

O mistério dos juros nos EUA

Fed deve estar desconfortável com taxas muito acima da neutra

Por Bradford DeLong

Valor, 15/03/2024

Nos Estados Unidos, a taxa de juro real segura de longo prazo - o retorno ajustado à inflação sobre investimentos de baixo risco como os Treasuries - é, além das “condições financeiras”, o mecanismo fundamental que influencia tanto o fortalecimento quando o equilíbrio das exportações líquidas (graças ao seu efeito sobre a taxa de câmbio).

Do início de março até a metade de maio de 2022, esse indicador aumentou mais de um ponto percentual, à medida que o mercado de bônus percebeu que o Federal Reserve (Fed), o banco central americano, iria em breve reduzir os seus esforços para promover uma recuperação rápida do emprego depois da pandemia. Então, entre o fim de agosto e o começo de outubro de 2022, ele aumentou novamente, dessa vez em 1,5 ponto percentual anualizado, à medida que os negociadores de bônus especulavam que o Fed poderia ter que apertar a política monetária para evitar a inflação persistente em uma economia que havia retornado ao pleno emprego.

Foram esses dois picos que criaram a atual configuração das taxas de juros. Hoje elas estão bem mais altas - cerca de dois pontos percentuais - do que qualquer um teria estimado cinco anos atrás (antes da pandemia) qual seria a taxa “neutra”.

A taxa neutra, segundo explica John Maynard Keynes em “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, é o nível necessário para “produzir um ajuste entre a propensão ao consumo e o incentivo ao investimento”. Uma taxa de juro que todos consideram acima do nível neutro reflete, desse modo, a confiança dos mercados de que uma recessão - ou pelo menos uma desaceleração substancial - é apenas uma questão de tempo. Quando esse momento chegar, tudo vai depender da capacidade do Fed de reconhecer a fraqueza que se aproxima a tempo de reduzir os juros e conseguir um “pouso suave”. A atual configuração das taxas de juros já se mantém há sete meses.

A situação não tem sido totalmente estática, é claro. Houve outro aumento de um ponto entre junho e outubro de 2023. Mas essa onda logo retrocedeu à medida que as especulações mudaram para questionamentos sobre quando e com que rapidez o Fed começaria a reduzir as taxas de juros. Assim, a taxa dos Treasuries de 30 anos retornou ao ponto em que estava em outubro de 2022.

O pouso, de fato, tem sido suave, mas o piloto não se atreveu a passar da ré para o ponto morto. Aparentemente, o Fed teme que as folhas de pagamento não agrícolas continuem aumentando. Em uma base sazonalmente ajustada, fevereiro registrou 275 mil empregos, o que é apenas ligeiramente superior à média de 250 mil dos últimos seis meses. Suspeito que o Fed está bastante desconfortável com as taxas de juros substancialmente acima do que ele acredita ser a taxa neutra, especialmente agora que a inflação está muito perto de sua meta de 2%. Mas ele não se atreverá a inverter a marcha enquanto não estiver vendo sinais de um crescimento mais lento do número de empregos.

Três explicações poderiam esclarecer a situação atual. A conclusão de que as taxas de juros estão excedendo a taxa neutra pode estar baseada em uma análise errada. Ou poderia haver um erro na maneira como medimos o estado da economia. Ou, o Fed pode ter cometido o erro de Wile E. Coyote (personagem clássico dos desenhos animados).

O quase consenso desde o começo da pandemia é de que há fatores fundamentais poderosos que mantêm a taxa de juro neutra muito baixa. Desse modo, a taxa neutra ainda deverá ficar bem baixa, implicando que a política dos juros altos é inapropriada

Tomando essas explicações na ordem inversa, se a fraqueza econômica de fato estiver chegando, o Fed em breve desejará ter começado a cortar os juros em janeiro de 2024. Lembre-se, as decisões do setor privado de reduzir a atividade na construção e de redirecionar compras para fornecedores estrangeiros foram pausadas em 2022 e adiadas até 2023, à medida que as pessoas esperavam para ver como o Fed iria apertar sua política monetária. Se as empresas então acompanharam essas decisões adiadas entre maio e outubro de 2023 - enquanto o rendimento do título do Tesouro de dez anos de prazo subiu temporariamente de 3,53% para 4,93% -, o impacto sobre os padrões de emprego deverá começar afetar a economia já.

Na perseguição ao Papa-Léguas, Wile E. Coyote sempre ultrapassa a beira de um penhasco, mas só começa a cair depois que olha para baixo e percebe que está correndo no ar. Eu estava bastante confiante de que esta era a posição do Fed há seis meses. Mas conforme o tempo passa sem que nada aconteça, estou ficando mais dividido.

E se as medidas estiverem erradas? O consenso há muito tem sido o de que a pesquisa sobre a folha de pagamento dos EUA é superior à pesquisa sobre os agregados familiares. Mas nos últimos dois anos, surgiu uma lacuna entre essas duas pesquisas. Enquanto a pesquisa sobre a folha de pagamento registra 2,7 milhões de empregos mais do que há um ano, a pesquisa sobre os agregados familiares registra apenas 700 mil mais trabalhando nesses empregos do que há um ano atrás.

Se o mercado de trabalho estiver tão fraco quanto sugere a pesquisa junto às famílias, essa fraqueza já deveria ter se manifestado nos gastos do consumidor. Mas não se manifestou.

Isso deixa a possibilidade de uma análise falha. O quase consenso desde o começo da pandemia tem sido de que há fatores fundamentais poderosos que estão mantendo a taxa de juro neutra muito baixa, e que não houve grandes alterações nesses fundamentos. Desse modo, a taxa neutra ainda deverá ficar muito baixa, implicando que a política dos juros altos é inapropriada para uma economia em pleno emprego e com a inflação próxima da meta.

Mas, se há uma lição que aprendi em mais de 40 anos tentando entender o ciclo econômico, é que não há uma regularidade empírica na macroeconomia que não possa desmoronar sob os nossos pés num período de tempo notavelmente curto. **(Tradução de Mário Zamarian)**

J. Bradford DeLong, ex-vice-secretário assistente do Tesouro dos EUA, é professor de Economia na Universidade da Califórnia em Berkeley, pesquisador associado do National Bureau of Economic Research e autor de “Slouching Towards Utopia: An Economic History of the Twentieth Century” Copyright: Project Syndicate, 2024. www.project-syndicate.org