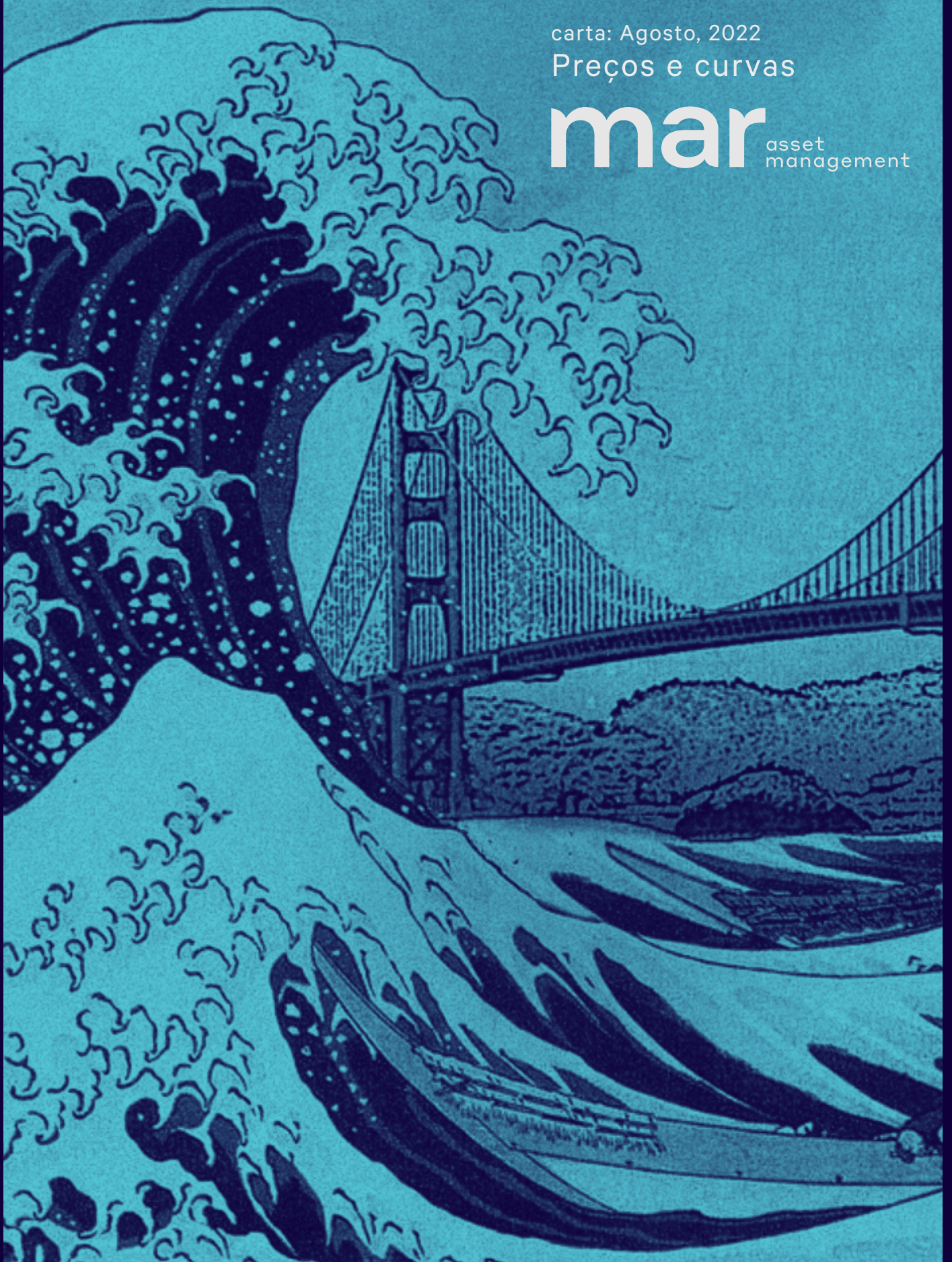


carta: Agosto, 2022
Preços e curvas

mar asset
management



Reprecificação da taxa de juros

Muita coisa aconteceu desde a divulgação de nossa última carta “[Ondas e preços](#)”, em que detalhamos nossa visão sobre o problema inflacionário dos EUA. Desde então, a inflação seguiu surpreendendo para cima, o Fed reagiu de maneira agressiva aumentando o ritmo de aumento da taxa Fed Funds para 75bps por reunião, a curva de juros precificou um ciclo mais apertado inicialmente, desprecificou e agora caminha de volta para um ciclo com taxa terminal ao redor de 4,0%.

O tema inflação dos EUA e reação do Fed é o mais discutido entre os especialistas, com ótimos argumentos em diferentes lados e, por isso, entendemos ser importante atualizar, para nossos investidores, a visão da Mar Asset sobre o tema e como o portfólio está posicionado.

Em nosso ver, estamos em um momento crucial para os mercados, em que a taxa de desconto de todos os fluxos financeiros globais (i.e., taxa de juros longa dos EUA) possa estar em transição para um nível significativamente acima do visto nas últimas décadas.

O desenvolvimento de curto prazo do consumo das famílias americanas e da própria reação do Fed servirão como o primeiro conjunto de informação disponível que nos ajudará a responder se os juros estruturais foram alterados, além de possivelmente trazer alguma indicação sobre sua magnitude, e assim formaremos nosso entendimento sobre o ambiente de risco de mercado global para os próximos anos.

Por isso temos dedicado bastante tempo em pesquisa e reflexão sobre esse tema.

Por mais contraintuitivo que possa parecer, acreditamos que quanto mais rápido tivermos uma recessão nos EUA, melhor estruturalmente para os ativos de risco. A manutenção de forte atividade econômica forçaria importante reprecificação da curva de juros americana, o que seria bastante negativo para ativos de risco com *duration* longo.

Continuamos acreditando que o ciclo de aperto será maior do que o precificado hoje pelo mercado. Essa visão é representada em nosso portfólio pela posição tomada no mercado futuro de taxa de juros dos EUA. A exposição está concentrada em contratos futuros do primeiro semestre de 2023, período que acreditamos ser o pico do atual ciclo de aumento da Fed Funds.

A tese se baseia na percepção de que a economia americana não desacelerará como atualmente o consenso espera e forçará a reprecificação da curva de juros.

É importante recordarmos que a economia americana cresceu 5,5% em 2021, e que alguma desaceleração está contratada. Afinal, não há como manter o crescimento nesse ritmo indefinidamente. A nossa dúvida, e onde discordamos do mercado, é sobre a magnitude da desaceleração no curto prazo, e não se ela ocorrerá.

Um cenário de manutenção do crescimento em nível ainda alto levaria o mercado a discutir uma taxa final do ciclo ao redor de 5% e a questionar os modelos de transmissão da política monetária, já que o aperto das condições financeiras implementado até então não teria sido traduzido em desaceleração econômica relevante.

O debate sobre o aumento da taxa de juros neutra pós-pandemia ganharia força. Argumentos como a desglobalização e alterações das Curvas de Phillips e de Beveridge tornar-se-iam ainda mais presentes entre os analistas do mercado para dar suporte a visão de que a taxa estrutural de juros dos EUA pode ter aumentado em um mundo pós-pandemia ([VER NO APÊNDICE](#)).

Esse é o cenário que mais tememos. A incerteza sobre a taxa neutra desancoraria a taxa de longo prazo, gerando dúvidas sobre qual seria a “nova” taxa de desconto básica utilizada na precificação dos ativos

financeiros globais. Tal desancoragem poderia gerar intensa desorganização de preços nos mercados financeiros.

Por outro lado, mesmo que o mercado esteja correto e os EUA já estejam em, ou muito próximo a, uma recessão, a inflação corrente ao redor de 9% forçaria o Fed a entregar algo não muito diferente do que já sinalizou nos “dots” em sua penúltima reunião e ratificou na última. Isso é basicamente a precificação atual de mercado.

Neste caso, a nossa perda potencial parece limitada dado o atual nível da taxa Fed Funds. Em particular, as perdas potenciais diminuirão a cada alta implementada pelo FOMC nos próximos meses, na medida em que a taxa Fed Funds corrente se aproxima das negociadas nos contratos futuros.

Caso a precificação atual seja suficiente para que a inflação convirja para a meta, ficaria a lição de que a maior inflação americana dos últimos quarenta anos teria sido resolvida com um nível modesto de taxa de juros nominais. Esse cenário seria compatível com o período pré-pandemia, de baixo nível estrutural das taxas de juros e muito positivo para os ativos de risco. Em especial, para os ativos de duração longa, como ações e títulos pré-fixados.

Canais de transmissão da política monetária

A taxa de juros neutra é aquela que, no longo prazo, equilibra as condições de oferta e demanda agregadas da economia. Como a economia funciona em ondas e nunca está efetivamente em equilíbrio, a taxa de juros efetiva deve flutuar em torno dessa taxa neutra. Em períodos em que a demanda está acima da oferta, a prescrição é uma taxa de juros corrente maior que a taxa neutra. Em períodos com demanda abaixo, a taxa de juros corrente deve ser menor que a neutra.

