

EUA: nada será como antes

A economia norte-americana apresentou um crescimento de 1,4% no 1º semestre de 2016 em comparação a igual período do ano passado. Passados 7 anos desde o início do processo de recuperação que se seguiu à Grande Recessão em 2008 e 2009, a economia dá mostras de alguma perda de fôlego em relação ao crescimento médio de 2% que se verificou no ciclo atual. Em que pese o desempenho modesto, não vemos sinais de que a economia esteja prestes a interromper seu crescimento. De um modo geral, os fundamentos são ainda saudáveis, e parte da desaceleração recente parece estar relacionada a questões transitórias.

Em particular, um ciclo de estoques desempenhou papel importante na dinâmica recente. No crescimento acumulado de 1,4% no 1º semestre deste ano, há uma contribuição negativa de 0,6 pp do investimento em estoques. As indicações são de que os níveis de estoque estariam agora mais ajustados, o que poderia contribuir para uma aceleração do crescimento neste 2º semestre.

Da ótica da demanda agregada, a força principal de sustentação da recuperação americana segue sendo o consumo privado. No acumulado deste ano, tem-se um crescimento de 2,6% em relação a igual período do ano passado, o que denota alguma aceleração em relação à média de 2,2% dos últimos sete anos. O desempenho do último ano foi impulsionado, entre outros fatores, pelo ganho de renda das famílias associado à forte queda dos preços do petróleo. Ainda que este efeito tenda a perder ímpeto à frente, os fundamentos do consumo seguem sendo sólidos. A massa salarial deve continuar se expandindo de forma saudável, refletindo tanto o crescimento do nível de emprego como a alta dos salários, que tem se intensificado gradualmente à medida que melhoram as condições do mercado de trabalho. Adicionalmente, em termos agregados melhorou muito a situação patrimonial das famílias nos últimos anos. Isso se dá pelo aumento das taxas de poupança depois da crise, e também pela valorização dos ativos – os preços de casas acumulam alta de 37% desde as mínimas de 2012, enquanto que os mercados acionários situam-se atualmente próximos de suas máximas históricas.

O setor imobiliário residencial é a segunda força de sustentação do crescimento. Embora esse setor seja relativamente pequeno, a expansão de 8,6% neste ano representa uma contribuição direta ao crescimento de 0,3 pp. Também neste caso há razões para supor que uma recuperação vigorosa prossiga pelos próximos anos. Essencialmente, tem-se um quadro de vacância baixa no setor residencial, e ao mesmo tempo há uma tendência de elevação na formação de novos domicílios à medida que melhoram as condições do mercado de trabalho. Com tudo isso, esse setor, que esteve no epicentro da crise de 2008, ainda parece estar longe de completar seu processo de recuperação cíclica.

Em direção oposta, duas forças têm atuado em alguma medida para restringir o crescimento. Em primeiro lugar, há uma evidente perda de fôlego das exportações que caem 1,1% no acumulado deste ano, ante uma expansão média de 4,6% nos últimos sete anos. Em uma economia grande e relativamente fechada como os EUA esse efeito não é tão importante, mas ainda assim tem relevância. A questão é que o resto do mundo, visto da perspectiva americana, não compõe um quadro encorajador. No mundo desenvolvido, o Japão segue próximo da estagnação, enquanto a Europa se recupera muito lentamente e enfrenta incertezas renovadas após o Brexit. Nos países emergentes, há uma tendência de desaceleração nos últimos anos liderada pela China.

A segunda força a restringir o crescimento é o investimento em ativos fixos não-residenciais. Esse componente apresenta queda de 0,7% neste ano, que contrasta com o crescimento médio de 3,9% observado nos últimos sete anos. Observa-se aqui, até certo ponto, a outra face do ajuste da economia diante da queda dos preços do petróleo. Se de um lado elevou-se a renda dos consumidores, de outro caiu fortemente a atratividade dos investimentos no setor de petróleo, que foi um dos setores mais dinâmicos da economia na última década. Isto é, porém, apenas parte da história. A debilidade da demanda por investimento tem características mais gerais. De alguma forma, isto parece estar ligado a uma outra característica do atual ciclo: o pobre desempenho da produtividade. A literatura sobre crescimento econômico de um modo geral mostra que inovações tecnológicas ou institucionais que produzam salto em produtividade levam a aumento da demanda por investimento. Por razões ainda não completamente compreendidas, a produtividade tem crescido pouco, e isso parece contribuir para a debilidade da demanda por investimento, a despeito da manutenção de taxas de juros extraordinariamente baixas.

