

## Política monetária nos EUA

É possível que a trajetória de queda do desemprego continue sendo mais rápida. Isto sugere que os riscos de um lento ciclo de elevação de juros estão concentrados na possibilidade de um início mais precoce, e eventualmente em velocidade maior

*Por Alexandre Bassoli*

A fonte de incerteza mais relevante que se pode vislumbrar no horizonte dos próximos anos na economia mundial é o processo de normalização das condições monetárias nos EUA. Desde meados de maio o Fed tem sinalizado de forma mais explícita que o ritmo de compras de ativos no atual programa de afrouxamento quantitativo deve ser diminuído até o final deste ano. O chairman do Fed tem indicado que, se as coisas correrem dentro do esperado, as compras de ativos cessariam completamente até meados de 2014.

A mera sinalização de que o fluxo de compras de ativos deve ser gradualmente reduzido foi suficiente para produzir um movimento importante da estrutura a termo da taxa de juros, com repercussões diretas sobre os preços de ativos ao redor do mundo. Há grande incerteza, porém, sobre a velocidade em que ocorrerá o processo de normalização das condições monetárias. A maior parte dos membros do Fomc (*Federal Open Market Committee*) acredita, segundo as projeções mais recentes, que as taxas de juros começarão a ser elevadas no 2º semestre de 2015. Toda a comunicação do Fed explicita, porém, que a distribuição no tempo do processo de normalização depende crucialmente da dinâmica do mercado de trabalho, principalmente da evolução do desemprego.

Disto depreendemos que, caso a trajetória efetiva do desemprego se desvie da trajetória esperada pelo Fomc, o timing da elevação de juros pode variar substancialmente. Nesse sentido, parece interessante que analisemos, em retrospectiva, o quão acuradas têm se mostrado as projeções do Fed nos últimos anos. À primeira vista, os resultados parecem bastante bons. Em novembro de 2010, quando pela primeira vez se tornaram públicas as projeções para o final de 2013, o Fomc esperava que o desemprego, então em 9,5%, se reduzisse a 7,2%. Com essa taxa tendo atingido 7,4% no mês passado, já é evidente a esta altura que as projeções apresentadas em 2010 tiveram um bom nível de acurácia.

É interessante observar, porém, que o Fomc errou bastante suas projeções de crescimento do PIB. Em novembro de 2010, o Comitê esperava que a expansão média anual para o PIB no quadriênio 2010-13 fosse de 3,5%. Considerando-se o crescimento efetivamente observado até 2012 e as projeções de consenso para este ano, temos que o crescimento efetivo nesse período deve ser de apenas 2,2%. O Fed imaginava, portanto, que a economia precisaria crescer a um ritmo muito mais forte do que o efetivamente observado para que o desemprego caísse na velocidade a que assistimos.

O erro na avaliação da relação entre crescimento e desemprego fica ainda mais flagrante quando consideramos as projeções do próprio Fomc sobre o crescimento potencial. Também em 2010, o ponto central do intervalo estimado pelo Comitê era de 2,7%. Ou seja, o Fed entendia à época que o crescimento de 2,2%, que em média verificamos nos anos recentes, estaria abaixo do potencial. Isto significaria que, caso o Fed tivesse sido capaz de antecipar a trajetória efetiva do crescimento, ele provavelmente teria projetado uma elevação, e não uma queda, do desemprego nos últimos anos!

A evolução inesperada da relação entre crescimento e desemprego nesse período decorre basicamente de dois fenômenos. Em primeiro lugar, o crescimento da produtividade do trabalho foi muito baixo, de apenas 0,7%, ante uma média anual de 2,3% no pós-guerra. Em segundo lugar, houve redução da oferta de trabalhadores, dada a diminuição da parcela da população em idade ativa que estava trabalhando ou em busca de emprego.

# Valor

ECONÔMICO

Especialmente em relação à produtividade, parece-nos que a trajetória dos próximos anos é cercada de bastante incerteza. A hipótese subjacente às projeções atuais do Fomc é de que os ganhos excepcionalmente baixos dos últimos anos constituiriam algo transitório. Em discurso de março de 2012, o chairman do Fed chamou a atenção para o fato de que as demissões durante a recessão foram muito mais acentuadas do que sugeriria o padrão histórico, dada a queda de produto. Isto teria feito com que a produtividade tivesse um crescimento atípico naquele período, que teria como contrapartida uma expansão maior do emprego, para um dado crescimento do produto, durante a recuperação.

Embora a hipótese de Ben Bernanke seja plausível, passados mais de quatro anos desde o início da recuperação cíclica, é cada vez menos provável que ela seja a explicação única do baixo crescimento da produtividade nos últimos anos. O fenômeno é ainda mais inquietante porque os sinais recentes mostram crescimento ainda menor da produtividade: nossas próprias estimativas nos sugerem algo próximo da estagnação nos 12 meses terminados no 2º trimestre deste ano.

É possível que parte do baixo crescimento da produtividade reflita fenômenos de maior persistência. Por exemplo, no rescaldo da grave crise financeira temos (corretamente) um movimento rumo à regulação do setor financeiro. Junto com a redução de probabilidade de novas crises, talvez isto gere um ambiente menos propício à inovação e aos ganhos de eficiência. Além disto, há evidências de que a velocidade de avanço em tecnologia de informação tenha se reduzido nos anos recentes em comparação ao período pré-crise.

Essas são apenas algumas hipóteses. O ponto a ser ressaltado é que há algo importante, e não inteiramente compreendido, acontecendo com a produtividade. A depender da natureza e da persistência do fenômeno, é possível que a trajetória de queda do desemprego continue sendo mais rápida nos próximos anos, a exemplo do que vimos no passado recente. Isto nos sugere que os riscos em torno do plano de voo sinalizado por Bernanke, de um lento ciclo de elevação de juros começando não antes de meados de 2015, estão concentrados na possibilidade de um início mais precoce, e eventualmente em velocidade maior.

---

## Alexandre Bassoli

*Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.*