Como a economia oscila em torno do equilíbrio, a taxa média esperada no longo prazo é muito próxima da neutra. Por consequência, os mercados acabam precificando as taxas de juros de longo prazo

muito próximas ao que entendem ser a neutra. A discrepância é o prêmio de risco.¹

A taxa neutra não é observável. Ela é um conceito teórico muito difícil de ser estimado na prática, o que torna a incerteza sobre o seu real nível muito alta.

Momentos de mudanças de paradigmas, como o que vivemos atualmente, suscitam dúvidas sobre as premissas que tínhamos sobre a taxa neutra da economia dos EUA. O choque da Covid-19, mudança de preferência dos consumidores e trabalhadores (e.g., consumo online, trabalho remoto, aposentadoria precoce, redução da imigração, políticas ESG) e a própria manutenção da taxa de inflação em níveis não vistos desde a Era Volcker podem ter efeitos estruturais que tenham alterado a taxa de equilíbrio de longo prazo.

Não é o consenso do mercado. Mas até quando isso será verdade? Posto de outra forma, qual seria o gatilho para que o mercado passe a acreditar na probabilidade que a taxa de juros estrutural tenha aumentado de maneira significativa?

É importante lembrarmos como é o processo de transmissão de política monetária para a redução da inflação, e quão incerto é a sua efetividade em cada uma das etapas. Não se sabe ao certo (1) qual é a efetividade dos instrumentos do Fed em alterar as condições financeiras da economia, (2) como essas condições afetam a atividade via redução da demanda agregada (Curva IS), (3) como a redução da demanda afetará o hiato no mercado de trabalho (Lei de Okun) e (4) como o hiato afetará a inflação (Curva de Phillips).

1 Para uma discussão mais ampla sobre o tema, referir-se ao nosso estudo "[Que informação retirar da inclinação da curva de juros?](#)".



No ponto do ciclo que nos encontramos, o próximo passo na cadeia de transmissão da política monetária é a Curva IS. Uma condição necessária para a efetividade do aperto monetário já implementado seria o seu impacto negativo na atividade econômica. Esse nos parece ser o foco do mercado nos próximos meses. Uma desaceleração significativa seria um indicativo inicial de que a taxa terminal do atual ciclo de aumento da Fed Funds precificado pelo mercado já estaria acima da taxa neutra. Ou, pelo menos, o mercado teria essa interpretação, o que já serviria como âncora relevante para manter a taxa longa dos EUA em níveis baixos.

Brasil como paralelo para a conjuntura dos EUA

A desaceleração da economia dos EUA não é óbvia. Não é difícil encontrarmos paralelos recentes de quando uma manutenção de crescimento vigoroso da atividade ocorreu ao mesmo tempo que um aperto relevante das condições financeiras e que, eventualmente, levaram o mercado a discutir uma mudança estrutural da taxa de juros de equilíbrio.

O que foi visto no Brasil é um bom exemplo disso. O consenso do mercado era de que o País entraria em recessão em 2022 por conta do aperto da política monetária implementada desde meados de 2021. Esse consenso foi sendo sustentado por números de atividade mais fracos divulgados no restante do ano passado. No entanto, a atividade acabou por se mostrar muito mais resiliente do que o antecipado, principalmente por conta do consumo das famílias, e esses mesmos analistas acabaram por revisar bastante para cima as suas estimativas de crescimento do PIB nos últimos meses, atualmente ao redor de 2,5% em 2022.

A estimativa do BCB de taxa de juros real de equilíbrio foi revisada de 3,0% a.a.² para 4,0% a.a.³. Em entrevista recente, o ex-Diretor de Política Econômica do Copom, Fábio Kanczkuk, afirmou que sua estimativa para a taxa real neutra no Brasil é de 4,5% a.a.⁴

Acreditamos ser alta a probabilidade de que o mesmo esteja ocorrendo nos EUA. Como discutiremos com maior profundidade, acreditamos que a atividade dos EUA seguirá resiliente, o que levará a uma revisão do tamanho do ciclo de aumento da taxa Fed Funds, tal qual visto no Brasil.

Uma atividade mais resiliente e um ciclo mais longo de aumento da taxa de juros, combinados com a narrativa de aumento de risco geopolítico, desglobalização, transição energética global por demandas de ESG e fim do efeito deflacionário chinês, dariam força para revisões altistas da taxa neutra. Se estivermos em um cenário de taxa Fed Funds indo a 5%-6%, com debate de juros neutros subindo e em dúvida de seu novo nível, a taxa de juros longa ficaria muito volátil e teria uma menor serventia como referência da taxa de desconto utilizada na precificação dos outros ativos financeiros.

Nesse ambiente, a desorganização dos mercados seria relevante.

Por outro lado, uma contração relevante da demanda agregada indicaria que a taxa neutra não mudou. Nesse caso, a taxa longa encontraria estabilidade e se tornaria âncora para o resto dos ativos, estabilizando os mercados.

Nesse cenário, teríamos uma curva de juros com inclinação invertida, com taxas curtas mais altas do que taxas longas. Isso seria uma boa notícia para os mercados em comparação a um cenário alternativo com curva de juros plana, com taxas curtas altas e longas também.

Muito melhor para os ativos com *duration* longa ter taxa Fed Funds (FF) a 5% e taxa de dez anos (10y) a 2,5% do que FF a 5% e 10y a 5%.

2 E.g., Correio Braziliense de 8 de agosto de 2021 [\(link\)](#)

3 Relatório de Inflação de junho de 2022, página 53 [\(link\)](#)

4 Entrevista Exame Invest no dia 2 de agosto de 2022 [\(link\)](#)

Hoje, a curva longa mostra que o mercado acredita na manutenção da taxa neutra estruturalmente baixa. A Treasury de 10 anos está em 3,00% a.a., próxima aos níveis vistos entre 2015 e 2018. A manutenção da taxa longa nesse patamar nos nutre muita dúvida, especialmente por acreditarmos que o primeiro sinal de efetividade do aperto monetário já implementado, queda de demanda, não virá no curto prazo e alimentará discussão sobre a taxa neutra.

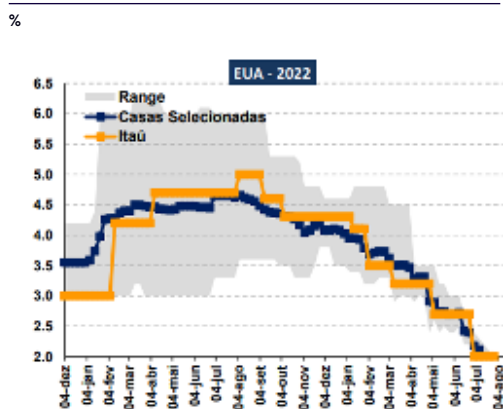
Se o ambiente é tão arriscado, por que o mercado aposta em ciclo de juros tão tímido?

O maior risco para a posição tomada em juros é uma recessão dos EUA no curto prazo. Nesse caso, o Fed poderia concluir que o seu trabalho já foi feito e não haveria necessidade de ajustes adicionais na taxa de juros. Pelo menos não na magnitude indicada pelos membros do Fed no “dot plots”.

O movimento de queda dos preços dos ativos entre meados de junho e final de julho ocorreu por conta de uma percepção de maior probabilidade de ocorrência desse cenário adverso. Na véspera da última reunião do FOMC, um grupo de indicadores coincidentes/antecedentes apresentou dinâmica compatível com forte desaceleração da atividade econômica. Essa percepção de atividade mais fraca, aliada à redução do preço do petróleo, levou a uma redução das expectativas de inflação e, por consequência, do tamanho do ciclo que o Fed deverá implementar.

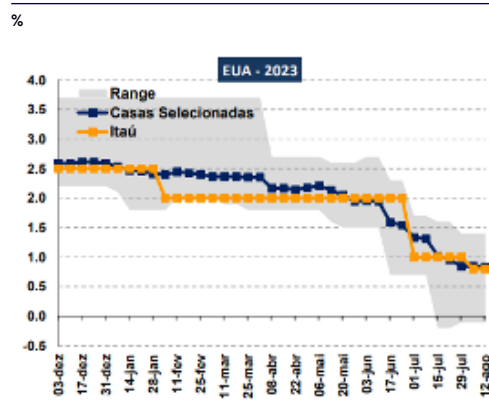
A queda da expectativa de atividade vem sendo confirmada pelas revisões das projeções de crescimento do PIB.

