudenciais”, as quais não passam dos antigos instrumentos de controles quantitativos de crédito e liquidez do sistema financeiro, como taxas de compulsório, prazos de concessão de crédito, etc., além da política fiscal.

Sem nuvens negras no horizonte azul, 2013 tem tudo para ser um ano sem inflexões macroeconômicas. Um ano de poucas surpresas no acertado arranjo macroeconômico montado pelo governo. Com o juro e câmbio nos níveis atuais pode-se dizer que 2013 já começou.

¹ Souza, R. G de & Alves, A. F.; (2010). Relação entre câmbio e preços no Brasil: Aspectos teóricos e evidências empíricas, *38º Encontro Nacional de Economia, Anpec 2010*, Salvador, Bahia.

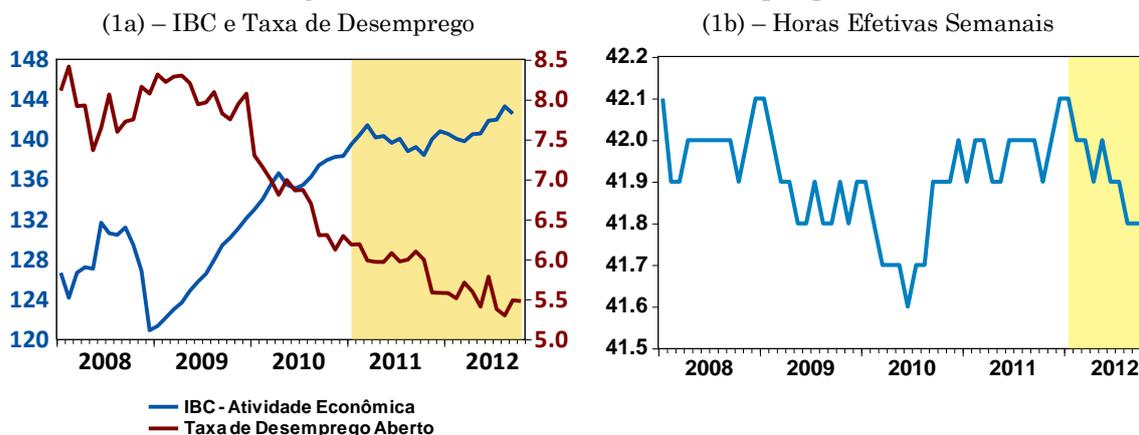
O Enigma da produção e do desemprego

A relação entre as variações do produto (PIB) e da taxa de desemprego observada em 2011 e 2012 na economia brasileira tem chamado a atenção de analistas pelos resultados aparentemente enigmáticos e surpreendentes. A taxa de crescimento do PIB desacelerou significativamente nestes dois anos, caindo de 7,5%aa em 2010 para 2,75%aa em 2011 e poderá fechar em 1,2%aa em 2012. Apesar desta fortíssima e persistente desaceleração do crescimento, a taxa de desemprego aberto manteve-se baixa e em queda atingindo 6,25% em 2010, 5,55% em 2011 e 5,44% em outubro de 2012². Diante de tal intensa desaceleração do crescimento era de se esperar uma elevação na taxa de desemprego ou pelo menos uma estabilização, mas não uma queda. É fato, no entanto, que o nível de emprego em 2012 aumentou em ritmo menor do que nos anos anteriores, mas este atenuante não é suficiente para eliminar as dúvidas do enigma entre produção e desemprego, no curto e médio prazo.

Uma explicação para o fenômeno da aparente ausência de correlação entre produção e emprego é a estratégia utilizada pelas firmas para se ajustar ao ciclo de desaceleração econômica, num cenário de taxa historicamente baixa de desemprego. A estratégia é tal que as firmas preferem reduzir a jornada de trabalho, fazendo variar o número de horas trabalhadas, ao invés de ajustar a quantidade de trabalhadores contratados, por várias razões que comentaremos adiante.

Em termos empíricos a correlação entre produto e emprego se tornou fato reconhecido após Arthur Okun, à época professor na *Yale University*, ter estimado em 1962 a relação macroeconômica entre estas duas variáveis para a economia americana. A pergunta original feita por Okun (1962) foi “quanto produto uma economia poderia produzir sob condições de pleno emprego”, mas a análise realizada permitiu-lhe estimar a relação entre o hiato do produto e a diferença entre taxa de desemprego corrente e a natural, mais especificamente, usar o diferencial de desemprego como variável explicativa do hiato do produto. Desde então tal relação se tornou um elo importante para os modelos macroeconômicos de oferta e demanda agregada nos quais variáveis pelo lado da demanda tem um papel ativo na determinação do produto e da inflação, conectando a curva de Phillips à uma função de produção agregada. Se invertermos a direção de causalidade, indo da variação do produto para a taxa de desemprego temos então configurado o fenômeno apontado acima, onde a desaceleração da economia entra como variável explicativa, com mais ou menos intensidade, da variação do nível de emprego ou alguma medida de desemprego. Vejamos, a seguir, como esta relação tem se caracterizado ao longo dos últimos cinco anos.

