



**mar** asset  
management

Visão Macro EUA

Paulo Coutinho  
[pcoutinho@marasset.com.br](mailto:pcoutinho@marasset.com.br)  
[marasset.com.br](http://marasset.com.br)

17 de fevereiro de 2021

As informações aqui contidas são consideradas confiáveis e foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, esclarecemos que nós não fazemos nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, com respeito à imparcialidade, consistência, precisão, razoabilidade ou integralidade, das informações ou opiniões aqui reportadas. Além disso, não temos nenhuma obrigação de atualizar, modificar ou aditar esse material e, tampouco, notificar o leitor sobre quaisquer eventos, assuntos aqui declarados ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui contempladas que eventualmente mudarem ou se tornarem imprecisas posteriormente.

## Visão Macro EUA – Tese de Reflação

---

Pergunta - taxa de juros longa americana está muito baixa?

---

Atual cenário: TSY10 rondando a 1,20%, patamar próximo a mínima histórica, apesar da recuperação muito mais rápida do que o inicialmente esperada e um grande estímulo fiscal.

---

Por outro lado, o Fed continua com mensagem *dove*. Powell repetiu diversas vezes que Fed "*nem pensa em começar a pensar em retirar os estímulos monetários*".

---

A pergunta relevante é o que irá acontecer com a inflação. Será que, com a quantidade enorme de estímulos, a veremos ultrapassar 2,0% de maneira consistente?

---

Nos últimos 10 anos, a inflação surpreendeu, consistentemente, para baixo nos EUA e em outros países desenvolvidos. Inflação baixa e pouco sensível ao ciclo econômico é o cenário central dos *policy makers* hoje em dia. Contudo, nunca tivemos tantos estímulos como veremos em 2021. Será que continuaremos neste regime de inflação baixa?

## Visão Macro EUA – Atividade

---

A recuperação da atividade mostrou-se muito mais forte e rápida do que o esperado. Com a conjunção de (i) reabertura da economia; (ii) estímulos fiscais enormes; (iii) política monetária acomodatória; (iv) efeito riqueza bastante positivo; (v) grau baixo de alavancagem das famílias; (vi) poucas evidências de *scarring effect*, é provável que a economia cresça mais de 10% no biênio 2021 e 2022.

---

O aumento da renda disponível e redução do consumo por conta das restrições de mobilidade levou as famílias a aumentarem bastante as suas poupanças. A taxa de poupança, que historicamente é próxima a 8%, chegou a 33% no auge da crise. A transformação dessa poupança circunstancial, que estimamos ser de 7,2% do PIB, em consumo é um risco altista relevante para as projeções de crescimento do PIB.

---

A recuperação a tem sido bastante heterogênea até entre os serviços. Alguns subsetores mais sensíveis a restrição de mobilidade ainda estão 45% abaixo do nível pré-crise. Esses setores tendem a serem os maiores beneficiados no curto prazo com os avanços da campanha de vacinação.

---

O pacote fiscal a ser aprovado nas próximas semanas levará o déficit fiscal a mais de 14% do PIB por dois anos consecutivos. Esta é, de longe, a maior expansão fiscal desde a segunda guerra. A possibilidade de o excesso de estímulo se transformar em inflação é um risco que as autoridades estão dispostas a correr.

## Visão Macro EUA – Inflação

---

O núcleo de inflação PCE apresentou forte redução em abril, logo após o início da crise de Covid-19. Apesar de ter recuperado parte dessa redução, a inflação continua abaixo do nível pré-crise.

---

O efeito base desfavorável fará com que a inflação, naturalmente, ultrapasse a meta em meados de 2021. Em um cenário que a inflação mensal volte ao patamar pré-crise nos próximos meses, veríamos o núcleo de inflação PCE acumulado em 12 meses atingir 2,3% em abril e permanecer acima de 2% até julho.