Gráfico 1: Evolução da expectativa de crescimento do PIB dos EUA em 2022



Fonte: Itaú, Mar Asset Management

Gráfico 2: Evolução da expectativa de crescimento do PIB dos EUA em 2023



Fonte: Itaú, Mar Asset Management

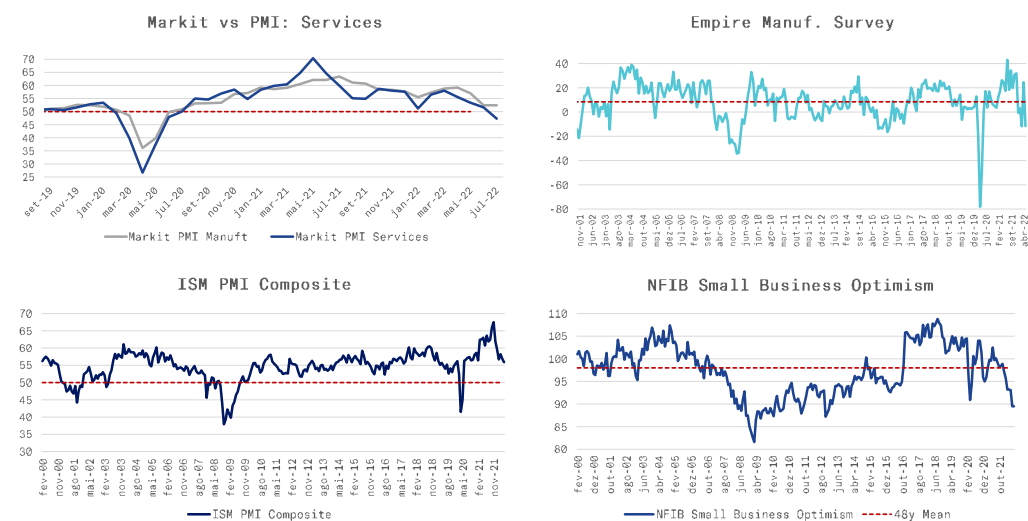
Essa redução da estimativa de PIB levou a uma reprecificação do tamanho do ciclo esperado pelo mercado. Em meados de junho, o mercado precificava 4,0% a.a. de taxa terminal. No final de julho, essa taxa diminuiu para 3,2% a.a.

Os indicadores antecedentes (*soft data*) apontam forte queda da atividade americana, como os interpretamos?

Os *soft data* são reconhecidos pelo mercado como indicadores líderes da dinâmica econômica. Esses indicadores são produzidos através de pesquisas qualitativas com grupos pré-definidos, de modo que através de questionários previamente organizados, as respostas recebam pontuações que produzam sinais de confiança ou desconfiança sobre o desenvolvimento da economia.

Os últimos meses mostraram deterioração generalizada dos indicadores soft. ISM, NFIB, Markit, Philly Fed, entre outros, mostraram uma queda relevante da confiança dos empresários e consumidores.

Gráfico 3: Indicadores de confiança dos EUA selecionados

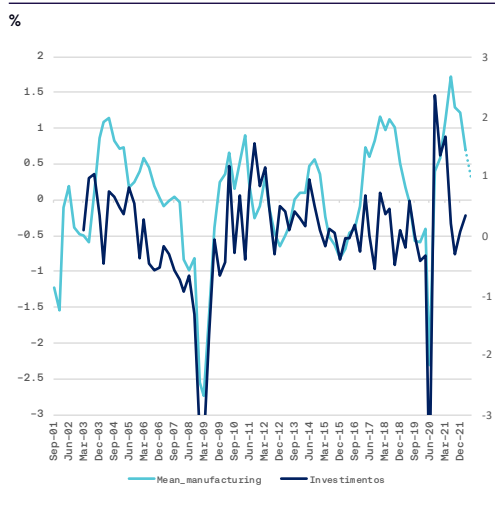


Fonte: ISM, Fed NY, Markit, NFIB, Mar Asset Management

Nossa primeira abordagem foi tentar responder a uma pergunta simples: será que, ao longo do tempo, os indicadores antecedentes realmente se comportaram como tal?

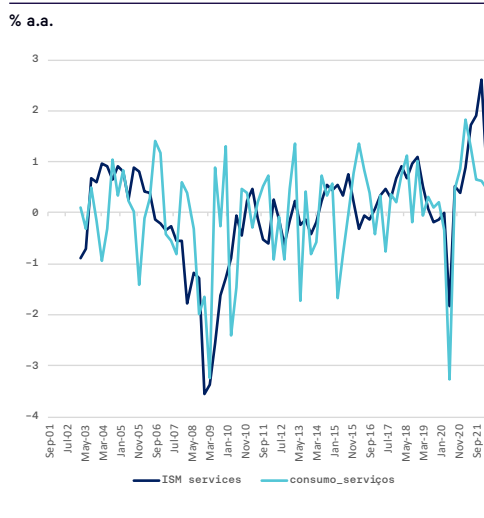
Ao analisarmos seus históricos, não encontramos correlação que fizesse jus à credibilidade que tais índices gozam no mercado. Salvo em momentos de crise, não parece haver relação minimamente robusta entre os indicadores soft e a atividade econômica.

Gráfico 4: Manufacturing PMIs vs. investimentos no PIB



Fonte: Mar Asset Management

Gráfico 5: Services PMIs vs. serviços no PIB



Fonte: Mar Asset Management

O segundo passo foi entendermos a metodologia das pesquisas e como elas poderiam estar distorcendo os resultados. Investigamos os questionários de cada pesquisa, o público para quem as perguntas são feitas e o caráter qualitativo das respostas.

Uma distorção clara nos resultados relaciona-se ao teor das respostas negativas em relação à expectativa futura de produção e de novas contratações. Um dos principais fatores para uma visão mais pessimista atual, se não o principal, é a falta de disponibilidade de trabalhadores e insumos. Em vários casos, não é por falta de interesse que as empresas não estão contratando ou produzindo e sim por falta de oferta. No entanto, o índice final considera apenas se vai haver ou não aumento de pessoal/produção. A resposta negativa sobre contratação, por exemplo, deprime o índice final. Diferentemente do usual, o problema é de excesso de demanda e não de sua falta.

Outra variável que confunde a direção das respostas é o efeito de pressão de custos. Em muitas das respostas, os empresários mostraram-se pessimistas mesmo repassando totalmente a pressão dos maiores custos dos insumos para seus preços.

No **BOX** (LOCALIZADO NO APÊNDICE AO FINAL DO DOCUMENTO), entramos em mais detalhes sobre a construção e análise do índice de sentimento do consumidor da Universidade de Michigan, indicador muito seguido pelo mercado e frequentemente discutido pelos membros do Fed.

Gráfico 6.1: Amostra de respostas dadas aos questionários da pesquisa ISM de julho de 2022

| ISM Services - July 2022 | |
|--------------------------|---|
| Labor Market | “Hiring demand remains robust in most industry sectors. Tech has had a slowdown in hiring and layoffs. It’s still a candidate’s market, as the number of job openings across all skill levels and positions remains far greater than the number of candidates for those roles.” [Professional, Scientific & Technical Services] |
| | Comments from respondents include: “Employee turnover, backfills taking longer to locate and onboard” and “Difficulties hiring new candidates as we lose more people who retire or leave the company for new opportunities.” |
| | “Rising costs across the board seems to be the big focus now. Fuel and food are the most common focus but it is across the board, and there is pressure of a job market shortage for qualified workers to increase wages and other benefits.” [Public Administration] |
| Supply Chain Issues | Comments from respondents include: “Lack of drivers for delivery companies due to labor shortages” and “Global supply issues are causing uncertainty on when and how many products will arrive.” |

Fonte: Business Surveys, Mar Asset Management

Gráfico 6.2: Amostra de respostas dadas aos questionários da pesquisa ISM de julho de 2022

| ISM Manufacturing - July 2022 | |
|-------------------------------|--|
| Supply Chain Issues | “Chip shortages remain; however, the COVID-19 lockdowns in China are presenting even worse supply issues.” [Transportation Equipment] |
| | New order entry has slowed down slightly; however, logistical issues have yet to improve. Long lead times for materials and labor shortages are still a major problem.” [Machinery] |
| Labor Market | “Material extended lead times still affecting business, and the challenging labor market is a huge factor too. Backlog is healthy; we just cannot deliver to customers due to material issues.” [Computer & Electronic Products] |

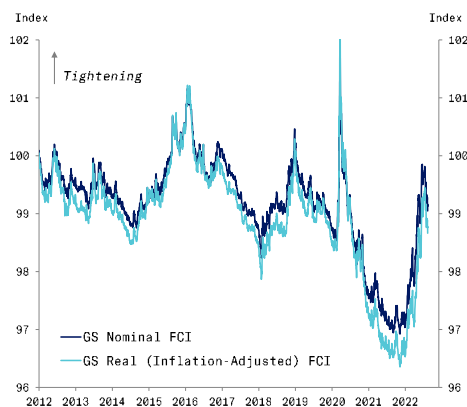
Fonte: Business Surveys, Mar Asset Management

O aperto das condições financeiras já contrata uma desaceleração relevante da economia dos EUA?

