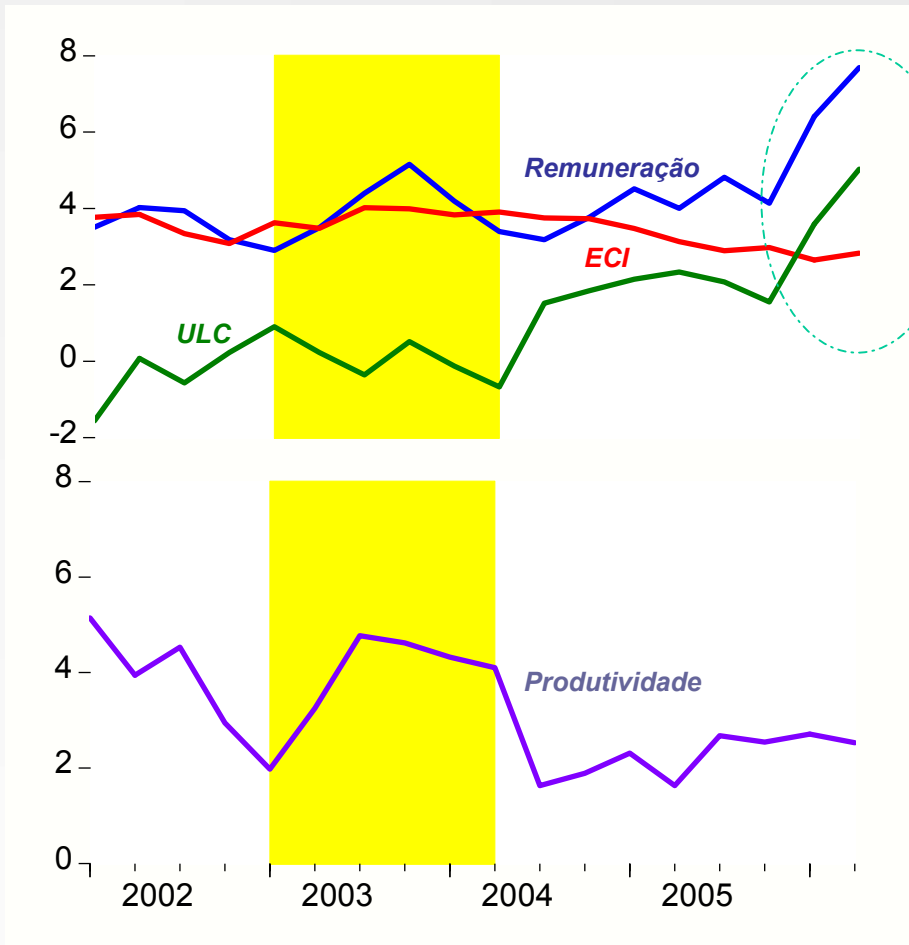


Uma Recessão nos EUA é Provável?

A. Há risco de pressão inflacionária, exigindo a continuidade de aumentos nos juros?

A1: No Mercado de Trabalho?

