

## EUA: pleno emprego em um mundo desinflacionário

A economia norte-americana segue em 2015 em sua trajetória de recuperação cíclica iniciada em meados de 2009, na sequência da mais severa recessão dos últimos 80 anos. Ao longo desses últimos 6 anos temos um crescimento médio anual de 2,1%. Definitivamente não se pode falar em uma recuperação espetacular, especialmente se considerarmos que nos 10 anos terminados em 2007 a economia cresceu em média 3% ao ano. Ainda assim, o desempenho dos últimos anos denota uma trajetória bastante consistente, com sinais de alguma aceleração desde o ano passado: enquanto de 2010 a 2013 o crescimento médio foi de 2,0%, no biênio 2014-15 deveremos ter algo ao redor de 2,4%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias tem sido o principal sustentáculo do crescimento neste ano. No acumulado dos três primeiros trimestres deste ano tem-se uma expansão de 3,3%, o que indica alguma aceleração em relação aos 2,7% observados em 2014. A dinâmica deste ano reflete o impulso derivado da forte queda dos preços de petróleo a partir de meados do ano passado. A queda dos preços de energia representa, sob a ótica dos consumidores, um ganho apreciável de renda real, que tem se traduzido gradualmente em ampliação do consumo. De todo modo, preços de energia são apenas parte da história: houve, nos últimos anos, uma melhoria importante da situação patrimonial das famílias, refletindo a combinação de um esforço maior de poupança com elevação importante dos preços de ativos, incluindo ações e imóveis. Somando-se a isto a forte melhoria das condições do mercado de trabalho e a ampliação da disponibilidade de crédito, tem-se um quadro favorável à expansão do consumo. Especialmente no caso dos bens duráveis, que são mais sensíveis às condições de crédito, temos no acumulado deste ano uma expansão de 6,3%.

A melhoria da situação patrimonial das famílias tem impulsionado também o setor imobiliário residencial. Esse setor apresenta um crescimento de 8,5% no acumulado deste ano, após um crescimento de apenas 1,8% em 2014. Observa-se nos últimos trimestres uma tendência de normalização da formação de novos domicílios, o que está diretamente associado à melhoria do mercado de trabalho. Nesse contexto, a demanda por residências tem se ampliado, e isto deve implicar uma trajetória de recuperação da atividade de construção ainda por diversos anos.

Em direção oposta, duas forças restringem em alguma medida o ritmo de expansão neste ano. O investimento não-residencial, isto é, o gasto de capital das empresas, apresenta neste ano uma expansão de 3,2%, ante 6,2% em 2014. Tem-se aqui um efeito inverso da queda dos preços de petróleo. Como já tratamos em outras oportunidades, os EUA tiveram nos últimos anos uma expansão vertiginosa da produção de óleo, e os investimentos nesse setor foram uma alavanca importante do crescimento. Obviamente, com preços de petróleo em queda de mais de 50%, esse setor perdeu dinamismo em 2015. Observe-se, portanto, que os efeitos da queda do petróleo são algo contraditórios: se de um lado estimularam o consumo, de outro deprimiram os investimentos. Há diversos estudos que indicam, contudo, que o efeito líquido sobre a economia americana neste ano é positivo.

A segunda força que restringe o ritmo de expansão neste ano é o quadro adverso para as exportações. Neste ano de 2015 elas apresentam expansão de apenas 1,8%, ante 3,4% em 2014. De um modo geral, a falta de dinamismo do comércio global tem sido uma característica da lenta recuperação da economia mundial nos últimos anos. Especialmente em 2015, porém, o quadro externo tem se tornado mais desfavorável da perspectiva americana. Isto se explica pela desaceleração das economias emergentes, cujo crescimento, de acordo com o FMI, recuará de 4,6% em 2014 para 4% neste ano. Além disto, com os EUA em estágio mais avançado de recuperação cíclica, existe a perspectiva de iniciar em um futuro próximo o processo de normalização das condições monetárias. Na Europa e noutras partes, em contraposição, a recuperação é ainda muito mais incipiente e as autoridades ainda seguem ampliando o grau de acomodação monetária. Como consequência da maior solidez da economia e da perspectiva de início de remoção da acomodação monetária, o dólar norte-americano experimentou desde meados de 2014 um movimento importante de valorização, o que reforça o quadro mais desfavorável para as exportações.