Desde o início do ano, houve um aperto relevante das condições financeiras da economia dos EUA. O S&P contraiu 10%, a taxa de juros de hipotecas aumentou em 200 bps, o dólar americano valorizou 11% (Índice DXY), o spread de crédito (CDX HY) aumentou em 150 bps. O FCI da Goldman Sachs (GS), que é um índice que compila as condições financeiras de acordo com o seu impacto estimado na atividade, aumentou em 200 bps desde o início do ano. Por construção do índice, esse movimento traria um impulso negativo de mesma magnitude para o crescimento do PIB.

Gráfico 7: Índice de Condições Financeiras da Goldman Sachs para os EUA

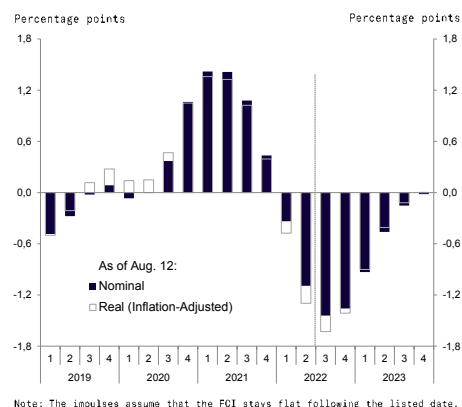
número índice



Fonte: Goldman Sachs, Mar Asset Management

Gráfico 8: Estimativa do impulso no PIB por conta de variações das condições financeiras

%, anual



Note: The impulses assume that the FCI stays flat following the listed date.

Fonte: Goldman Sachs, Mar Asset Management

De maneira geral, a visão entre os mais pessimistas com a atividade tem como alicerce esse aperto das condições financeiras.

Apesar de eventualmente poder se mostrar correto, achamos esse embasamento frágil. A própria equipe de pesquisa da Goldman Sachs, que criou o índice e estima um impulso monetário tão negativo, não trabalha com forte contração da economia dos EUA. Para eles, o crescimento trimestral do PIB permanecerá em torno de 1,0-1,5% SAAR até o final de 2023.⁵

O Brasil é novamente um paralelo interessante para a situação dos EUA. O aperto nas condições financeiras ocorreu muito antes do que nos EUA e esse aperto foi seguido por uma deterioração dos indicadores de confiança (soft). No entanto, a atividade real não desacelerou como os economistas e o mercado previram.

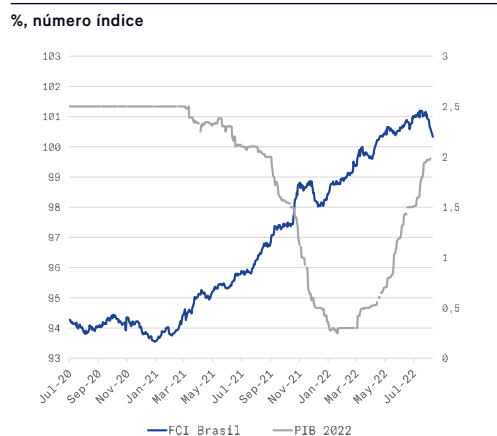
A linha azul escura do gráfico 10 abaixo representa o índice de condições financeiras para o Brasil e, a linha azul clara, o Índice de Confiança da Indústria (ICI FGV). Ao longo de 2021, o ICI teve forte retração, de até 20pts, ao mesmo tempo que as condições financeiras foram apertadas. A divulgação de dados de atividade corrente mais fortes que o esperado no início de 2022 levou a uma reversão parcial do pessimismo.

Essa dinâmica foi espelhada nas expectativas de crescimento do PIB do Brasil. Ao redor do terceiro trimestre de 2021, grandes revisões baixistas foram feitas para o crescimento de 2022 concomitante ao aperto das condições financeiras. O consenso do Boletim Focus chegou a ser de crescimento inferior a 0,3% em 2022. A grande maioria das casas de pesquisa, que tendem a revisar as projeções com maior frequência, chegou a projetar recessão em um determinado momento.

Desde o início deste ano, essas projeções mais pessimistas foram revisadas e desfeitas. O consenso entre os analistas no Boletim Focus já projeta crescimento próximo a 2,0%, com as casas de pesquisa com uma expectativa ainda maior.

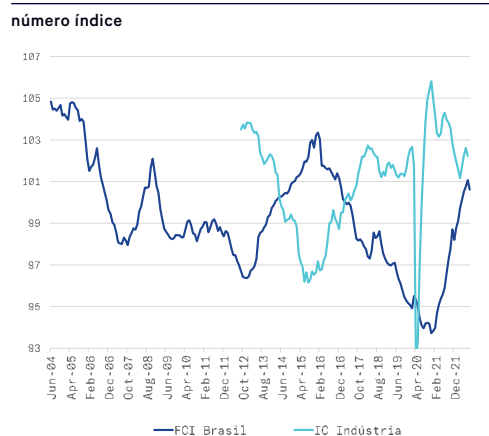
5 A relação histórica entre as condições financeiras e a atividade é bastante frágil. Pesquisa da própria Goldman Sachs mostra um intervalo de confiança enorme para a estimativa de impacto de um aperto de 100bps das condições financeiras no PIB, ficando entre -0,3% e -1,5%.

Gráfico 9: Índice de Condições Financeiras do Brasil e expectativa de crescimento do PIB



Fonte: Goldman Sachs, FGV, Mar Asset Management

Gráfico 10: Índices de Condições Financeiras do Brasil e de Confiança da Indústria



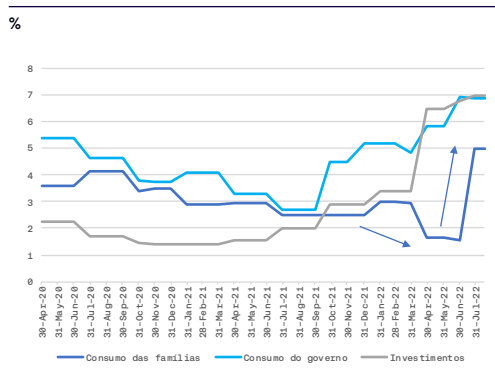
Fonte: Goldman Sachs, BCB, Mar Asset Management

A Nova Zelândia é outro bom exemplo. É um país desenvolvido, com inflação estruturalmente baixa e autoridade monetária com bastante credibilidade, sendo a pioneira na adoção do sistema de metas de inflação. Os desenvolvimentos econômicos e reação do RBNZ (Banco Central da Nova Zelândia) no atual ciclo tem sido bastante em linha com o que esperamos ver nos EUA.

A inflação na Nova Zelândia é a maior e mais disseminada em décadas, sustentada por uma atividade acima do potencial. A maior surpresa tem sido a resiliência do consumo das famílias que, de acordo com a autoridade monetária, é sustentada por um mercado de trabalho forte e balanço patrimonial das famílias muito saudável. A expectativa de crescimento do consumo das famílias em 2022 aumentou de 1,7% para 5,0% entre abril e julho desse ano.

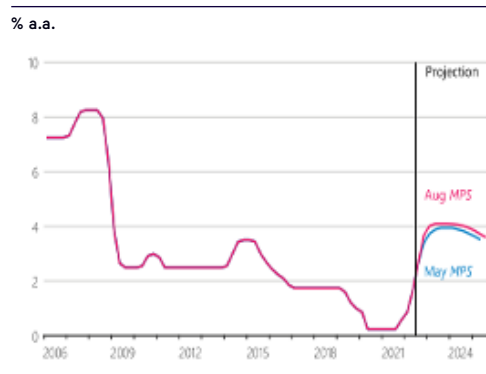
O RBNZ respondeu promovendo o maior ciclo de aumento de taxa de juros em 30 anos, elevando a taxa OCR (taxa de juros overnight, equivalente ao Fed Funds) de 0,25% para 3,0% a.a., e sinalizando uma taxa terminal de 4,0%.

Gráfico 11: Projeção crescimento dos componentes da demanda interna do PIB da Nova Zelândia em 2022



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

Gráfico 12: Taxa OCR realizada e projetada pelo RBNZ



Fonte: RBNZ, Mar Asset Management

Para nós, o mais interessante do comunicado após a decisão de política monetária em agosto foi o trecho que a autoridade monetária comenta sobre a taxa de juros neutra⁶. O comunicado diz explicitamente que o Comitê discutiu a possibilidade de a taxa de juros neutra ter aumentado e que o staff do banco irá promover novos estudos para revisar as suas estimativas (atualmente em torno de 2%). Ou seja, a atividade e inflação persistentemente mais altas do que o esperado geraram dúvidas na autoridade monetária em relação ao nível de taxa de juros neutra. Foi isso que ocorreu também no Brasil e é isso que pode ocorrer nos EUA.

Por que acreditamos que atividade nos EUA seguirá resiliente?