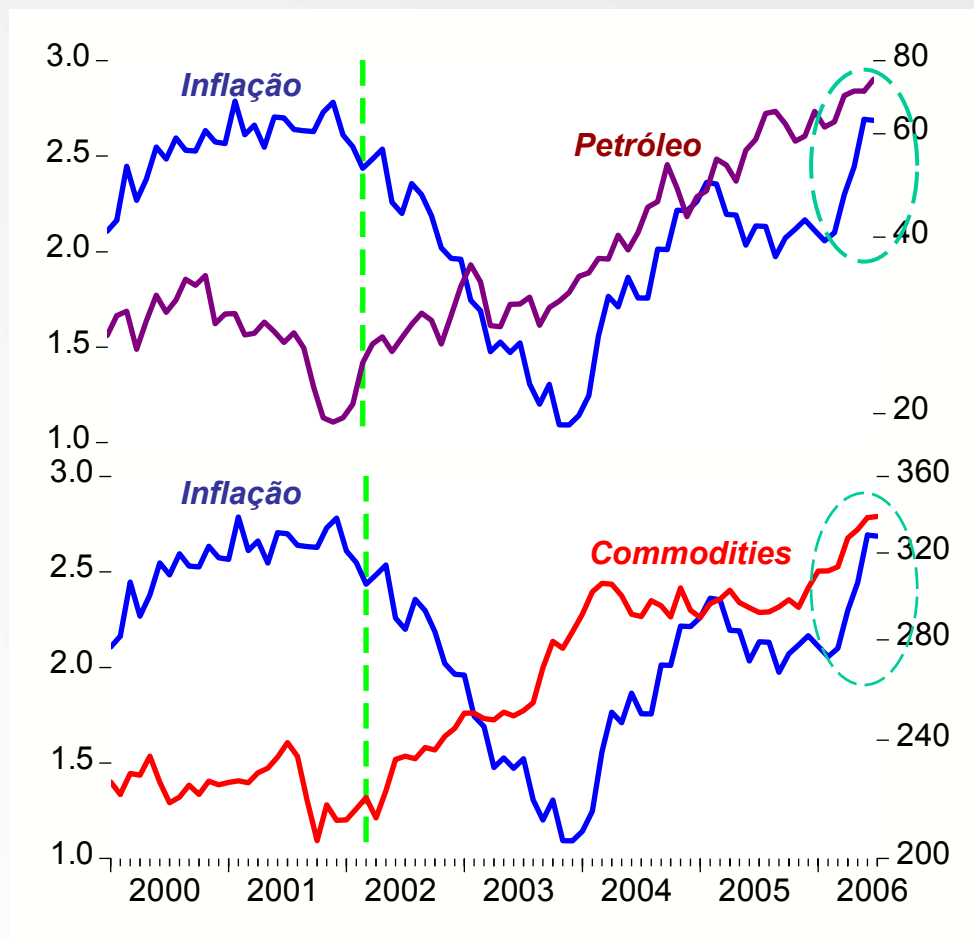
ECI, Remuneração, ULC & Produtividade - % ao ano



- O ULC é a Remuneração ajustada pela produtividade.
- O ECI é o índice de Custo do Trabalho;
- Porque a divergência tão marcante entre a Remuneração e o ECI no período mais recente?
- Uma explicação pode estar nos ganhos de capital obtidos com o exercício das opções de ações, que são contabilizadas como remuneração mas não são consideradas no ECI.
- Como isso não é recorrente, não partilhamos com a visão de pressões inflacionárias oriundas do mercado de trabalho.

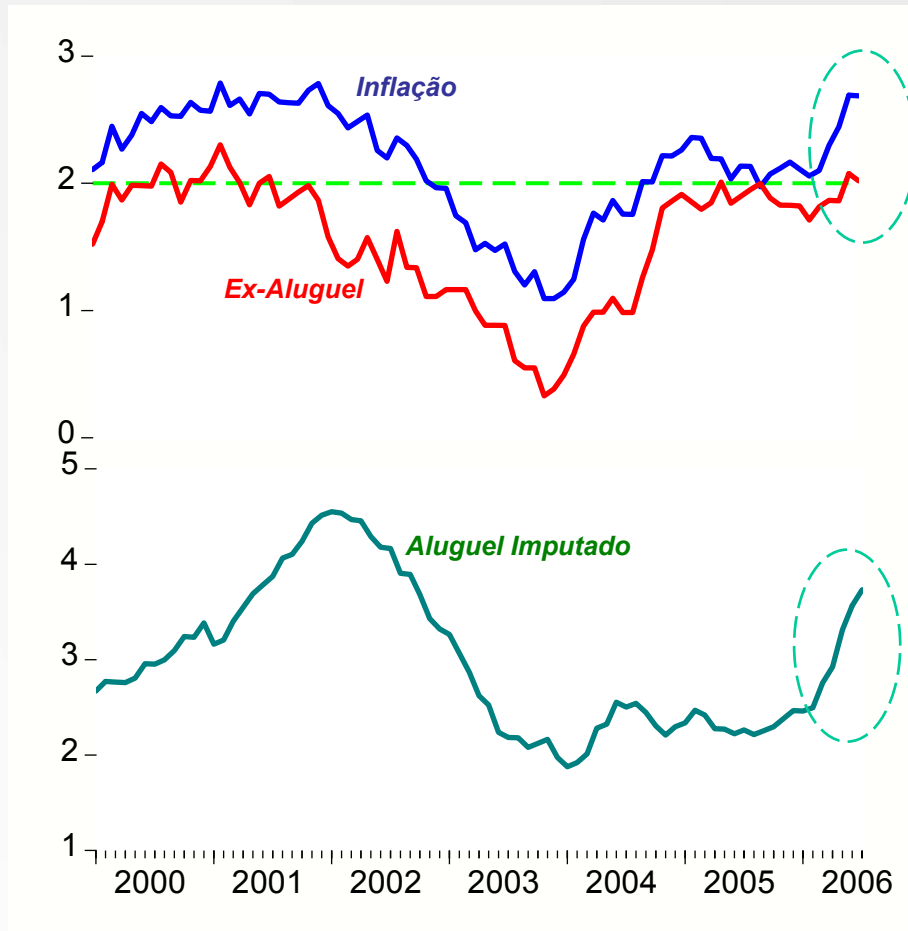
A2: De Energia e Commodities? (ou outros fatores)