A resultante dessas forças antagônicas é a continuidade de um ritmo moderado de expansão. A economia americana deve crescer ao redor de 2,4% neste ano, muito próximo do que se observou em 2014. Esse ritmo de expansão tem sido consistente com a continuidade de um movimento sólido de queda do desemprego. Nos 12 meses até outubro, a taxa recuou 0,7 pp e alcançou 5%, mantendo a tendência declinante iniciada exatamente 6 anos antes, quando se atingiu uma máxima de 10%. O nível atual já está levemente abaixo da mais recente estimativa do Fomc<sup>1</sup>, de 5,1%, para a taxa que seria compatível com a estabilidade da inflação. Evidentemente, o desemprego é apenas uma das variáveis utilizadas para avaliar as condições do mercado de trabalho. Ainda assim, parece evidente que a economia está muito próxima de uma situação de pleno emprego. Dada a dinâmica de crescimento do produto e o ritmo vigoroso de criação de postos de trabalho, tudo indica que, ao longo dos próximos dois anos, o desemprego cairá adicionalmente de forma importante. Isto significa que as condições de mercado devem induzir uma aceleração dos ganhos salariais, que por sua vez devem exercer pressão sobre a inflação.

É importante dizer que até aqui as pressões salariais têm estado excepcionalmente contidas, e também a inflação tem se mostrado muito benigna. Se considerarmos a medida favorita do Fomc, o núcleo (que exclui alimentos e energia) do deflator dos gastos de consumo, temos 1,3% nos últimos 12 meses, ainda bastante abaixo da meta implícita de 2,0%. As forças globais também têm desempenhado um papel importante nesse caso. Com a desaceleração nos emergentes e a valorização do dólar, os preços de importação excetuando-se petróleo caem 3,3% nos últimos 12 meses. Embora os EUA sejam uma economia bastante fechada, o recuo dos preços de importação representa uma força importante de contenção das pressões inflacionárias.

No horizonte dos próximos dois anos, as forças domésticas advindas do dinamismo do mercado de trabalho devem exercer pressão altista sobre a inflação, mas a isto se contrapõe o ambiente global desinflacionário. A resultante mais provável dessas forças é uma tendência de gradual elevação da inflação, que tende a se aproximar da meta implícita de 2,0% até 2017.

O que esperar da política monetária nesse contexto? Em que pese a tendência ainda muito benigna da inflação, a comunicação do Fomc tem se alterado para indicar que o movimento de elevação dos juros pode ter início em breve. A questão fundamental é que a política monetária opera com defasagens longas: grande parte dos efeitos de uma eventual elevação dos juros agora irá se materializar em não menos que 2 anos. Além disto, é importante observar que as condições monetárias atuais são excepcionalmente acomodáticas: não apenas os juros de curto prazo têm sido mantidos em zero desde fins de 2008 como uma série de programas de compra de ativos foi implementada com o objetivo de afetar a estrutura a termo da taxa de juros. Isso significa que as condições monetárias permanecerão acomodáticas por um longo tempo após o início do processo de elevação das taxas.

O Fomc tem enfatizado que o momento exato da primeira elevação dos juros é ainda dependente dos dados. Essencialmente, o Comitê tem dito que elevará os juros quando estiver "razoavelmente confiante" que a inflação convergirá para seu objetivo de 2% no médio prazo. Nossa leitura da comunicação recente nos sugere que o plano de voo do Fomc contempla uma primeira elevação de juros ainda em 2015. Evidentemente, esse plano de voo ainda pode ser alterado. De todo modo, as linhas básicas do cenário prospectivo para a economia americana são razoavelmente claras. Ainda que careça de exuberância, a tendência de recuperação permanece sólida e a economia já está prestes a alcançar o pleno emprego. Sob tais condições, é natural que caminhemos para a normalização das condições monetárias, que permaneceram excepcionalmente acomodáticas nos últimos anos. Forças globais têm atuado no sentido de conter o ritmo de expansão da economia e também mitigam a emergência de pressões inflacionárias. Isto não parece ser suficiente para impedir o processo de elevação dos juros, mas sugere que a normalização das condições monetárias, pelo menos em seus passos iniciais, deve se dar de forma bastante gradual.

---

### Alexandre Bassoli

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

<sup>1</sup>Federal Open Market Committee, que é responsável no Fed pela condução da política monetária.