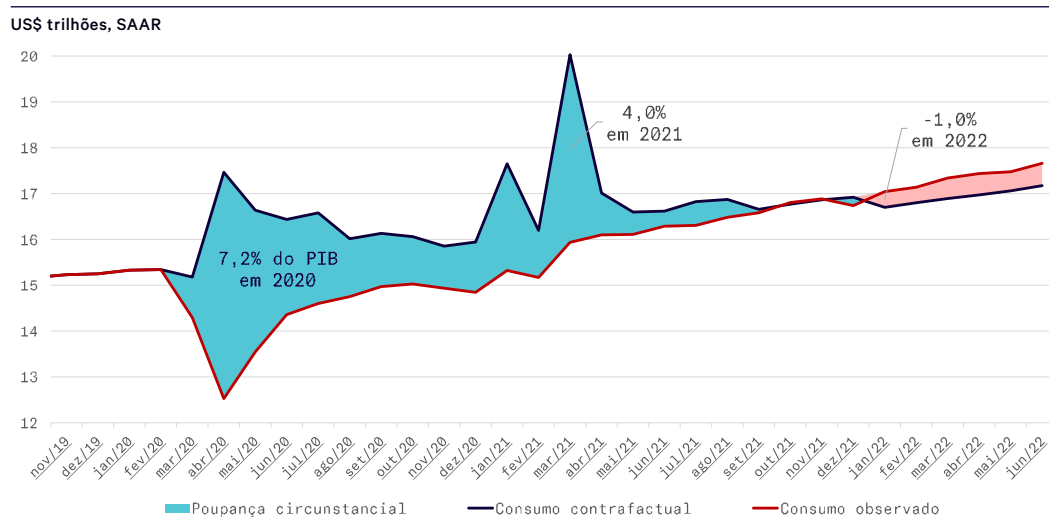
Esperamos dinâmica do consumo das famílias nos EUA semelhante ao que vimos recentemente no Brasil, Chile e Nova Zelândia. Em nosso ver, a resiliência surpreendente do consumo tem sua raiz na volta da mobilidade e normalidade no consumo de serviços, combinada com excesso de poupança. Isso levou a uma dinâmica bastante positiva para o mercado de trabalho nestes países, ajudando a sustentar o ciclo de expansão da atividade a despeito dos impulsos monetários e fiscais negativos. O mais provável é que o mesmo ocorra nos EUA.

6 Ver [link](#).

Essas forças não são consideradas nos modelos macroeconômicos canônicos, atrapalhando os seus poderes preditivos. Esses modelos foram construídos em ambientes normais de demanda ao redor do potencial e não tem funcionado bem no ambiente de saída da recessão, reabertura econômica e volta da mobilidade.

No caso dos EUA, a relevante poupança circunstancial formada durante a pandemia segue no balanço das famílias. Já podemos observar algum consumo marginal de poupança, o que nos sinaliza que as famílias, por enquanto, não reduziram o padrão de consumo estabelecido durante a pandemia.

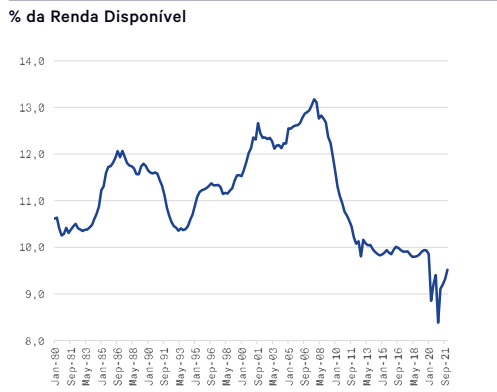
Gráfico 13: Consumo das famílias observado, contrafactual e poupança circunstancial



Fonte: BEA, Mar Asset Management

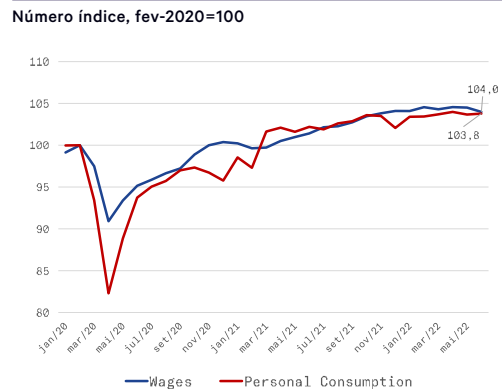
Enquanto isso, o custo de serviço da dívida está próximo aos menores níveis históricos, o mercado de trabalho continua pujante e, por consequência, a massa salarial real continua aumentando apesar da inflação elevada em 2022.

Gráfico 14: Serviço da dívida das famílias dos EUA como proporção da Renda Disponível



Fonte: Federal Reserve, Mar Asset Management

Gráfico 15: Massa salarial real advinda do trabalho e consumo das famílias

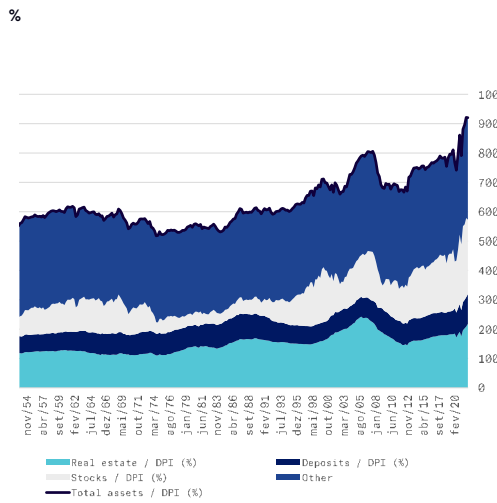


Fonte: BEA, Mar Asset Management

Um ponto comumente utilizado para corroborar uma desaceleração da economia é o efeito riqueza. A forte contração do S&P e uma eventual correção do preço das casas reduziria a riqueza das famílias. Isso as levaria a ter um comportamento mais parcimonioso e, conseqüentemente, a uma redução da propensão ao consumo e aumento da taxa de poupança.

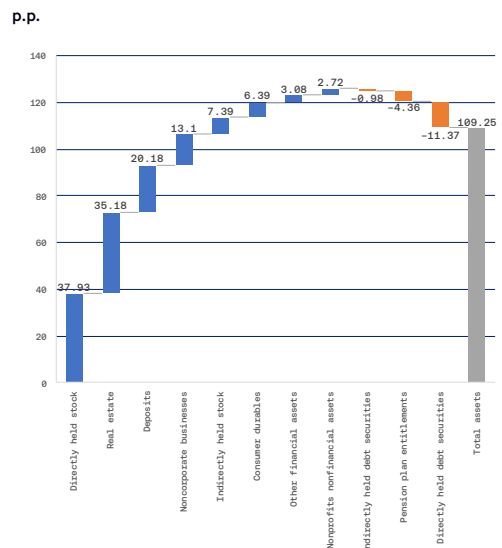
Não obstante, o Net Worth das famílias americanas está próximo ao seu nível mais alto da história.

Gráfico 16: Total de ativos das famílias americanas por classe de ativo com % da renda disponível



Fonte: Federal Reserve, Mar Asset Management

Gráfico 17: Aumento do total de ativos das famílias por classe de ativo entre 4Q19 e 1Q22



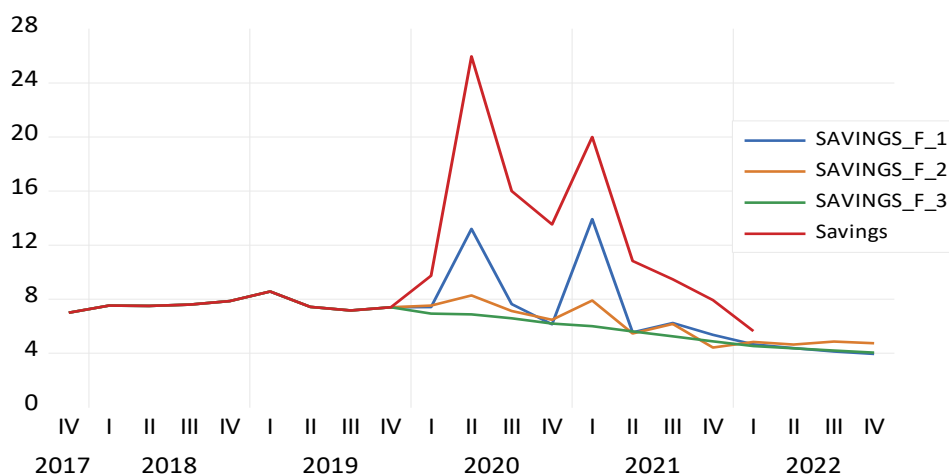
Fonte: Federal Reserve, Mar Asset Management

O exemplo do S&P é bastante ilustrativo. Se considerarmos que todas as transferências governamentais tivessem sido utilizadas na compra do índice S&P, o preço médio de compra ainda estaria bem abaixo do preço corrente. Ou seja, a riqueza teria aumentado por conta dessa alocação e, certamente, seria bem superior ao pré-crise.