---

Esse mesmo período verá a reabertura da economia e, por conseguinte, apresentará uma pressão inflacionária em alguns itens que estavam deprimidos por conta das restrições. Ou seja, é possível que a inflação anual seja ainda mais pressionada por esse efeito de reabertura e permaneça em níveis bem acima do centro da meta do Fed por vários meses.

---

Esse risco é relevante. Os componentes que estão puxando a inflação para baixo atualmente são em ramos de atividade que foram afetados diretamente pela crise (e.g., passagens aéreas, recreação e serviços financeiros), ou/e (ii) são bastante voláteis (e.g., vestuário). Com a reabertura da economia, é provável que vejamos um reajuste relevante dos preços destes componentes.

## Visão Macro EUA – Política Monetária 1

---

A melhor maneira de entendermos a dinâmica do núcleo de inflação no EUA é o dividindo entre componentes cíclicos (43% do índice) e acíclicos (57% do índice). Os componentes cíclicos são aqueles que, historicamente, mostram relação positiva com o nível de desemprego. Os componentes acíclicos seguem dinâmica própria e são determinados por outros fatores, (e.g., regulação, petróleo)

---

A capacidade do Fed em controlar a inflação é circunscrita a um sugbrupo do índice PCE. Como hoje grande parte da inflação responde a outros fatores, mas não a atividade, o Fed não consegue ter o mesmo controle direto da inflação como tinha no passado. Isso faz com que ele tenha que agir de maneira mais agressiva para obter os mesmos resultados.

---

O Fed tem sido mais eficaz em suavizar a atividade do que a inflação. Neste sentido, o grau de confiança de que os estímulos fiscais e monetários atuais serão traduzidos em forte crescimento econômico nos próximos trimestres é muito maior do que a confiança de que a inflação irá aumentar de forma consistente.

---

Dito isso, existe um risco grande de se ter uma conjunção de fatores que levem a inflação a um patamar alto em um futuro próximo, como discutido no último slide. Esse cenário seria positivo para a tese de redeflação e, por conseguinte, para o preço dos ativos mais sensíveis a ela (e.g., Juros Longos). É preciso que (i) a atividade realmente mostre forte recuperação e (ii) que essa recuperação seja traduzida em mais inflação.

## Visão Macro EUA – Política Monetária 2

---

O novo arcabouço de política monetária do Fed tornou a política monetária mais flexível. Com o *Average Inflation Target*, o Fed não precisa reagir quando a inflação ultrapassa a meta estabelecida. Isso o torna mais paciente e permite uma política acomodatória por um período prolongado mesmo havendo sinais de forte aquecimento da economia.

---

Essa observação é particularmente relevante no atual cenário. Com crescimento do PIB bastante acima do potencial e, possivelmente, inflação acima da meta, o atual framework não prescreve aperto monetário no curto prazo.