Preço Petróleo, Commodities e Inflação (CPI-Núcleo)



- A inflação-núcleo não parece guardar uma relação clara com o preço do petróleo ou das commodities.
- Períodos como o assinalado em que commodities e petróleo sobem, a inflação cai!
- A última “puxada” da inflação assinalada na figura se deve a que?

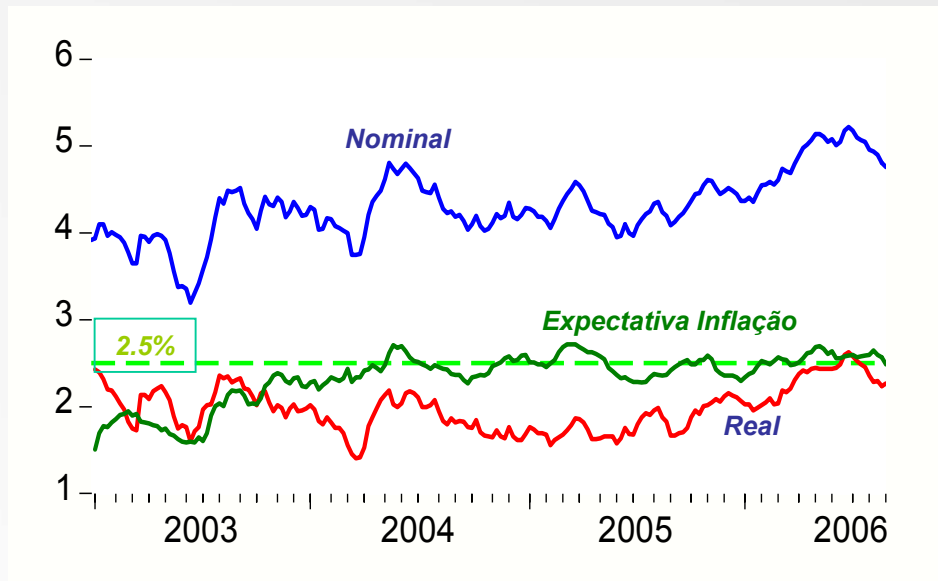
Inflação Núcleo, Ex-Aluguel e Aluguel Imputado - % a.a.



- Quem pensou em commodities pode ter observado uma coincidência no período recente.
- O “vilão” parece ser o item “aluguel”, que desde o início do ano subiu bastante. Excluindo este item, a inflação se mostra contida.
- O item “aluguel” imputado (aos proprietários) pesa 23% no índice. A alta reflete uma mudança de preços relativos.
- Afinal, uma das preocupações não é com a elevação dos preços dos imóveis residenciais? (que torna alugar mais interessante)