A taxa de poupança deve permanecer neste nível baixo por bastante tempo. Mesmo depois da forte correção dos preços dos ativos financeiros, a riqueza das famílias como proporção da renda continua muito alta em termos históricos e o serviço da dívida bastante baixo. Nossos modelos econométricos que levam em consideração esses fatores sugerem que a taxa de poupança deve permanecer entre 4% e 5% no restante de 2022, nível próximo ao atual.

Gráfico 18: Taxa de poupança observada vs. estimada com base no Net Worth, Debt Service e cresc.da renda

% da renda disponível



Fonte: BEA, Mar Asset Management

Quando combinamos essas características, temos dificuldade em vislumbrar a desaceleração do consumo esperada pelo mercado no curto prazo.

Levando em consideração o balanço do setor corporativo, que também se encontra em níveis historicamente baixos de alavancagem, chegamos à suspeita de que em ambiente de pouca dívida no setor privado, a potência da política monetária tende a ser menor do que apontado pelos modelos.

A assimetria da posição tomada em juros americanos

Mesmo que estejamos errados e a economia mostre uma desaceleração relevante no curto prazo, ainda é bastante provável que o Fed leve a taxa Fed Funds para próxima ao que é precificado pela curva de juros. Hoje, o mercado precifica uma taxa terminal do atual ciclo em 3,70% a.a.

Como discutimos anteriormente, o movimento ao longo da Curva IS é apenas uma das etapas necessárias para uma efetiva transmissão da política monetária. Após a confirmação de que a atividade está realmente desacelerando, ainda teríamos que ver a velocidade em que a economia aumenta a sua ociosidade (Okun) e, por fim, como esta levaria a uma menor inflação (Phillips).

Cada etapa é permeada de incertezas. Em nossa carta “Ondas e Preços” discutimos sobre a possível dificuldade de trazer a inflação de volta para a meta no contexto da Curva de Phillips. Em particular, a queda de atividade tem capacidade incerta para desacelerar níveis muito altos de inflação, com risco de ter efeito menor que o esperado.

Essa incerteza adicional serve como proteção para nossa posição tomada. Caso estejamos errados na nossa aposta principal, a resiliência da inflação ainda coloca risco altista para estimativa final da taxa Fed Funds.

Por outro lado, o potencial de abertura das taxas de juros é bastante alto em nosso ver. Olhando de outra forma, caso o cenário de desaceleração da atividade no curto prazo não se realize, para onde o mercado e os economistas revisariam as projeções para a taxa de juros terminal do atual ciclo?

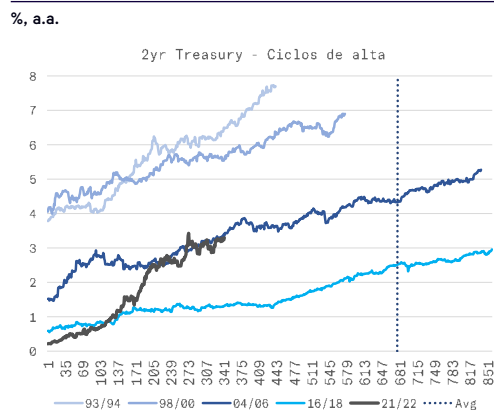
O cenário de atividade mais forte é onde está o real *upside* da posição tomada no curto prazo. Se a atividade não desacelerar em resposta ao aperto das condições financeiras, as taxas de juros terão que subir de maneira relevante para, finalmente, afetar a atividade e depois, com as mesmas incertezas atuais, a inflação. Ficaria claro já na primeira etapa (Curva IS) que o aperto monetário implementado não seria o suficiente para controlar a inflação.

Curiosidades sobre ciclos de alta de juros nos EUA

Nos últimos quatro ciclos de alta de juros nos EUA, a alta do contrato futuro de 2y durou em média 706 dias desde o início ao fim do movimento. A mais curta, entre 1993 -94, durou 441 dias, enquanto a mais longa (2016-2018) durou 859 dias. No atual ciclo percorremos, até aqui, 339 dias desde o início da alta do contrato de 2y, ou 48% da média de dias que os últimos quatro ciclos duraram.

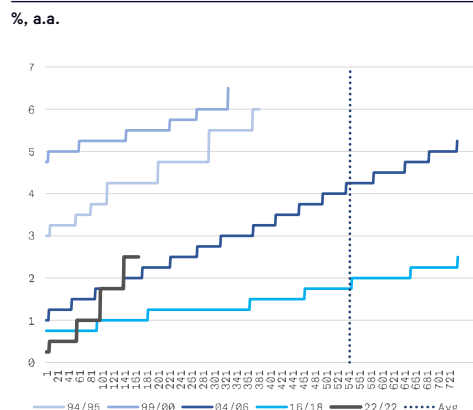
A mesma análise para a taxa Fed Funds aponta média de 558 dias de duração dos ciclos de aumento. Do início ao fim do ciclo implementado pelo Fed, o mais curto (99/2000) durou 326 dias enquanto o mais longo (2016-18) durou 736 dias. O atual ciclo já dura 163 dias, ou 29% do tempo médio.

Gráfico 19: Aumento da taxa do contrato futuro de 2y dos EUA durante os últimos ciclos de aperto monetário



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

Gráfico 20: Aumento da taxa Fed Funds durante os últimos ciclos de aperto monetário



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

Uma outra curiosidade diz respeito ao nosso aprendizado sobre o price action de um ciclo de alta de juros americanos.

Diferente de países emergentes, que durante ciclos de aperto monetário a curva de juros precifica mais altas do que apontado pelos bancos centrais, uma vez que os mercados tendem a ser mais pessimistas sobre a capacidade de controle da inflação, nos EUA ocorre o oposto. A curva tem precificado menos altas que o próprio FED tem apontado como necessário para conter o processo inflacionário.

Acreditamos que essa dinâmica se dá por três motivos principais.

O primeiro é o fato de sendo dólar a principal moeda de reserva global, em todo evento de aversão a risco, os investidores buscam as Treasuries como refúgio, contraindo as suas taxas de retorno (Safe Haven).

A segunda é a percepção de que o Fed é mais preocupado com atividade do que com inflação.

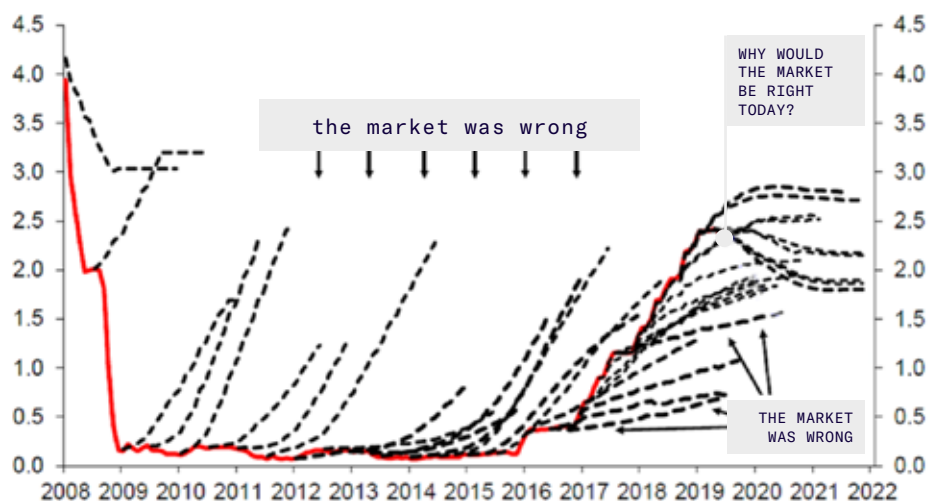
Por último, pelo fato de a inflação não ter sido problema nos EUA desde o início da década de 80.

Consideramos que apenas a característica de Safe Haven do dólar é de fato adequada para a situação atual.

Por fim, o mercado erra consistentemente nas projeções de taxa terminal dos ciclos nos EUA. Tanto em ciclos de cortes, como nos de alta, os mercados tendem subestimar a magnitude e duração total do movimento. Ou seja, uma mudança bastante relevante das expectativas do mercado não fugiria do padrão histórico.

Gráfico 21: Taxas futuras de Fed Funds em diferentes momentos do tempo

% a.a.



Fonte: Deutsche Bank, Mar Asset Management

Uma regra de bolso que nós, da Mar Asset, recorrentemente nos apoiamos é que, em ciclos de alta de juros, operamos tomados ou zerados. Uma vez iniciados, nunca sabemos o quão longo cada ciclo pode ser. O gráfico acima ilustra bem a efetividade dessa estratégia.

Conclusão

Nas páginas anteriores, dedicamos nossa atenção à primeira etapa do efeito das condições financeiras mais apertadas, que é seu impacto sobre a demanda agregada.