---

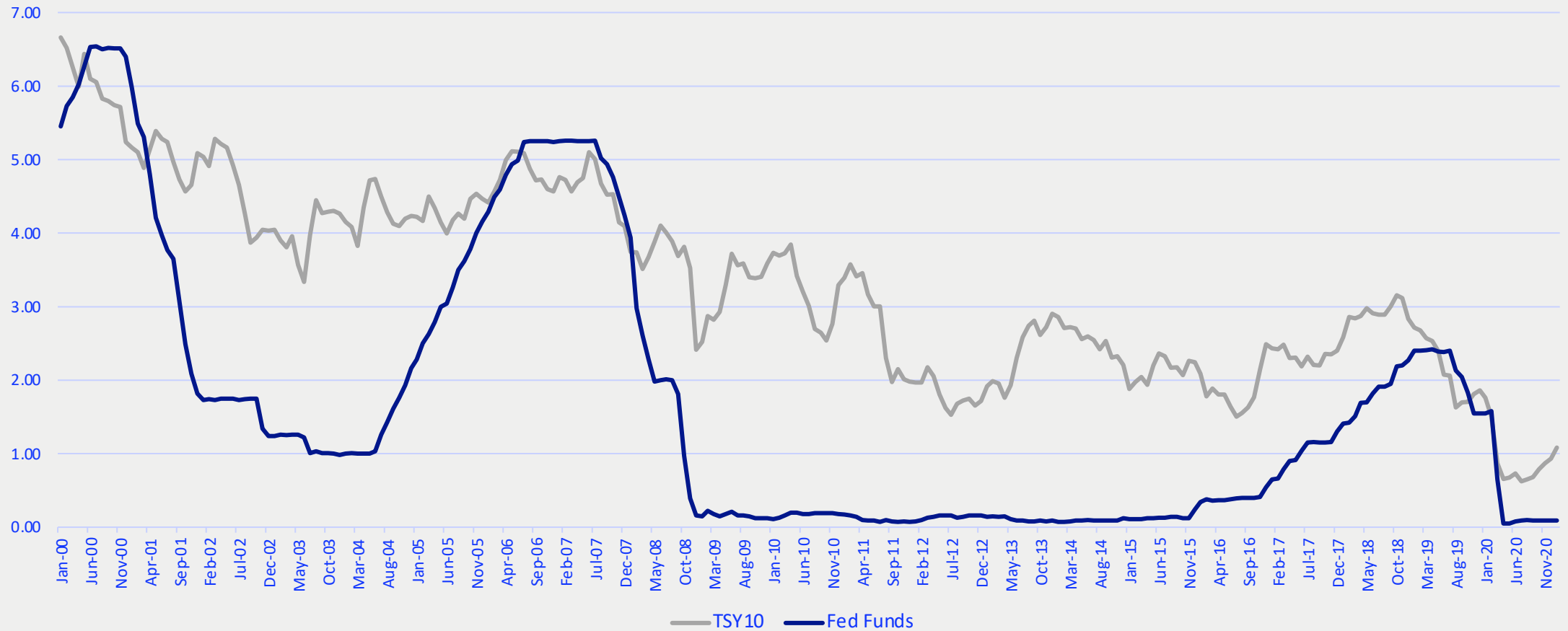
Isso possibilitará o Fed esperar os efeitos negativos da retirada dos estímulos fiscais a partir de 2022 para, então, decidir como irá agir. Entre 2012-2016, a retirada dos estímulos fiscais retardou de maneira relevante a recuperação da economia. A partir de 2022, provavelmente, veremos um cenário parecido.

---

O mais provável é que a retirada dos estímulos ocorra primeiro do lado da política fiscal, deixando espaço para a política monetária permanecer estimulativa por bastante tempo.

# Há motivos para *sell off* da taxa de juros americana?

Taxa da Treasury de 10 anos e Fed Funds Rate (% a.a.)



Fonte: Fed St. Louis, Mar Asset Management



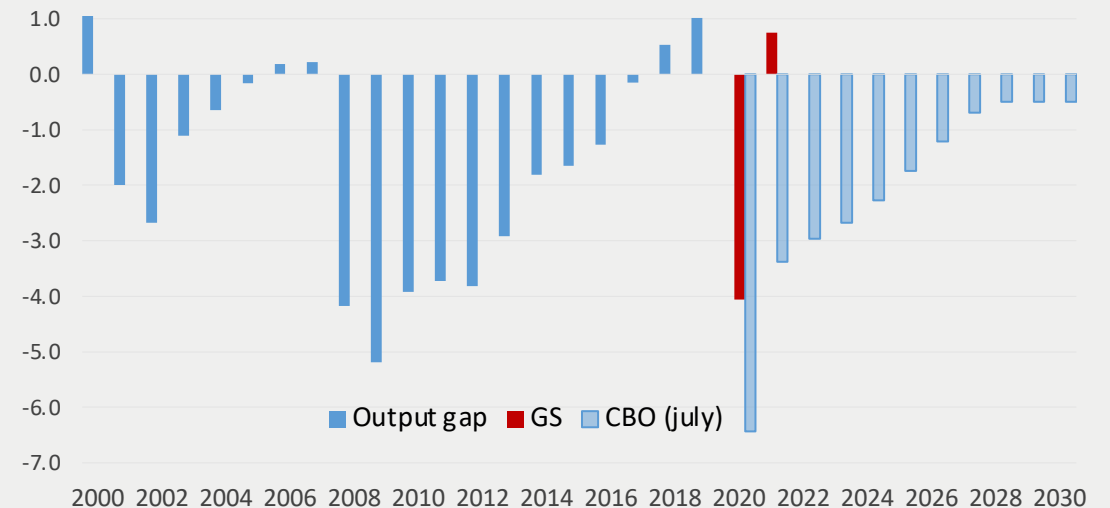
# Forte recuperação da economia global em 2021