² Fonte: BACEN. Taxa de desemprego aberto nas regiões metropolitanas, dessazonalizada pelo algoritmo U.S. Census Bureau's X12.

Gráfico 1 – Evolução Atividade Econômica, Desemprego e Horas Semanais

Fonte: IBC: Banco Central, Taxa de Desemprego Aberto das RM: IBGE; dados dessazonalizados.

Fonte: IBGE, Pesquisa Mensal do Emprego

A evolução do nível de atividade econômica, medida pelo IBC³, da taxa de desemprego aberto, e das horas semanais efetivamente trabalhadas pode ser visualizada nos dois painéis do gráfico 1. Como pode ser observado a partir de fins de 2010 e início de 2011 a curva do IBC (azul em 1a) muda de inclinação e se torna mais horizontal em função da desaceleração da economia. No entanto a trajetória de queda da taxa de desemprego aberto (vermelho) permanece muito próxima da sua linha de tendência de longo prazo. Ao mesmo tempo as horas médias efetivamente trabalhadas diminuem ao longo de 2012. O enfraquecimento da relação entre produto e desemprego observada recentemente na economia é um fenômeno associado às transformações ocorridas no mercado de trabalho ao longo do último ciclo de crescimento econômico iniciado em 2004. Este ciclo de crescimento baseado em acumulação de capital e absorção de mão de obra trouxe a taxa de desemprego aberto para seu nível mais baixo desde que a série começou a ser calculada em 2001. Descontando os efeitos sazonais, a taxa de desemprego caiu para o nível mais baixo ao atingir 5,3 em agosto de 2012, mesmo após dois anos seguidos de desaceleração da economia.

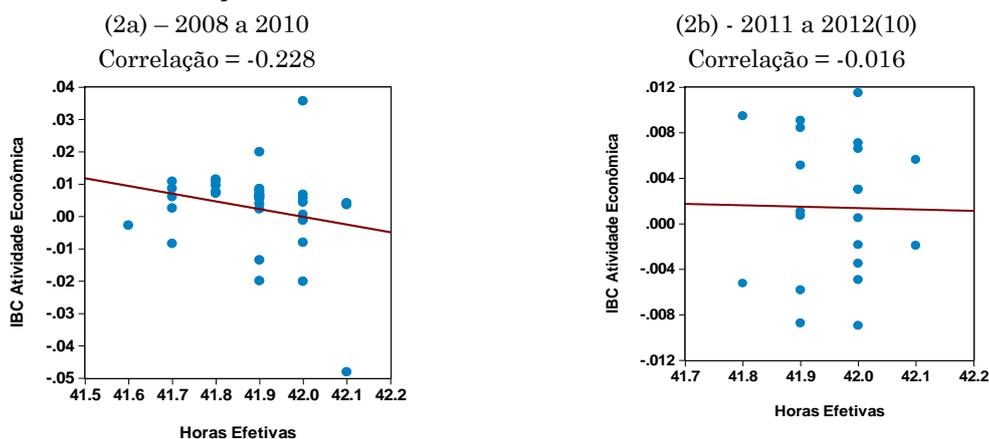
Do ponto de vista do mercado de trabalho, a economia brasileira aproxima-se de uma situação próxima ao do pleno emprego, senão de forma generalizada, pelo menos em alguns setores importantes, especialmente demandantes de capital humano qualificado, caracterizando com isso um problema de escassez de mão de obra. A indústria e serviços qualificados são os mais afetados. Num cenário como este, onde a contratação de um fator que está se tornando mais escasso como o trabalho é mais difícil, por vezes o recrutamento é feito disputando-se um trabalhador já empregado o que pode reforçar as políticas de retenção de recursos humanos das empresas. No caso de uma diminuição ou desaceleração da economia as empresas parecem estar preferindo manter a mão de obra existente, mesmo com algum grau de ociosidade, do que demiti-la.

³ IBC – Índice de Atividade Econômica do Banco Central.

Além dos custos de transação e tributários envolvidos com o ato de demissão e contratação que poderiam explicar a política retenção de mão de obra das firmas, outro fator conjuntural importante deve ser levado em conta. Se a expectativa for de que a fase de desaceleração é passageira, então uma estratégia de demissão agora para recontração futura poderá causar sérias restrições à capacidade de produção, pois no exato momento em que a atividade econômica se recuperar e a economia voltar a crescer a taxas superiores à 3,0%aa, haverá dificuldades de encontrar mão de obra no mercado para aumentar a produção. É preferível, portanto, não demitir e adequar o processo produtivo por meio de ajuste na jornada de trabalho ou na quantidade de horas trabalhadas. A queda da média do número de horas trabalhadas em 2012 (gráfico 1b, acima) indica ser este o processo de ajuste preferido pelas empresas.

