

Mercado de trabalho e política monetária nos EUA

As condições do mercado de trabalho seguem evoluindo de maneira muito favorável nos EUA. Nos últimos 12 meses em média se criaram 186 mil novos empregos em termos líquidos por mês. Esse é um nível bem superior às cerca de 90 mil vagas por mês que deveriam ser criadas apenas para absorver o contingente de pessoas que, em condições normais, vão se incorporando ao mercado de trabalho. Por conseguinte, a taxa de desemprego segue recuando com certo vigor: após atingir um pico de 10% em 2009, no ápice da crise, registrou-se no mês passado o nível de 4,4%. Para se observar patamares inferiores aos atuais é preciso retroceder 16 anos na série histórica até maio de 2001, no final de um período na virada do século no qual se observaram as condições mais apertadas no mercado de trabalho nos últimos 45 anos.

Voltando à situação atual, deve-se notar que não há ainda sinais de que o desemprego esteja se estabilizando. Nos últimos 12 meses o desemprego recuou 0,6 pp, e isso a despeito do fato de haver um número maior de pessoas retornando ao mercado de trabalho à medida que se observam condições mais favoráveis. Esse é um fato estilizado conhecido: quando as condições do mercado de trabalho pioram e as chances de conseguir um emprego se reduzem, uma parte das pessoas desiste de procurar emprego. Por consequência, a taxa de desemprego em sua medida convencional sobe menos, por não captar aqueles que não estão efetivamente procurando emprego, mas estariam dispostos a trabalhar. Durante as recessões, uma parte da ociosidade do mercado de trabalho, portanto, fica oculta e não é capturada pela taxa convencional de desemprego. Exatamente por isto, nos EUA há uma medida alternativa (denominada U6) na qual se contam entre os desempregados os desalentados (que estariam disponíveis para trabalhar, mas não estão procurando emprego) e os que trabalham em tempo parcial, mas estariam dispostos a trabalhar em tempo integral. O U6 cai 1,1 pp nos últimos 12 meses (ante os 0,6 pp do desemprego convencional) e alcança agora 8,6%, ante uma máxima de 17,1% em 2010.

O ponto importante é que, sob diversas métricas, os níveis de ociosidade no mercado de trabalho estão agora muito baixos. A taxa de desemprego de 4,4% já é inferior, por exemplo, à estimativa de 4,7% do Fomc (comitê responsável pelas decisões de política monetária do Fed) sobre qual seria o patamar sustentável sem o surgimento de pressões inflacionárias. Mesmo que a economia esteja muito vigorosa, existem limites para a queda do desemprego. Pode haver, por exemplo, problemas informacionais: há uma empresa que precisa contratar encanadores e há trabalhadores disponíveis com essa qualificação. Tipicamente vai levar algum tempo, porém, para que a empresa encontre esse trabalhador, ou para que este encontre o emprego com as características que deseja. Por isso, a cada momento no tempo, haverá trabalhadores desempregados, ainda que haja vagas em aberto. Pode haver, também, problemas mais complicados: incompatibilidade entre as qualificações buscadas pelas empresas e as disponíveis nos trabalhadores que procuram emprego. Ou talvez haja o trabalhador exatamente com as características desejadas no Oregon, mas as vagas disponíveis estejam na Flórida. Por tudo isso, o desemprego não pode cair abaixo de determinados níveis sem o surgimento de desequilíbrios que aumentem as pressões sobre a inflação.

Tudo indica que as condições atuais no mercado de trabalho norte-americano já adentraram esse território. Isto é, há uma crescente escassez de trabalhadores, o que deve gerar pressões para que os salários nominais subam em velocidade superior aos ganhos de produtividade. Por consequência, o mercado de trabalho deve gerar forças que tendem a elevar a inflação. Até certo ponto, isso é uma boa notícia. Isto porque a inflação ainda está abaixo da meta de 2% do Fed. Tomando-se o núcleo do deflator dos gastos de consumo, a alta acumulada em 12 meses chega a 1,7% no 1º trimestre deste ano. Portanto, as condições bastante aquecidas do mercado de trabalho devem contribuir para que a inflação convirja gradualmente para a meta neste e nos próximos anos.

Ainda assim, os sinais advindos do mercado de trabalho reforçam a noção de que é preciso ajustar gradualmente a política monetária em direção a uma posição de maior neutralidade, e esse movimento não pode ser excessivamente lento. A questão é que os efeitos da política monetária sobre a atividade econômica, o mercado de trabalho e a inflação se materializam com defasagens longas. Além disto, embora o desemprego nos patamares que ora observamos possa ser um desenvolvimento bem-vindo nas circunstâncias atuais, a evolução recente sugere que níveis significativamente mais baixos possam ser verificados nos próximos dois anos.

A diferença entre a medicação e o veneno, neste caso, está na dosagem. Um mercado de trabalho bastante aquecido é bem-vindo nas circunstâncias atuais, mas um aquecimento excessivo pode fazer com que as pressões inflacionárias se estendam além do que seria desejável. Nesse caso, o Fed teria que mover a política monetária muito mais agressivamente, de modo a torna-la efetivamente contracionista e produzir durante algum tempo um crescimento econômico inferior ao potencial. A evidência empírica mostra que, sob tais circunstâncias, são elevados os riscos de a política monetária induzir uma recessão na economia.

Para evitar um quadro desse tipo, é provável que a política monetária se mova um pouco mais rapidamente ao longo dos próximos trimestres na direção da neutralidade. Após 7 anos com juros próximos a zero, tivemos um primeiro movimento de alta de 0,25 pp em dezembro de 2015, e outro movimento se seguiu a ele 12 meses depois. Em fevereiro último, as autoridades do Fed indicaram que o movimento à frente não poderia ser tão lento. Consistente com isto, já na reunião de março o Fed promoveu uma nova elevação da taxa básica, que se encontra agora no intervalo 0,75-1,0%. As projeções do próprio Fed indicam a perspectiva de 2 novos movimentos de alta ainda neste ano.

O que significa exatamente mover a taxa de juros para uma postura neutra? Não há resposta exata para essa pergunta. A avaliação do próprio Fed é de que, ao longo dos últimos anos, por uma série de razões, a taxa de juros neutra se reduziu. Enquanto no começo de 2012 a média das projeções dos membros do Fomc para o juro nominal de longo prazo estava em 4,1%, as estimativas mais recentes estão pouco abaixo de 3%.

Isto significa que, caso o Fed consiga fazer um pouso suave e evitar pressões inflacionárias excessivas, possivelmente convergiremos para um “novo normal” no qual as taxas de juros persistirão em patamares ainda baixos por padrões históricos. Esse cenário provavelmente requer, porém, um processo de normalização mais célere em comparação ao que tivemos nos últimos anos. Esperamos, nesse contexto, duas novas altas da taxa básica de juros americana neste ano seguidas de outras 4 em 2018.

Alexandre Bassoli

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