- A economia global mostrará crescimento bastante elevado e sincronizado em 2021. O PIB dos EUA e da China devem crescer em um ritmo muito elevado neste ano.
- A recuperação da economia global após a crise de Covid-19 será muito mais célere que em episódios de crises anteriores. Por exemplo, o PIB dos EUA demorou mais de 10 anos para retornar ao seu potencial após a Grande Recessão de 2008. Na atual crise, a economia retornará ao potencial em menos de 2 anos.

## Projeção de crescimento do PIB em diversos países (%)

|           | 2020  | 2021 | 2022 |
|-----------|-------|------|------|
| Brazil    | -4.5  | 3.5  | 2.5  |
| USA       | -3.5  | 6.6  | 4.3  |
| China     | 2.3   | 8.4  | 5.5  |
| Eurozone  | -7.2  | 4.3  | 4    |
| UK        | -10.6 | 4.7  | 5.6  |
| Japan     | -5.3  | 2.6  | 2    |
| Mexico    | -8.7  | 3.5  | 2.5  |
| Chile     | -6.0  | 5.1  | 3    |
| Argentina | -10.5 | 4.8  | 2.5  |

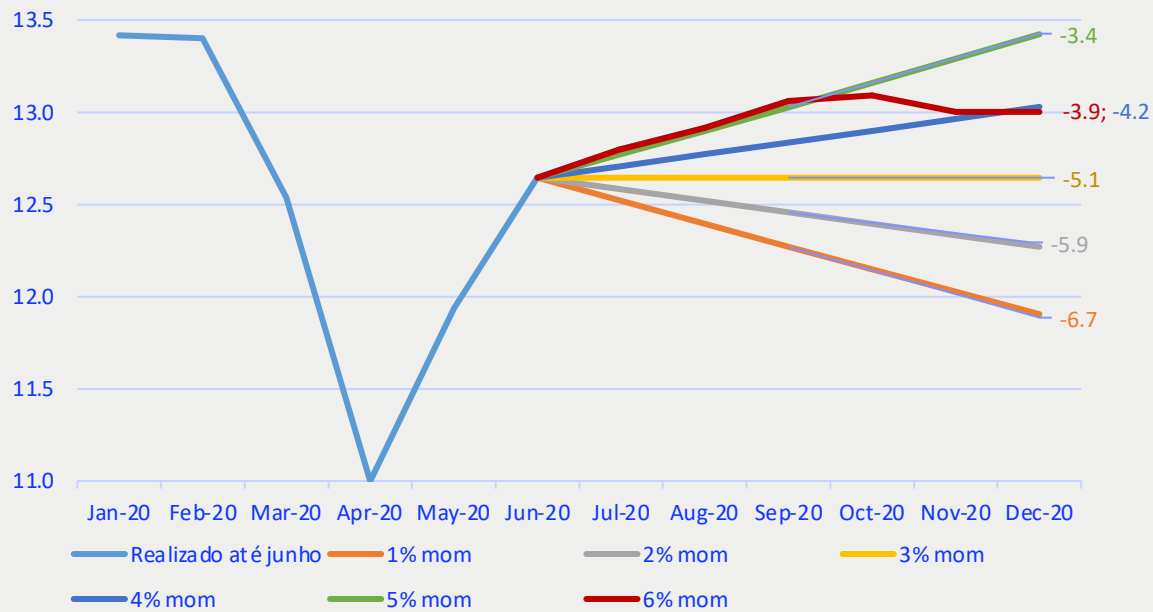
## Hiato do produto nos EUA – expectativa em julho vs. atual (%)