Pensamos as etapas seguintes, aumento de desemprego (Lei de Okun) e efeito sobre inflação (Curva de Phillips) como defesa para nossa posição tomada em caso de a demanda desacelerar de forma relevante. Caso a demanda surpreenda para cima, como foi no Brasil, no Chile e na Nova Zelândia, já seria o suficiente para reprecificação de juros e traria à tona potencial para o pior cenário, que é a dúvida estrutural sobre a taxa neutra e curva longa de juros.

Apêndice

Para quem ainda tem fôlego para seguir a leitura, **um pouco mais árida daqui em diante**, estendemos o tema sobre o debate público entre Blanchard, Domash e Summers⁷ de um lado e Figura e Waller⁸ do outro em relação à possibilidade do controle da inflação sem aumento da taxa de desemprego. O que, implicitamente, significa perguntar se um soft landing é possível ou não.

Esses economistas “trocaram” bons argumentos através de densos artigos, que resumimos nosso entendimento abaixo e, ao final, adicionamos nosso próprio insight sobre o tema.

O debate gira em torno da Curva de Beveridge, que é a relação entre vacância e taxa de desemprego (razão v/u) em diferentes momentos do tempo.

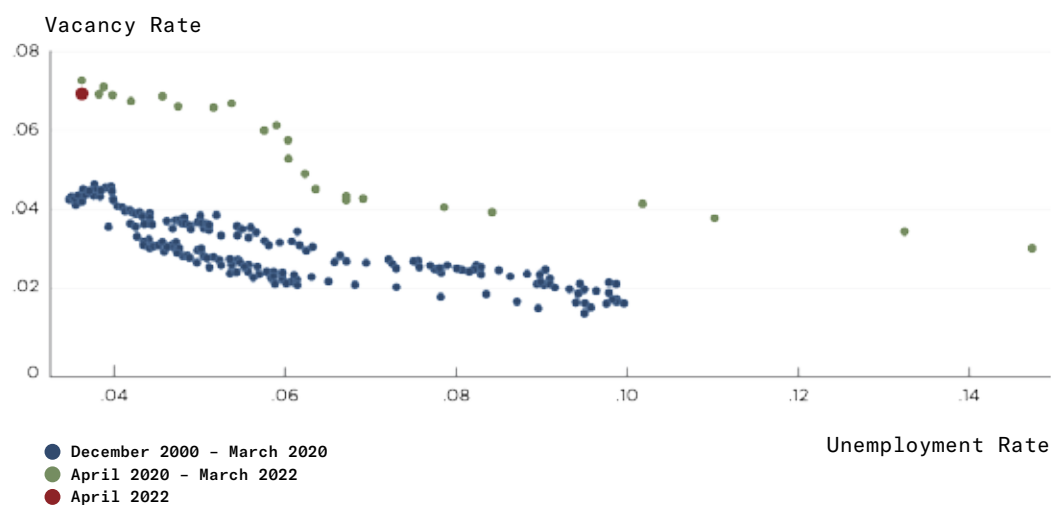
A Curva de Beveridge não é estável. O gráfico A-1 ilustra bem isso. Hoje a taxa de desemprego está em 3,6% e a vacância em quase 7%.

7 Ver link [\(1\)](#) e [\(2\)](#)

8 Ver [link.](#)

No pré-crise, a taxa de desemprego estava nos mesmos 3,6%, mas a vacância em apenas 4%.

Gráfico A-1: Curva de Beveridge observada – taxa de desemprego e taxa de vacância nos EUA



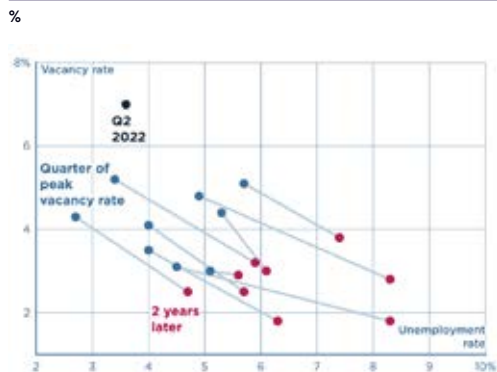
Fonte: Blanchard, Domash e Summers (2022), Mar Asset Management

Os autores dos dois artigos entendem que o mercado de trabalho está bastante aquecido e que precisa desacelerar para que a inflação seja controlada. Eles concordam que uma condição necessária para isso acontecer é uma redução grande da razão v/u .

O que eles discordam é qual será o impacto disso na taxa de desemprego. Blanchard et. al defendem que não é possível trazer a taxa de vacância de volta ao pré-pandemia sem aumentar a taxa de desemprego, pois essencialmente a Curva de Beveridge mudou de nível, mas não teria alterado a sua inclinação. A inclinação da curva seria a mesma que no pré-pandemia, fazendo com que qualquer movimento ao longo do eixo vertical (redução da vacância) demande variação no eixo horizontal (aumento da taxa de desemprego).

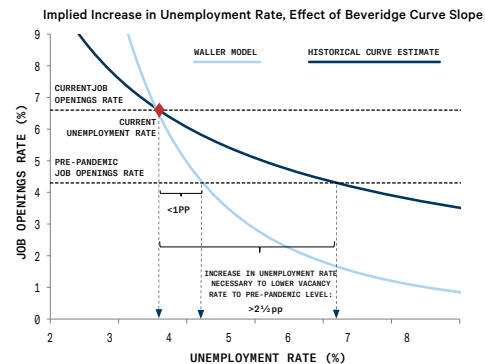
Figura e Waller defendem o oposto. Para eles, o soft landing seria possível, uma vez que a inclinação da Curva seria muito mais alta quanto mais próximo do eixo vertical. Assim a vacância poderia cair sem que o desemprego se movesse muito. A Curva de Beveridge não teria mudado de nível. Teríamos visto apenas um movimento ao longo da Curva.

Gráfico A-2: Redução da taxa de desemprego e de vacância nas crises anteriores dos EUA



Fonte: Blanchard, Domash e Summers (2022), Mar Asset Management

Gráfico A-3: Movimentos ao longo vs. movimento da Curva de Beveridge



Fonte Goldman Sachs, Mar Asset Management

O argumento de Figura e Waller nos parece frágil. A razão pela qual acreditam ser possível a redução da vacância sem aumento de desemprego baseia-se em uma suposição sobre a curvatura da Beveridge que não tem respaldo empírico. O que eles fazem é extrapolar uma convexidade estimada para a Curva de Beveridge com dados do pré-crise para o nível v/u atual e assumir que movimentos futuros ocorrerão ao longo dessa curvatura. O problema é que, como Blanchard et al mostram, essa curvatura não parece ser vista em períodos de recessão.

Por outro lado, o argumento do Blanchard sobre o “shift” da curva parece ser mais plausível para o curto prazo do que para o longo, pois seria pouco natural haver mudança tão estrutural do mercado de trabalho americano em tão pouco tempo.

Quando observamos a Curva de Beveridge e a Curva de Phillips, e comparamos a situação atual com a pré pandemia, vemos um comportamento semelhante entre as duas. Um deslocamento de ambas para cima.

Para uma mesma taxa de desemprego, atualmente, a Curva de Beveridge mostra taxa de vacância muito maior que no pré-pandemia. Ao mesmo tempo, a Curva de Phillips mostra uma inflação muito maior que no pré-pandemia para essa mesma taxa de desemprego.

A partir daí conectando as Curvas de Phillips, Beveridge e a retomada da crise de 2008, uma diferença salta aos nossos olhos.

Na crise de 2008 a retomada do emprego foi muito mais lenta. Passaram-se dez anos para a taxa de desemprego sair de 10% para o nível pré-pandemia de 3,6%. Ao mesmo tempo, o núcleo de inflação PCE nunca ultrapassou 2% durante todo o período de retomada.

Já na crise de 2020, a taxa de desemprego saiu de 15% para os 3,6% do pré-pandemia em apenas dois anos.

