

EUA: quando uma longa expansão se acelera

A economia norte-americana deve ter encerrado o ano de 2017 com uma expansão próxima a 2,3%, marcando o 8º ano consecutivo de expansão após a pior recessão dos últimos 90 anos, em 2008 e 2009. Esse é um ciclo de crescimento já bastante longo por padrões históricos, e ainda mais notável pelo fato de a economia dar mostras de aceleração no período recente. De fato, o crescimento de 2017 contrasta com a expansão de apenas 1,5% no ano anterior. Nesta nota, buscamos identificar as forças que determinaram a aceleração no ano passado e tratamos das perspectivas para 2018.

Do ponto de vista dos componentes da demanda agregada, a maior contribuição para a melhora de desempenho em 2017 foi observada no investimento em ativos fixos, que deve ter encerrado o ano com expansão ao redor de 3,5%, em comparação a apenas 0,7% no ano anterior. Um olhar mais detalhado revela que essa aceleração ocorreu principalmente no setor de petróleo. Como tratamos em outras oportunidades no passado, o setor petrolífero exibiu grande dinamismo desde meados da década passada nos EUA por conta do desenvolvimento de novas tecnologias que permitiram a extração de óleo em rochas de xisto. Como consequência, entre 2010 e 2014, a produção doméstica de petróleo apresentou um salto de 75%, e essa expansão envolveu, naturalmente, um grande esforço de expansão de investimentos no setor.

Com a queda abrupta dos preços de petróleo, a partir de meados de 2014, observou-se forte encolhimento dos investimentos nesse setor. Com a recuperação parcial dos preços desde meados de 2016, tivemos novamente em 2017 um período de aceleração importante dos investimentos.

Em princípio, porém, a alta do petróleo deveria ter também outras repercussões menos favoráveis à economia americana. Isso porque os preços mais altos impõem aos consumidores uma queda da renda disponível que, em geral, estaria associada a um encolhimento dos gastos de consumo privado. Ocorre que esse componente da demanda agregada apresentou no ano passado uma expansão ao redor de 2,8%, o que significa basicamente manutenção do forte ritmo de expansão observado em 2016.

Isso sugere que outras forças se contrapuseram aos efeitos da alta do petróleo e permitiram a sustentação do consumo. E esse é exatamente o caso. A questão fundamental é que as condições financeiras têm se tornado cada vez mais frouxas, a despeito das altas da taxa básica de juros promovidas pelo Fed. Isto significa que há uma forte alta dos preços de ativos (principalmente dos mercados acionários e dos imóveis) e as condições de crédito têm se tornado cada vez mais favoráveis. Somando-se a isto a sólida expansão do emprego e da massa salarial, tem-se uma situação em que os fundamentos do consumo são ainda bastante robustos e mais do que compensam os efeitos contracionistas associados à alta do petróleo.

Uma outra contribuição importante para a aceleração do crescimento no período recente adveio da política fiscal. O déficit público nominal elevou-se de 1,7% a 10,2% do PIB entre 2007 e 2009, refletindo os efeitos da recessão sobre a arrecadação e o empenho do governo para debelá-la. Nos anos subsequentes, houve um esforço importante de redução do déficit público, que caiu a 2,5% do PIB em 2015. Essencialmente, a política fiscal foi utilizada como um mecanismo de estabilização da economia: ela contribuiu para mitigar a amplitude da recessão, mas em contrapartida o esforço de redução do déficit diminuiu a velocidade de recuperação da economia entre 2010 e 2015. Desde 2016, porém, o déficit tem aumentado, tendo atingido 3,5% no 3º trimestre de 2017. Houve, portanto, uma inflexão importante da política fiscal no período recente: enquanto até 2015 ela restringiu a velocidade de expansão da economia, no período mais recente seu efeito tem sido expansionista. Esse efeito deve se acentuar neste ano, com a promulgação da reforma tributária. Do ponto de vista macroeconômico, o ponto fundamental é que a reforma implica redução de carga tributária, impondo por conseguinte uma intensificação do efeito expansionista da política fiscal.

Somando-se tudo, a aceleração do crescimento americano no período parece ser impulsionada principalmente pela dinâmica favorável dos preços de ativos, pela melhora das condições de crédito e pelos efeitos expansionistas da política fiscal. Nossa expectativa é que esses fatores continuem sendo os principais motores do crescimento neste ano, com destaque para a política fiscal, cujos efeitos devem se intensificar. Como consequência, as expectativas de consenso apontam para uma pequena aceleração adicional do crescimento neste ano, que poderia alcançar 2,5%. Trata-se de um patamar cerca de 1 pp superior ao que se acredita ser o crescimento potencial para a economia americana nas circunstâncias atuais. Isto implica que a economia continuará a estreitar seus níveis de ociosidade, que já parecem reduzidos após tantos anos de contínua expansão. Especialmente no mercado de trabalho, a taxa de desemprego já alcança 4,1%, o menor nível em mais de 17 anos e inferior também ao patamar de 4,7% que o Fed julga ser consistente com o pleno emprego.

Caso se confirmem as projeções de crescimento para 2018, o desemprego deve cair adicionalmente de forma importante, podendo alcançar algo como 3,6% em dezembro. É de se supor, nesse contexto, que ao longo dos próximos dois anos o aperto do mercado de trabalho se traduza em uma trajetória de aceleração dos salários, que por sua vez deve impor alguma pressão altista sobre a inflação.

Até certo ponto, esse seria um desenvolvimento bem-vindo, já que a inflação (medida pelo núcleo do deflator dos gastos de consumo) encontra-se agora ao redor de 1,5%, ante uma meta implícita de 2%. Ainda assim, há limites para o grau de aperto do mercado de trabalho que pode ser tolerado sem gerar pressões inflacionárias indesejáveis. Considerando-se que os efeitos da política monetária sobre o mercado de trabalho se materializam com defasagens longas, o Fed precisa agir para evitar superaquecimento da economia em 2019 e 2020.

É nesse contexto que deve ser entendida a leve aceleração no ritmo de alta dos juros promovida pelo Fed em 2017. Depois de promover apenas uma alta de 0,25 pp da taxa básica ao ano em 2015 e 2016, 3 movimentos de elevação ocorreram em 2017 e, adicionalmente, o Fed começou a reverter as medidas de afrouxamento quantitativo implementadas nos anos que se seguiram à Grande Recessão. Neste ano, nossa expectativa é de que ocorram 4 altas de 0,25 pp, além da continuidade das medidas de reversão do afrouxamento quantitativo.

Em suma, o cenário para a economia americana afigura-se ainda benigno em 2018. Há sinais de alguma aceleração adicional do crescimento, e isto é parte de um quadro mais amplo bastante encorajador para atividade econômica no mundo neste momento. Com o desemprego em níveis já muito baixos historicamente e em um estágio muito avançado do ciclo de expansão da economia, a política monetária precisará dar passos mais céleres rumo à sua normalização. Não há sinais no horizonte de uma crise provocada por uma forte contração monetária, mas as condições financeiras devem se tornar mais apertadas gradualmente ao longo dos próximos 24 meses. Isto terá repercussões sobre fluxos de capitais para economias emergentes, como o Brasil. Exatamente por isto, é preciso perseverar no esforço de correção dos nossos graves desequilíbrios fiscais, reduzindo nossas vulnerabilidades quando houver maior escrutínio dos mercados e maior dificuldade de financiamento.

Alexandre Bassoli

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