O desempenho pobre tanto do investimento como da produtividade tem implicações importantes para a economia. A primeira delas é a redução do crescimento potencial. Isto fica claro na evolução das projeções do Fomc (*Federal Open Market Committee*, responsável pelas decisões de política monetária do Fed) para o crescimento de longo prazo: desde 2009 a mediana das projeções se moveu de 2,7% para apenas 1,9%. Isto fez com que, embora o crescimento ao longo da atual recuperação cíclica estivesse distante de qualquer brilho por padrões históricos, o desemprego se reduzisse com vigor até superior ao esperado. Isto é, a economia efetivamente cresceu acima do potencial, absorvendo os recursos que se tornaram ociosos na recessão de 2008-2009.

A segunda possível implicação do desempenho pobre do investimento e da produtividade é a redução do juro neutro da economia. Essa percepção também é visível nas projeções do Fomc. Desde 2012, a mediana da projeção de longo prazo da taxa dos *Fed Funds* moveu-se de 4,25% para 3%.

O que esperar da política monetária nesse contexto? A despeito do crescimento pobre, como dissemos, são cada vez mais claros os sinais de que a economia se aproxima do pleno emprego, e há sinais inclusive de gradual aceleração dos salários, o que tende a produzir pressões altistas sobre a inflação. Isto, em alguma medida, já tem ocorrido, ainda que lentamente. Tomando-se o núcleo do deflator dos gastos de consumo, a inflação moveu-se de 1,4% para 1,6% desde o final do ano passado, a despeito dos efeitos desinflacionários derivados da valorização do dólar e da queda dos preços de energia.

Nesse contexto, a política monetária tende a caminhar para normalização. O crescimento surpreendentemente baixo na primeira metade deste ano levou o Fed a manter as taxas inalteradas neste ano até aqui, após inaugurar o ciclo de aperto monetário em dezembro do ano passado. Recentemente, porém, a presidente do Fed, Janet Yellen, disse que “à luz do desempenho sólido continuado do mercado de trabalho e do nosso panorama para a atividade econômica e inflação, tem se fortalecido o argumento para um aumento da taxa dos *Fed Funds* nos meses recentes”. Esse parece ser um sinal de que o plano de voo do Fed contempla uma nova elevação dos juros ainda neste ano.

Diante das evidências, contudo, de que o juro neutro da economia se reduziu, a tendência é que o ponto terminal do processo de normalização da política monetária seja mais baixo do que se poderia supor há alguns anos. Além disto, o ritmo de convergência para a neutralidade também tende a ser reduzido pelo contexto global. Enquanto o Fed se move para a normalização da política monetária, o restante do mundo desenvolvido ainda discute a implementação de medidas adicionais de afrouxamento monetário. Isto produziu nos últimos anos um movimento importante de valorização do dólar, que contribui para que a inflação americana suba mais lentamente. Nesse sentido a divergência da política monetária em relação ao resto do mundo desenvolvido tende a fazer com que o Fed se mova mais lentamente.

Em resumo, a economia americana segue em sua trajetória de expansão consistente, ainda que modesta. Parte da desaceleração que se viu no 1º semestre deste ano parece estar relacionada a questões transitórias, e há indicações de que a segunda metade do ano deva ser melhor. Em termos mais estruturais, porém, são cada vez mais fortes as evidências de que a economia caminha para um equilíbrio em que o crescimento potencial é menor e os juros de equilíbrio são mais baixos. Nesse contexto, a política monetária se move para a normalização, mas o ponto terminal tende a ser substancialmente mais baixo do que se poderia supor há alguns anos.

Alexandre Bassoli

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