Como ler a economia americana?



Samuel Pessôa
Pesquisador associado do FGV IBRE

A economia americana teve crescimento negativo por dois trimestres consecutivos. Recuou 1,6% no primeiro trimestre de 2022 e 0,9% no segundo, neste caso de acordo com a primeira prévia do IBGE deles (chamado de Bureau of Economic Analysis).

No entanto, os dados do mercado de trabalho contam uma história muito diferente. A divulgação da sexta-feira, 5 de agosto, indica que houve em julho criação líquida de 528 mil empregos, segundo o cadastro com os empregadores daquela economia. Já na pesquisa por amostras de domicílio, houve criação de 179 mil empregos.

Se considerarmos o primeiro semestre, em que, segundo as contas nacionais, o crescimento do PIB foi negativo em 2,5%, criaram-se 2,8 milhões de empregos, segundo o cadastro dos empregadores, e 2,1 milhões, segundo a pesquisa domiciliar.

Adicionalmente, a taxa de desemprego em julho caiu para 3,5%, após ficar constante por quatro meses em 3,6%.

Quando olhamos o que ocorre na inflação, não há grandes sinais de acomodação. O índice de inflação que o banco central americano, o Fed, emprega para operar o regime de metas de inflação é o deflator implícito do consumo das contas nacionais, PCE. Em junho o PCE rodou a 0,95%. Os núcleos por exclusão, médias aparadas e da mediana rodaram, respectivamente, a 0,59%, 0,56% e 0,70%.

Além de a taxa mensal não ter vindo bem, os três núcleos de inflação acumulados em 12 meses fecharam junho respectivamente a 4,8%, 4,3% e 5,3%, para uma meta inflacionária de 2%. E, apesar de haver algum sinal de reversão do choque sobre bens de consumo duráveis – após fecharem em janeiro último, em 12 meses, a 11,5%, rodaram em junho a 6,1% –, a inflação de serviços segue crescendo persistentemente, fechando os 12 meses até o fim de junho em 4,9%.

Os salários nominais também sobem. Acompanhar o mercado de trabalho não tem sido fácil ao longo da epidemia. Em todo ciclo econômico, na fase de baixa, são sempre os trabalhadores menos qualificados que sofrem mais com o desemprego. Assim, a média dos salários pagos pode subir em função da alteração da composição da mão de obra. Esse fato foi particularmente dramático na epidemia, visto que o fechamento da economia afetou desproporcionalmente os serviços de baixa sofisticação, como alimentação fora do domicílio, turismo, todo o entretenimento etc.

O melhor indicador disponível de salários para a economia americana é o *wage tracker* do Fed Atlanta. Ele limpa o resultado de mudanças provocadas apenas pela alteração da composição da força de trabalho. A última observação disponível é de junho. Os salários nominais aumentaram, nos 12 meses até junho, 5,8% e, na média móvel trimestral, o aumento nominal foi de 7,1%. Ainda aquém da inflação, mas em forte elevação.

Assim, os dados de mercado de trabalho e inflação não contam uma história compatível com economia há um semestre em recessão. Temos que olhar com mais cuidado os dados da atividade.

Para o primeiro trimestre, em que houve recuo de 1,6% do PIB, as aberturas descartam a ideia de economia em recessão. O consumo privado cresceu 1,8% e o investimento em capital fixo – isto é, desconsiderando os estoques – elevou-se em 7,4%. A contribuição desses dois itens para a demanda agregada foi de 2,5 pontos percentuais.

Para o segundo trimestre, os números são menos claros. O consumo cresceu 1% e o investimento em capital fixo recuou 3,9%. A contribuição para o crescimento desses dois itens em conjunto foi nula. O consumo não cresceu mais porque o consumo de bens recuou 4,4%, retirando 1,1 ponto percentual do crescimento.

O que machucou mesmo o desempenho no segundo trimestre foi a desa-

cumulação dos estoques, que retirou 2 pontos percentuais do crescimento. Isto é, se a demanda tivesse que ser atendida pela produção com estoques constantes, o crescimento, em vez de negativo em 0,9%, teria sido positivo em 1,1%. De qualquer forma, o segundo trimestre de 2022 apresentou queda consistente do investimento residencial, de 14%, e do consumo de bens duráveis, de 2,6%, dois itens sensíveis ao aperto das condições financeiras que ocorreu desde novembro de 2021.

Para entender melhor o movimento da atividade da economia americana, é útil olhar os componentes da demanda agregada em nível. A tabela ao lado ilustra. Na tabela, o nível do PIB americano e dos seus componentes foi normalizado em 100 para o quarto trimestre de 2019, imediatamente anterior à epidemia.

No segundo trimestre de 2022, a economia estava 2% acima de sua posição no quarto trimestre de 2019. Note-se o enorme desequilíbrio da recuperação da economia americana após a queda súbita do segundo trimestre de 2020. O consumo de bens duráveis no segundo trimestre de 2022 encontra-se 22% acima, e o investimento residencial, 10% acima.

A coluna avalia como natural a queda do investimento residencial e do consumo de bens duráveis após recuperação tão desequilibrada. Penso que podemos assistir a recuos adicionais desses dois componentes da demanda agregada por alguns trimestres. Porém, no início de 2023, investimento residencial e consumo de bens duráveis devem se estabilizar, e iniciar nova elevação a partir de nível um pouco mais baixo.

A aposta do parágrafo anterior se dá num contexto no qual o mercado tem entendimento distinto do desempenho da economia americana. Avalia que o aperto já ocorrido nas condições financeiras desacelerará a atividade econômica o suficiente para produzir a elevação do desemprego requerida para trazer a inflação para a meta. Para o mercado, as duas quedas do PIB no primeiro semestre são o início de leve recessão que desinflacionará a economia. Dado esse entendimento, a curva de juros aponta pico de Fed Funds (FF), a Selic deles, em 3,4% na virada do ano e início de ciclo de baixa já no segundo trimestre de 2023.

O problema com essa percepção do mercado é que supõe que será possível desinflacionar a economia sem que os juros sejam reais em nenhum momento. Para que isso ocorresse, seria necessário que a taxa neutra de juros fosse ao redor de -2% ou -3%, o que está totalmente fora das estimativas existentes. Se o mercado continuar a pensar dessa forma, levando os juros de mercado a permanecerem baixos, a economia voltará a crescer em algum momento na virada de 2022 para 2023.

Para a coluna, será necessária uma política monetária mais contracionista para que o serviço de controlar a inflação seja feito. Ao longo do segundo semestre de 2022 ou no início de 2023, esse fato ficará claro. A recessão americana ficará para o segundo semestre de 2023 ou para a virada de 2023 para 2024. Esta é a aposta da coluna.

	2019 T4	2020 T2	2021 T2	2022 T2
Produto interno bruto	100	90	101	102
Consumo das famílias	100	89	103	105
Bens	100	97	118	114
Bens duráveis	100	96	129	122
Bens não duráveis	100	98	112	110
Serviços	100	85	97	101
Formação bruta de capital do setor privado	100	83	101	110
Formação bruta de capital fixo	100	91	104	106
Não residencial	100	89	101	105
Estruturas	100	85	80	75
Equipamento	100	84	106	109
Propriedade intelectual	100	98	109	120
Residencial	100	96	116	110
Exportações líquidas	100	91	147	174
Exportações	100	76	90	96
Bens	100	76	97	102
Serviços	100	76	79	86
Importações	100	80	104	116
Bens	100	83	110	120
Serviços	100	68	83	100
Consumo e investimento do setor público	100	102	102	100