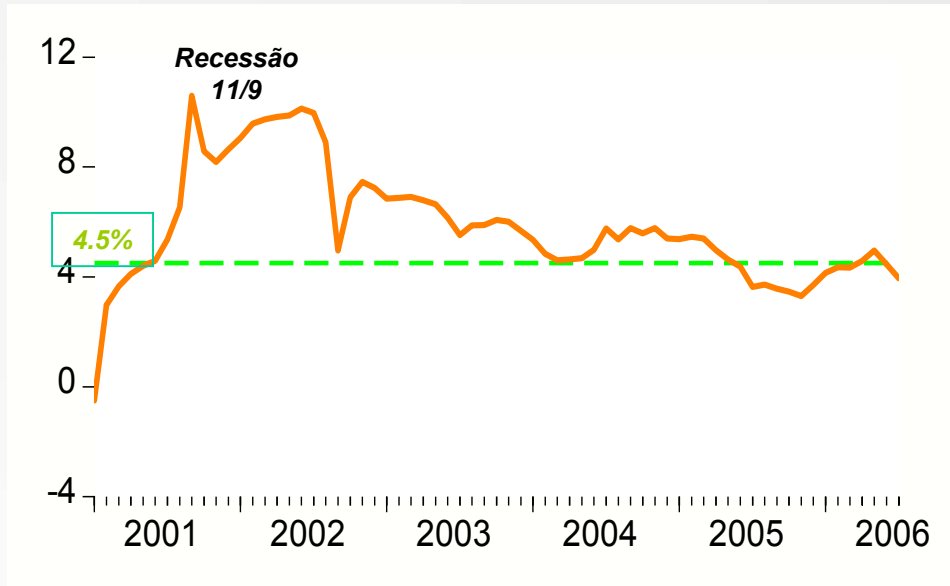
A4: Das Expectativas Inflacionárias?

Yield 10 anos Nominal, Real e Expectativa Inflação - % a.a.



- As expectativas de inflação para os próximos 10 anos podem ser calculadas subtraindo-se o yield dos títulos indexados (TIPS) de 10 anos do yield nominal dos títulos de 10 anos.
- Fica claro que nos últimos 3 anos, após o “medo da deflação” que assolou os EUA em 2003, não houve uma retomada nas expectativas do mercado para a inflação, apesar do aumento das commodities e petróleo.
- Assim, reconhecer e distinguir mudanças de preços relativos (incluindo alugueis) é fundamental no desenho da política monetária.

A5: De um Descontrole Monetário?

