

## Quais os sinais do PIB americano no Primeiro Trimestre?

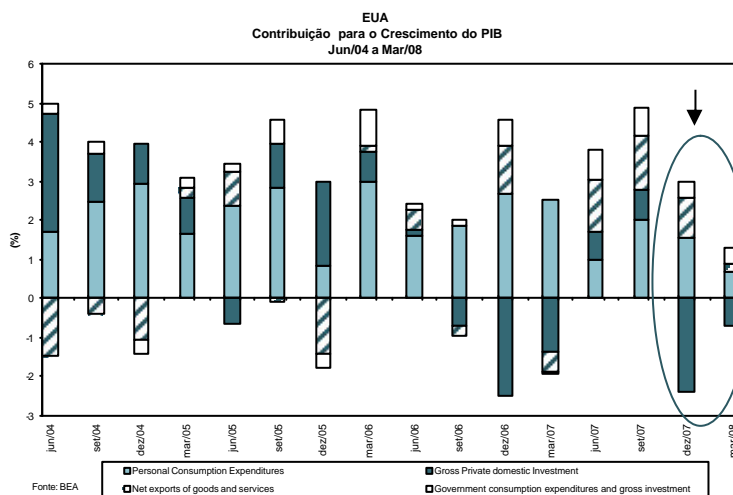
O comportamento da economia americana neste primeiro semestre de 2008 é um dos indicadores mais importantes para determinar o que se deve esperar dos efeitos da reversão cíclica dos EUA para a economia mundial. Dado o porte da economia americana, em grande medida, o ciclo americano tem sido historicamente determinante para as oscilações do comércio mundial e para os preços das matérias primas. Nas últimas reversões cíclicas, em 1991 e 2001, os danos causados em última análise à economia mundial foram diretamente proporcionais à gravidade da retração americana, tanto no que diz respeito à profundidade das perdas advindas do comércio, quanto à duração dos efeitos sobre mercados de ativos e sobre a capacidade de financiamento das economias deficitárias.

Temos assim as seguintes perguntas:

- (1) O que se pode dizer dos dados divulgados para o primeiro trimestre?
- (2) O que se pode inferir sobre os próximos trimestres?
- (3) Já se pode ter uma visão mais clara dos efeitos da recessão americana sobre o comércio e sobre os preços internacionais?
- (4) Já se pode esperar que o Fed preste mais atenção na necessidade de conter a inflação do que na necessidade de dar mais estímulos monetários para impedir o colapso do sistema de crédito?

(1) À primeira vista, os dados não assustaram, porque as expectativas não foram superadas nos principais agregados. Tanto o PIB, de +0,6% quanto o consumo agregado, de +1%, não foram assustadores para a maioria dos analistas, que já esperava a desaceleração, especialmente depois da reunião conjunta de primavera do FMI/BIRD, onde as projeções globais já se haviam tornado mais pessimistas para 2008. No entanto, apesar do crescimento anualizado ter sido equivalente ao do quarto trimestre de 2007, sua composição foi notavelmente diferente (**Figura 1**):

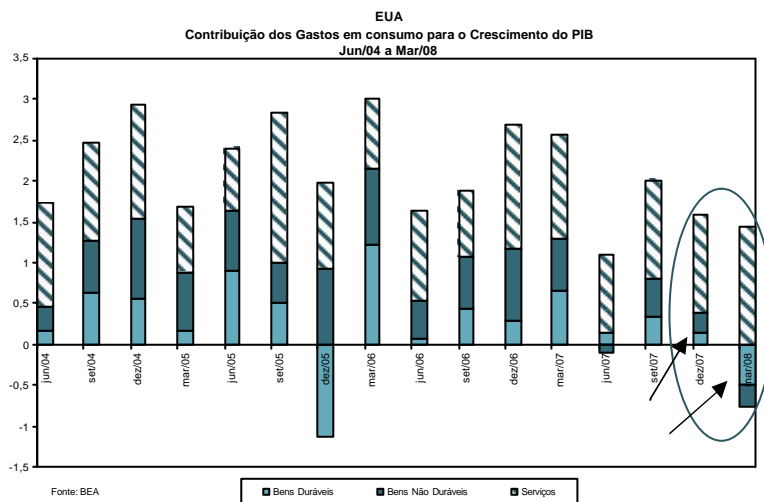
Figura 1



As principais diferenças deveram-se aos seguintes fatores:

- O investimento em estoques contribuiu cerca de 0,8 pontos percentuais para o crescimento do primeiro trimestre, após ter subtraído 1,8 pontos percentuais do resultado do quarto trimestre de 2007.
- O consumo desacelerou significativamente, crescendo apenas 1% no primeiro trimestre do ano, em comparação a 2,3% no último trimestre de 2007. Desta forma, estas despesas contribuíram cerca de 0,7 pontos percentuais para o crescimento, comparado a 1,6 pontos percentuais no quarto trimestre do ano passado.
- Como mostra a **Figura 2**, a composição do consumo também foi significativamente diferente no primeiro trimestre deste ano, em comparação com o último trimestre do ano passado: enquanto os gastos com bens duráveis e não-duráveis ainda contribuíram cerca de 0,4 pontos percentuais para o crescimento do consumo no ano passado, no primeiro trimestre a contribuição foi negativa em cerca de 0,8 pontos percentuais. A contribuição positiva do consumo para o crescimento do PIB do primeiro trimestre veio, portanto, inteiramente dos gastos com serviços.
- A contribuição das exportações líquidas também foi bem menor que no quarto trimestre, 0,22 pontos percentuais contra 1,02 no ano passado, devido à uma desaceleração das exportações (de 6,5% no quarto trimestre para 5,5% no primeiro) e um importante aumento das importações (de uma contração de 1,4% no quarto trimestre para uma expansão de 2,5% no primeiro).

**Figura 2**



**(2)** O que se pode inferir sobre os próximos trimestres? As perspectivas não são confortadoras. A demanda agregada (isto é, as vendas finais medidas como o PIB menos a variação de estoques) contraiu no primeiro trimestre em 0,2%, contra uma expansão de 2,4% no quarto trimestre de 2007. Isto implica que, se o consumo continuar a desacelerar como se espera, os próximos trimestres deverão apresentar uma forte contração do nível de atividade, dada a necessidade de reduzir os níveis de produção e emprego para compensar o aumento de estoques deste trimestre. Segundo, o efeito dos maiores preços de energia e alimentos, que inflaram o comportamento dos gastos em serviços do PIB sob a ótica da despesa, transformam-se em fatores inibidores das compras dos consumidores para os próximos trimestres. Terceiro, o investimento (excluindo variação de estoques), que já vinha caindo desde o segundo trimestre de 2006, apresentou no primeiro trimestre

deste ano sua maior contribuição negativa para o crescimento do PIB, cerca de 1,5 pontos percentuais. O mais alarmante, porém, é que em contraste com trimestres anteriores, neste último todos os componentes do investimento (investimento em estruturas e equipamentos e investimento residencial) sofreram uma significativa contração. Até então, a redução do investimento devia-se apenas à contração do setor imobiliário. Quarto, os sinais que vêm da oferta de crédito são preocupantes, apesar dos esforços do Fed.

**(3)** Já se pode ter uma visão mais clara dos efeitos da recessão americana sobre o comércio e sobre os preços internacionais? Ainda é cedo para inferir-se algo sobre as repercussões internacionais, especialmente porque as importações americanas ainda estão muito contaminadas pelos efeitos de preços.

**(4)** Já se pode esperar que o Fed preste mais atenção na necessidade de conter a inflação do que na necessidade de dar mais estímulos monetários para impedir o colapso do sistema de crédito? Estagflação não é um estado que se possa projetar como durável para uma economia com o dinamismo e a flexibilidade da economia americana. É natural, assim que o Fed conte com alguma ajuda do desaquecimento resultante da queda dos preços dos ativos imobiliários e das vendas dos consumidores para facilitar a mudança estrutural que os novos preços relativos provocam sobre o orçamento das famílias com menor inflação. Na medida em que isso aconteça, é provável que se enxergue o fim da redução dos juros, mas não necessariamente dos efeitos expansionistas das medidas já tomadas. A declaração do Fed após a decisão de política monetária de hoje sustenta estas impressões, ao sugerir, através de significativas mudanças no último parágrafo, que já teria feito o suficiente para conter os riscos de uma contração maior, sentindo-se, assim, confortável para parar de reduzir os juros.