

# Os juros americanos irão subir, mas como fica o balanço do Fed?

**Samuel Pessôa**

Pesquisador associado da FGV IBRE

Os diversos acompanhamentos em tempo real do desempenho da economia americana, conhecidos por *nowcasting*, indicam que, no quarto trimestre, o PIB está rodando a 3% ao ano. Se esses números estiverem corretos, será o terceiro trimestre consecutivo em que a economia dos Estados Unidos cresce ao ritmo anualizado de 3%. Será a primeira vez que esse fenômeno ocorre desde o início da crise em 2007.

Adicionalmente, há sinais inequívocos de que as diversas medidas de ociosidade do mercado de trabalho têm se reduzido. Nos últimos meses houve queda acentuada do número de pessoas em emprego em tempo parcial por motivo econômico, isto é, por que não encontraram posição em tempo integral. Este indicador estava rodando na casa de 3,5% da população economicamente ativa (PEA). Nos últimos meses caiu para 3%, mais próximo do valor histórico.

Outro fato significativo é a manutenção, no nível mais elevado da série, da transição de pessoas que em um mês estão fora da força de trabalho – isto é, que desistiram de procurar emprego – e no mês seguinte estão empregadas. Sinal de que o se-

tor privado tem procurado possíveis trabalhadores entre os desalentados.

Há estatísticas que indicam ainda haver algum grau de ociosidade do mercado de trabalho. Por exemplo, a razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar encontra-se na casa de 78,5% e o número “normal” parece ser algo em torno de 80%. A duração média do desemprego, em torno de 25 semanas, ainda é bem superior à média histórica dessa estatística, de 13,5 para o período de janeiro de 1948 a dezembro de 2007, excluindo-se os anos desde a crise global.

De qualquer forma, o conjunto de indicadores revela que se aproxima o momento em que pressões sobre o mercado de trabalho redundarão em pressões sobre os salários nominais, e destes sobre a inflação. É possível que esse processo seja lento, mas não há nada a sugerir que estamos em um momento em que as leis de oferta e demanda deixaram de valer. O fato de a economia estar crescendo bem mais que o potencial, que, segundo os melhores cálculos, situa-se hoje em torno de 1,5% ao ano, e de o mercado de trabalho continuar a apertar sinaliza que a política monetária frouxa está sendo

eficaz em tirar a economia do buraco em que ela se meteu no final de 2008.

É possível que o processo de reinflação da economia americana ainda leve um ou dois anos, mas parece-me que não passa deste horizonte. Pode ser inclusive antes.

É verdade que as medidas padrão de elevação dos salários não indicam nenhuma aceleração apreciável. No entanto, essas medidas estão enviesadas para menos em função da alteração da composição da população ocupada. Como vimos, parcela importante dos novos trabalhadores que ingressam na população ocupada são desalentados ou de tempo parcial e, portanto, com salários mais baixos – pelo menos no momento em que conquistam um novo emprego. Esses trabalhadores pressionam o salário médio para menos, o que explica as baixas taxas de elevação do salário médio ou mediano.

Contudo, há outras medidas de salário que procuram controlar o resultado para a alteração da composição da força de trabalho. O acompanhamento do crescimento dos salários promovido pelo Banco Central de Atlanta<sup>1</sup> considera somente trabalhadores que estão pelo menos um ano empregados em tempo integral. Para cada um des-

tes trabalhadores, considera-se a taxa de variação interanual dos salários nominais (mês ante o mesmo mês do ano anterior). A estatística acompanhada pelo *wage tracker* é a mediana dessas variações observadas na pesquisa de emprego chamada de *current population survey* (CPS).

A medida do *wage tracker* aponta que os salários nominais estão crescendo ao ritmo de 3,5% ao ano. Além disso, baseado na relação que há entre valores defasados de desemprego e o *tracker* contemporâneo (defasagem em geral de quatro trimestres), prevê-se que os salários estarão rodando a 4,5% daqui a um ano. Com inflação abaixo de 2% ao ano, essa elevação da taxa de crescimento dos salários está acima de qualquer medida de produtividade do trabalho.