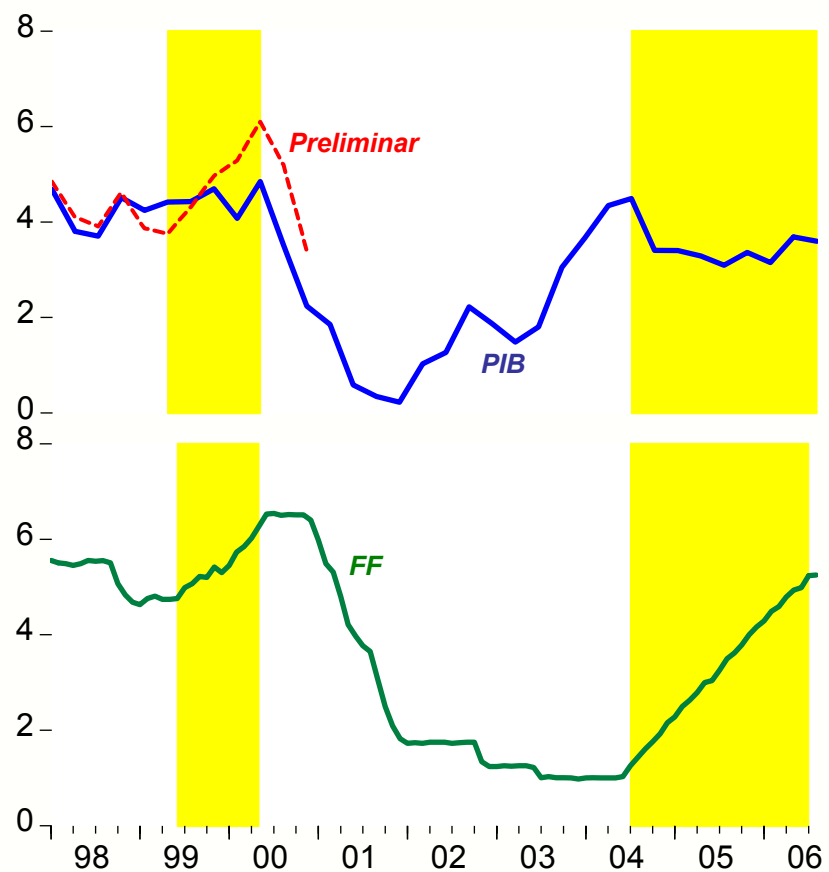


- Assim como sem combustível o fogo não se sustenta, sem expansão monetária (ou a expectativa de descontrole monetário) não pode haver inflação.
- Apesar de toda a comoção criada nas reuniões do FOMC que determina a taxa de juros básica, o instrumento primário de política monetária é controle do Fed sobre a base monetária.
- Com a economia no meio de uma recessão, o Fed não só evitou uma catástrofe financeira na seqüência dos ataques de 11/9 de 2001 (como já o fizera por ocasião da crise Russa em 1998), como manteve o controle sobre a moeda para neutralizar qualquer chance de a inflação se consolidar, ao mesmo tempo em que o dólar se depreciava e o crescimento mundial retomava.

B. Será que os Juros Foram Elevados Demais?

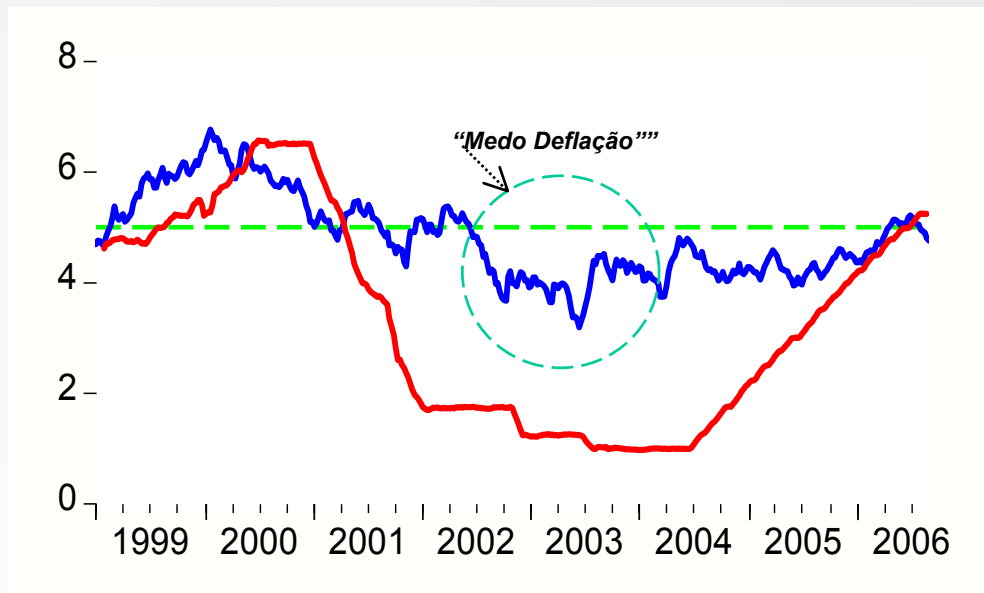
B1. Erros já Foram Cometidos no Passado

PIB, PIB Preliminar e Taxa FF - % a.a.