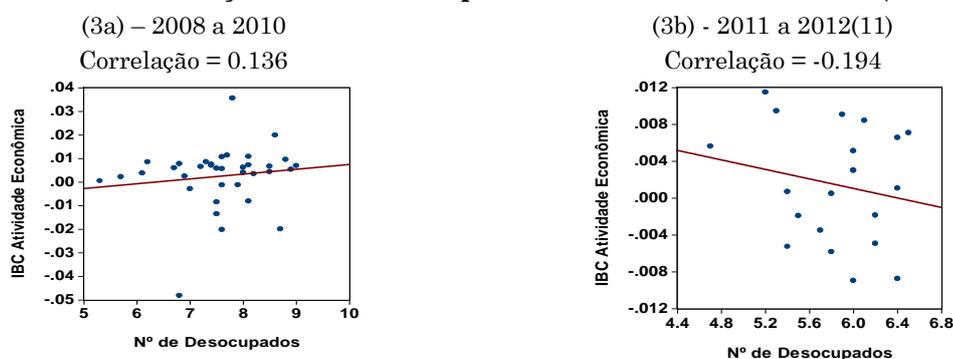
Para demonstrar que este parece ser o caso brasileiro em 2011 e 2012 usamos um conjunto de gráficos que comparam a relação entre *horas efetivas* trabalhadas por semana e atividade econômica (2a,b) e a relação entre *taxa de desemprego* (*nº de desocupados*) e atividade econômica (3a, b). O período 2008-2012 é dividido em dois subperíodos de forma a comparar as mudanças entre os subperíodos nas relações entre as variáveis macroeconômicas.

Gráfico 2 – Correlação entre Horas Efetivas na Semana e Atividade Econômica



Fonte: **Horas Efetivas** - IBGE. **IBC - Índice de Atividade Econômica**: Banco Central, dessazonalizado, expresso em diferenças do logaritmo.

Gráfico 3 – Correlação entre Desocupados e Atividade Econômica (mensal)



Fonte: **Desocupados** – nº de desocupados, IBGE. **IBC - Índice de Atividade Econômica**: Banco Central. Dados dessazonalizados, expressos em diferença do logaritmo.

No primeiro caso, do gráfico (2a,b), a correlação negativa entre horas efetivas trabalhadas e atividade era grande entre 2008-2010, o que pode ser constatado pela inclinação da linha ajustada no painel “a”. Quando passamos para o período 2011-2012 a correlação mantém-se negativa mas diminui de intensidade, em parte pelas estratégias das firmas que comentamos acima. O fato da correlação ser negativa entre 2008 e 2010 aparentemente pode trair a percepção intuitiva, de que períodos de crescimento deveriam coincidir com aumento das horas trabalhadas. No entanto, uma análise mais profunda do comportamento do mercado de trabalho irá revelar que quando o ciclo econômico é expansionista e o mercado de trabalho está aquecido é difícil para empresas aumentar a jornada de trabalho para além de um número máximo de horas semanais por três motivos: restrições legais, rendimentos decrescentes da mão de obra e custo unitário das horas extras que no caso brasileiro pode chegar até 100% da hora normal. Numa fase expansionista da economia este limite superior implica que mais crescimento não pode ser seguido com aumento da duração da jornada de trabalho. A consequência estatística deste mecanismo leva à uma correlação negativa tal como a observada no gráfico (2a). O oposto não ocorre na fase de desaceleração econômica, ocasião em que há redução da atividade econômica ao mesmo tempo em que se observa redução da jornada de trabalho. É isto que explica o fenômeno da correlação entre horas efetivas e atividade econômica ter mudado de -0,228 para -0,016.

Para demonstrar com mais clareza a explicação do enigma dada anteriormente, de que as estratégias das firmas é tal que elas preferem ajustar a jornada de trabalho antes de recorrer a demissões, podemos comparar a relação entre taxa de desemprego (desocupados) e nível de atividade econômica. No período 2008-2010 a correlação era positiva em 0,136 e no período 2011-2012 a correlação se tornou negativa atingindo -0,194. Esta mudança indica que a variação da atividade, pelo menos no curto prazo durante a reversão do ciclo de crescimento para desaceleração, não gera desemprego. No caso a mudança foi até mais intensa, pois sendo a correlação negativa, o nível de emprego até aumentou. Para que as empresas evitem as demissões no curto prazo é necessário que suas expectativas quanto a retomada do crescimento econômica sejam otimistas, a tal ponto que a manutenção da mão de obra num cenário de desaceleração seja percebida como uma estratégia mais vantajosa do que a demissão. No caso os ganhos no médio prazo, de reter a mão de obra, compensariam os custos de remuneração do seu uso ocioso. Os ganhos podem ser exacerbados nos casos de um mercado próximo ao pleno emprego, onde recontratar a mão de obra previamente dispensada é uma decisão de alto risco.

Portanto, não há nada de errado nas estatísticas do comportamento do mercado de trabalho nesta último ciclo de expansão e desaceleração no Brasil. O enigma entre produção e emprego que tem surpreendido alguns analistas é um falso problema. A economia segue seu curso lógico de sempre!