Tudo indica, portanto, que as condições monetárias irão se normalizar. O período em que a economia americana opera a juros reais negativos pode ficar para trás no próximo ano ou no seguinte.

Mas como será a operação da política monetária com um banco central que opera com um balanço tão grande? Esta é uma questão em aberto para o pessoal do Fed, mas que pode ser respondida com alguma facilidade se olharmos o que ocorre no Brasil há mais de duas décadas.

Após a queda dos juros básicos para zero na economia americana, a saída para continuar a praticar política monetária foi tentar alterar toda a estrutura da curva de juros. Baixar o que se chama de prêmio de duração. O prêmio de duração mede o adicional de juros que os títulos públicos de longo prazo pagam em relação à previsão que o mercado faz da composição das taxas de curto prazo até o vencimento do papel longo. É visto como um

prêmio pela perda de liquidez. Como o investimento depende das taxas longas, a redução do prêmio de duração estimula o investimento mesmo que a taxa curta, por já ter atingido o mínimo possível, não caia mais.

A forma que o banco central americano encontrou para alterar o prêmio de duração foi comprar títulos longos que estão no mercado, mediante criação de reservas bancárias. Os bancos venderam os títulos longos ao Fed e deixaram esses recursos que receberam do banco central americano – essas reservas – paradas como depósitos voluntários no Fed em função de não haver oportunidade melhor para aplicá-los.

A recuperação da economia sugere que, em algum momento à frente, os juros curtos irão subir. É possível que o Banco Central americano escolha reduzir muito seu balanço, isto é, vender os títulos longos que estão no seu ativo. A operação seria o oposto do que ocorreu. Os bancos comerciais entregariam ao Fed as reservas e este entregaria aos bancos os títulos longos. Os bancos, por sua vez, poderiam vender ao público esses títulos longos. Essa operação elevaria muito a oferta de títulos longos ao setor privado, que somente aceitaria carregar em seus portfólios quantidade crescente destes papéis se eles pagassem juros maiores. Ou seja, essa operação elevaria os prêmios de duração.

O banco central americano pode perseguir outro caminho, que é o de trabalhar muito tempo com um balanço expandido. Nesse caso, quando os juros básicos, a taxa dos Fed Funds, subissem, todas as reservas bancárias que estão paradas no seu passivo (e que são de propriedade dos bancos comerciais) seriam empregadas pelos bancos comerciais para expandir o

crédito privado, o que pode superaquecer a economia. A alternativa é o Fed recolher essa liquidez. Ou seja, o mercado interbancário americano deixará de ser – como era até a crise – estruturalmente ilíquido e passará a ser estruturalmente líquido. Este é exatamente o caso do mercado interbancário brasileiro. Basta lembrar que o balanço do BCB se encontra hoje na casa de 30% do PIB brasileiro, contra 25% aproximadamente do balanço do Fed como proporção do PIB americano.

O Fed passará a operar como o BCB. Empregará os títulos públicos que estão no seu ativo como colateral para operações com compromisso de recompra, com o objetivo de recolher o excesso de liquidez que surgirá. Nada de novo no *front* nesse particular, portanto. Quando o Banco Central tem um balanço pequeno e o interbancário é, na média, ilíquido, o BC atua injetando liquidez: recebe títulos dos bancos comerciais e entrega a eles reservas bancárias. Os bancos comerciais no vencimento recompram os títulos e devolvem as reservas. Essas operações constituem o oposto do que o nosso BC faz.

Na prática, se o Fed operar como o BC brasileiro ao longo do processo de elevação dos juros básicos, os prêmios de duração ficarão baixos. A curva toda subirá sem que a inclinação suba muito. Em suma, o longo processo que temos pela frente de normalização da política monetária americana terá dois elementos: a elevação da taxa básica e a redução do balanço do Fed. O primeiro altera a taxa básica e o segundo a inclinação da curva. ▀

<sup>1</sup>Fed Atlanta Wage growth tracker (<https://www.frbatlanta.org/chcs/wage-growth-tracker.aspx?panel=1>).