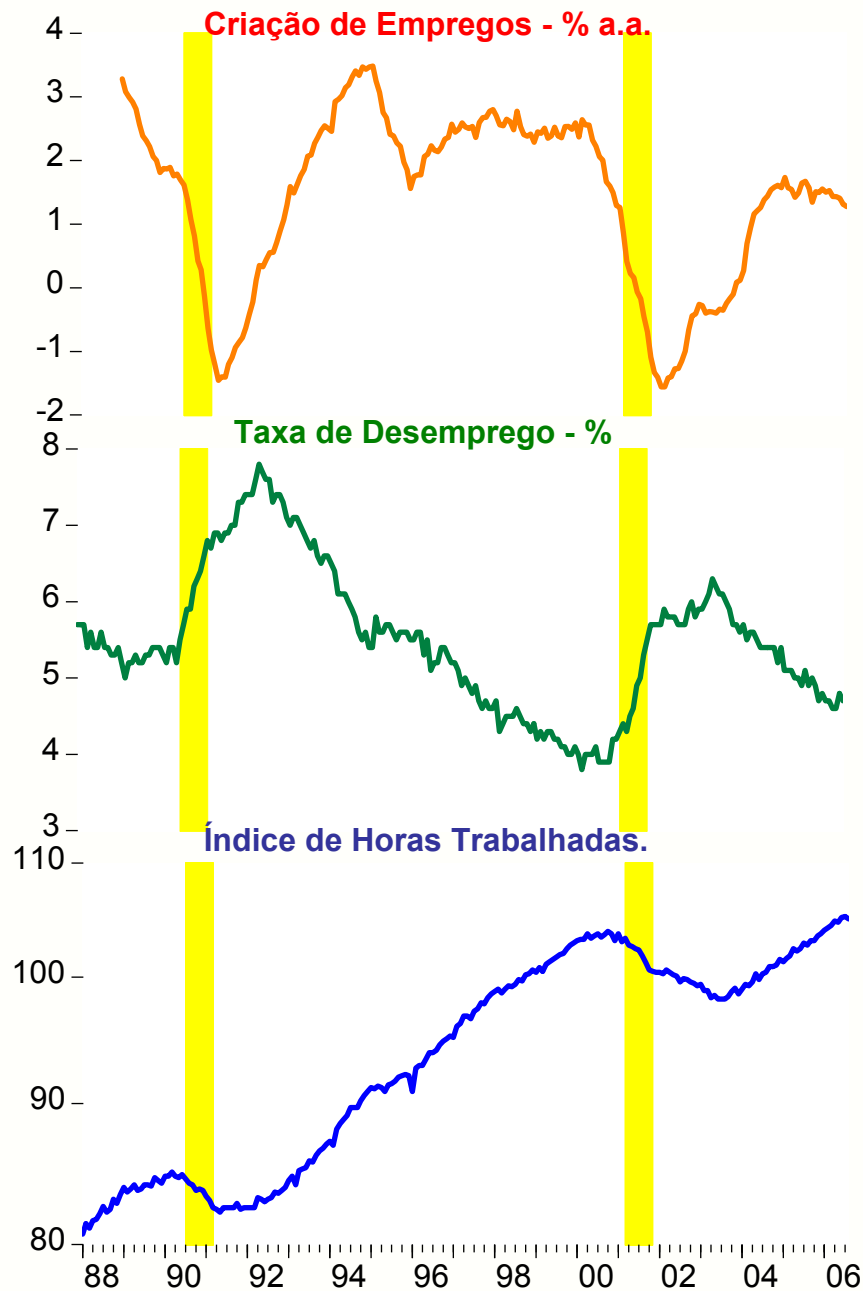
- Em 1999, a subida da taxa de juros básica (FF), foi induzida pela informação (preliminar) de que o crescimento do PIB estava numa rota insustentável.
- Dados posteriores mostraram que essa informação não era verdadeira.
- Quando se soube, os juros entraram em queda livre. Tarde demais, o estrago estava feito.
- No ciclo atual, os juros foram elevados após a economia ter se recuperado.
- Se a taxa de juros “justa” é de 4.75%, 5% ou 5.25% ninguém sabe, mas não parece ter havido erro “grosseiro”.

Taxa de Juros 10 anos e Taxa FF - % a.a.