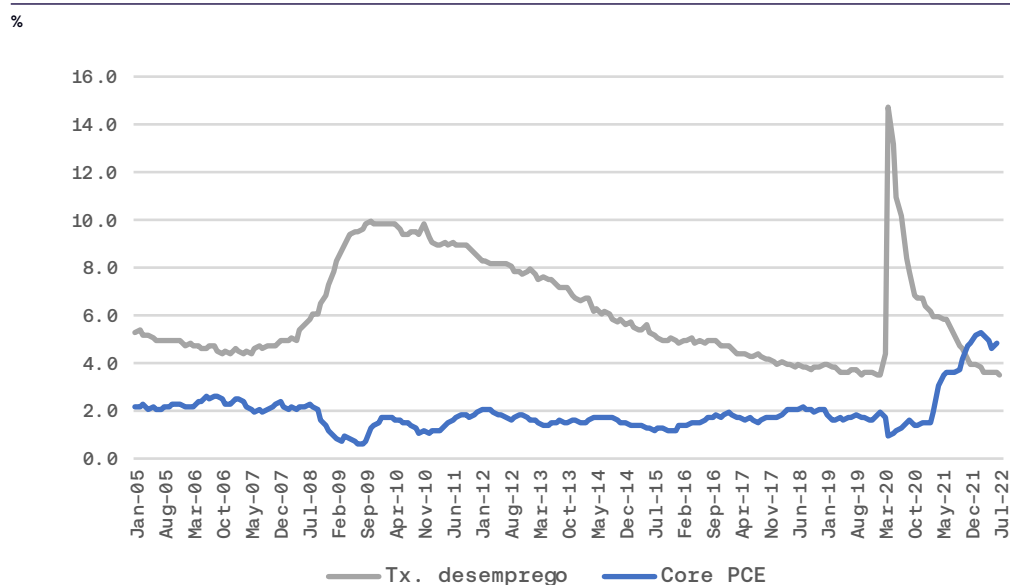
Ou seja, a velocidade da queda da taxa de desemprego poderia ser a principal variável que desorganiza a inflação e vacância.

Nesse sentido estaríamos entre o Waller e o Blanchard/Summers, no sentido de que a Nairu não aumentou, mas tampouco a inclinação perto do eixo vertical é tão alta.

A questão estaria na velocidade da mudança e não no nível do desemprego. Sendo a velocidade uma resultante da agressividade dos estímulos monetários e fiscais.

Ou seja, a volta da taxa de desemprego para o nível pré-pandemia não seria um problema em si, o problema seria a velocidade com que ela o alcançou. A redução do emprego foi muito mais rápida na saída dessa crise do que em outras. Mesmo desconsiderando a parte do aumento da taxa explicada por desemprego temporário, um ritmo usual de recuperação implicaria que a atual taxa de desemprego só seria atingida em 2025.

Gráfico A-4: Taxa de desemprego e inflação Core PCE



Fonte: BLS, Mar Asset Management

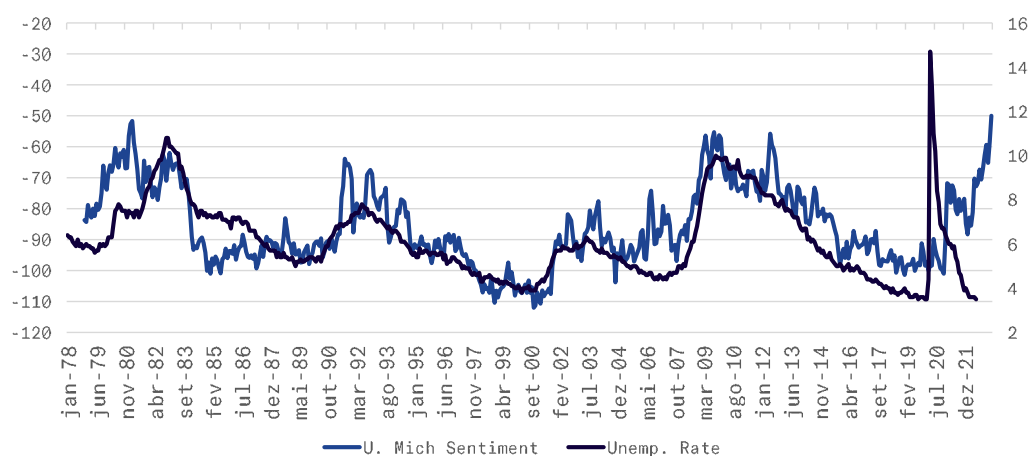
Nessa situação, o Fed teria a opção de adotar estratégia simetricamente oposta à adotada no pós-Recessão de 2008, em que a taxa de desemprego voltaria rapidamente aos níveis pré-crise, mas que a inflação convergiria no médio/longo prazo.

O problema dessa estratégia, como bem sabemos, é que a inflação cria pernas próprias e eventualmente se enraíza na economia produzindo inércia e desancorando expectativas. Assim a prescrição ótima de política monetária seria uma em busca da velocidade ideal de queda da taxa de desemprego que não pressione a inflação. Não precisaria ser tão lenta como na retomada de 2008, mas sem dúvida, não tão rápida como na retomada pós-pandemia.

Box – Consumer Confidence

O indicador soft que sugere uma situação mais preocupante é o Consumer Sentiment da Universidade de Michigan. O indicador está nos menores níveis da série histórica, o que não conversa com o crescimento resiliente do consumo das famílias visto nos últimos trimestres.

Gráfico A-5: Indicador de Confiança das famílias (invertido e 10 meses à frente) vs. taxa de desemprego



Fonte: Universidade de Michigan, Mar Asset Management

Diferente dos outros indicadores, o indicador de Michigan (current conditions) é uma média entre dois tipos de perguntas. Uma é sobre o *financial health* dos entrevistados em comparação com o mesmo período do ano anterior. Ou seja, a sua base de comparação é *year-on-year* (yoy). A outra é sobre **planos de consumo de bens duráveis**.

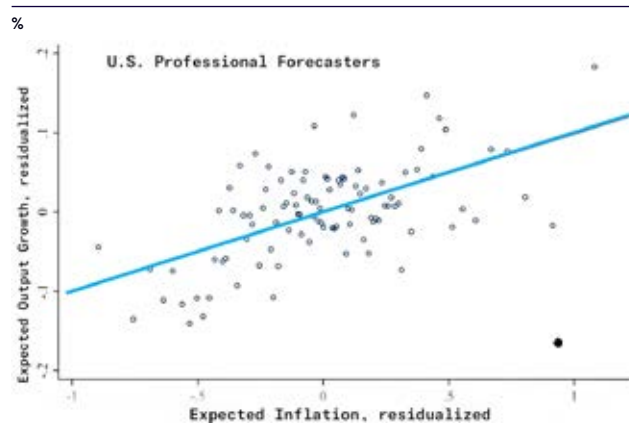
O crescimento do consumo das famílias yoy continua bastante saudável e longe de ser compatível com a contração sugerida pelos dados de confiança. Temos algumas conjecturas sobre o que pode estar por detrás dessa dicotomia. A primeira é a mudança na cesta de consumo das famílias. O consumo de bens vem diminuindo ao longo dos últimos meses, sendo substituído pelo consumo de serviços. Como a pergunta é sobre a perspectiva de consumo de bens duráveis, esse rebalanceamento da cesta tende a produzir resultados negativos.

A segunda conjectura está relacionada com a base de comparação e *financial health*. Neste mesmo período do ano passado, a renda das famílias americanas tinha sido complementada pelos diversos pacotes fiscais (envios de cheques, auxílio desemprego adicional, suspensão de pagamento de hipotecas, entre outros).

A terceira são os efeitos da inflação. Pesquisa recente acadêmica mostra uma clara relação negativa entre expectativa de inflação alta e crescimento do PIB entre as famílias⁹. Quanto maior a expectativa de inflação, mais pessimista será o consumidor em relação ao crescimento do PIB.

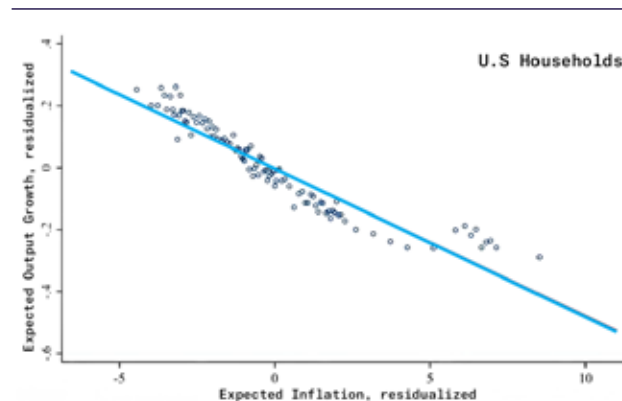
A forte contração da confiança do consumidor vai em linha com essa observação de como as expectativas de inflação são formadas nos EUA. A forte inflação leva a uma expectativa de crescimento bastante negativa entre as famílias, a despeito da economia continuar bastante aquecida. Ou seja, a Curva de Phillips seria negativa na percepção desses agentes, ao contrário da percepção dos previsores profissionais. Isso pode explicar a dicotomia entre os indicadores de confiança do consumidor e os dados de atividade.

Gráfico A-6: Expectativas de inflação e de crescimento do PIB feitas por previsores profissionais nos EUA



Fonte: Gorodnichenko et. Al (2022), Mar Asset Management

Gráfico A-7: Expectativas de inflação e de crescimento do PIB feitas por diferentes famílias nos EUA



Fonte: Gorodnichenko et. Al (2022), Mar Asset Management

9 Ver, por exemplo, seminário com Yuriy Gorodnichenko ([Link](#)).

mar asset
management

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034
marasset.com.br