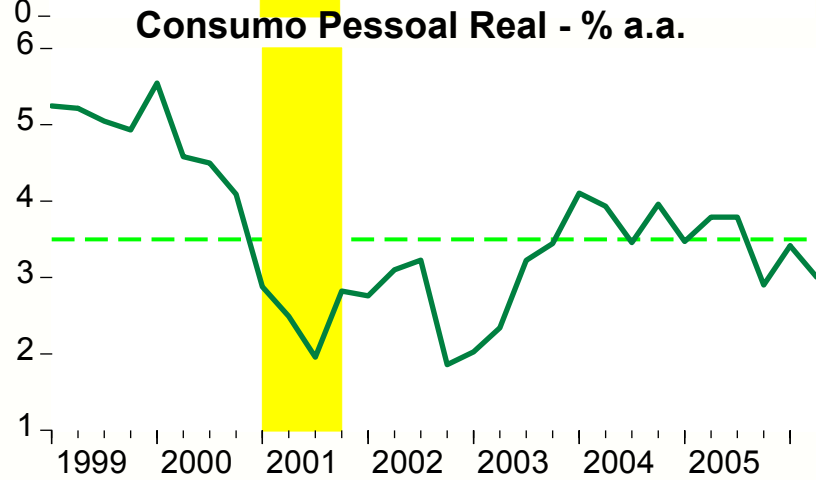
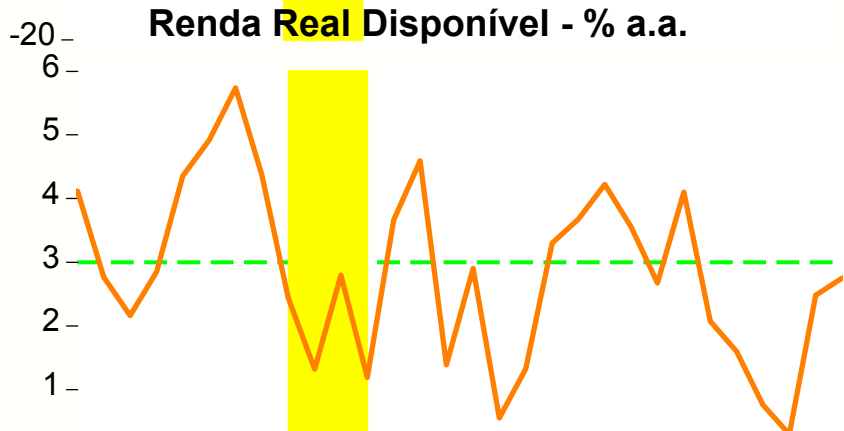


- A “curiosidade” é que quando o Fed derrubou os juros (FF), a taxa longa não caiu – a não ser durante o período em que vigorou o “medo da deflação”, em que se apelou para o fantasma da “armadilha da liquidez” quando se imaginou até que o Fed poderia comprar títulos privados!
- Isto mostra que a política monetária (e o Fed) tem credibilidade, ou seja, que as ações tomadas para fazer face à recessão não colocaram em dúvida o comprometimento com a estabilidade de preços.
- Agora, o “spread” entre os juros longos e curtos “zerou”, refletindo não a expectativa de uma recessão mas o fato de que as expectativas de inflação de curto e longo prazo são muito semelhantes.

B2. Informações do Mercado de Trabalho, Investimento, Renda e Consumo



- Como o trabalho é um fator “estocável”, ele é um “lagging indicator” da situação da economia.
- Assim, mesmo que a taxa de desemprego ainda não tenha subido, pode ser que o número de horas trabalhadas se reduza.
- Isto ainda não é observável nos dados.



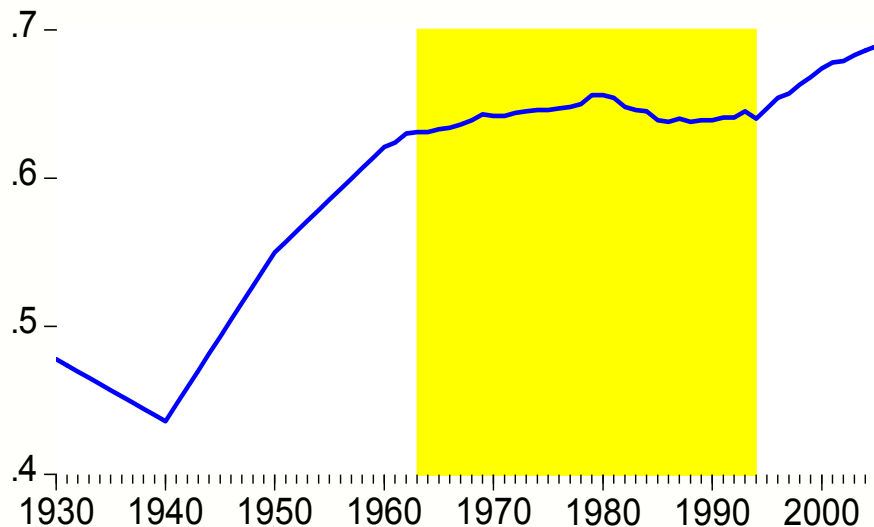
PIB Real - % a.a.



... Ou seja, uma desaceleração moderada é possível, mas uma recessão é pouco provável.

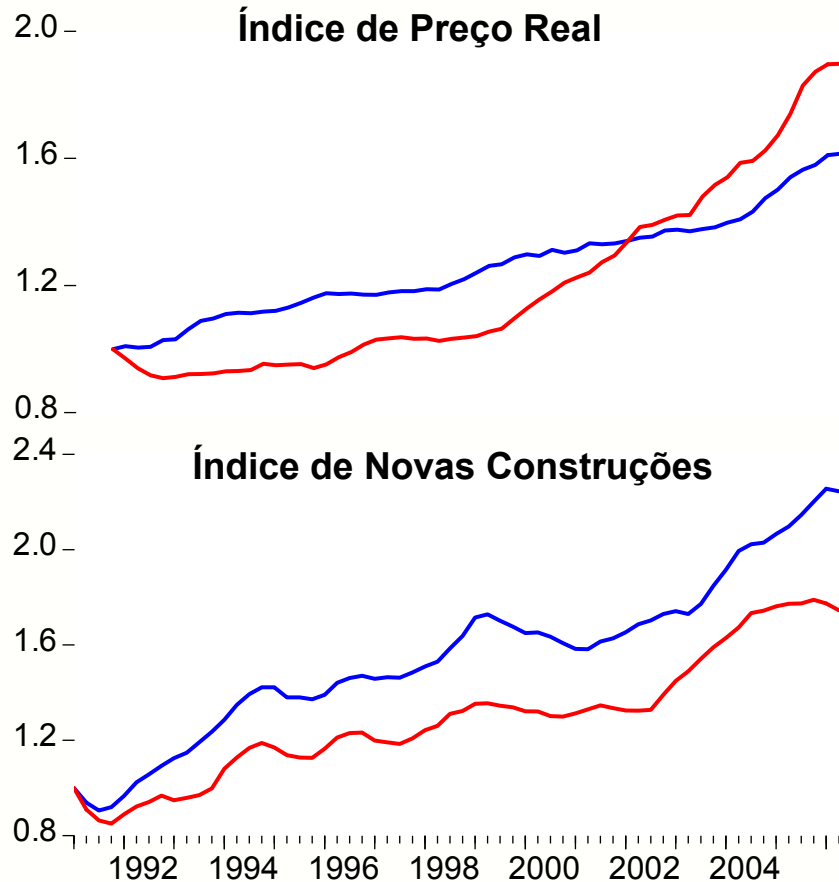
C. A “Bolha Imobiliária” vai Estourar e Jogar a Economia no “Buraco”?

Evolução do Percentual de Proprietários



- Após a grande depressão houve um forte crescimento do percentual de proprietários que se estendeu até o início dos anos 1960.
- Depois de 30 anos de relativa estabilidade no percentual de proprietários, nos últimos 10 anos este volta a crescer.
- O crescimento inicial está associado a uma série de programas de incentivos.
- O crescimento mais recente está ligado também às inovações financeiras – especialmente à possibilidade de entrada mais baixa.

Região Sul e Oeste dos EUA



- Os incentivos e inovações financeiras “excitam” a demanda.
- As restrições à novas construções limitam a oferta.
- Os preços na Região Sul cresceram menos porque as restrições a novas construções foram menores do que na Região Oeste.
- As duas regiões tiveram crescimento populacional e de renda praticamente idênticas.
- Desse modo, a idéia de uma “bolha” **PRESTES A ESTOURAR**, não parece consistente com os fundamentos do mercado.