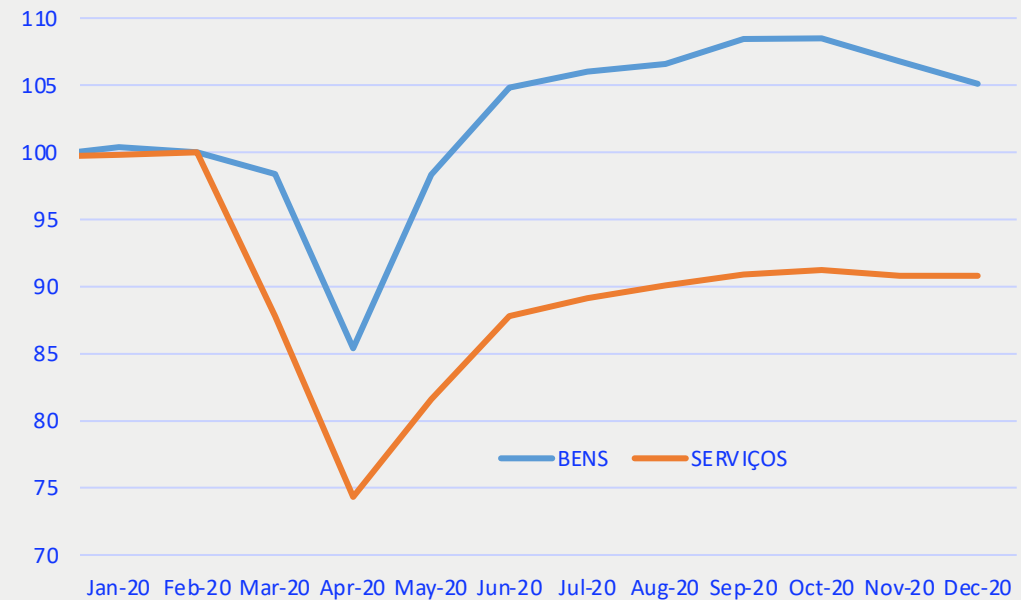
# Consumo de bens nos EUA diminuiu no 4T20

- A recuperação do consumo das famílias perdeu força após a terceira onda de Covid-19. Após superar as expectativas mais otimistas no terceiro trimestre, houve uma redução do consumo nos últimos meses do ano.
- O consumo de serviços ainda está bastante abaixo do nível pré-crise. No entanto, a perda de fôlego do consumo nos últimos meses do ano se deu também no consumo de bens. É possível que tenha havido antecipação do consumo de bens que, normalmente, eram mais consumidos no final do ano para os primeiros meses da pandemia.

**Simulações para crescimento do consumo em 2020**  
(US\$ bilhões, SAAR, %)



**Composição do consumo das famílias nos EUA**  
(número índice, fev-20=100)



# Serviços estagnaram no meio da pandemia

- Mesmo dentro os serviços, a recuperação foi bastante heterogênea. Alguns serviços, como *housing* e *utilities* não apresentaram nenhuma contração durante a crise. Outros, mostraram uma recuperação mais rápida no início. Finalmente, serviços mais sensíveis ao contato social, como *child care* e *recreation*, ainda estão bastante abaixo do pré-crise.

## Composição do crescimento do consumo nos EUA

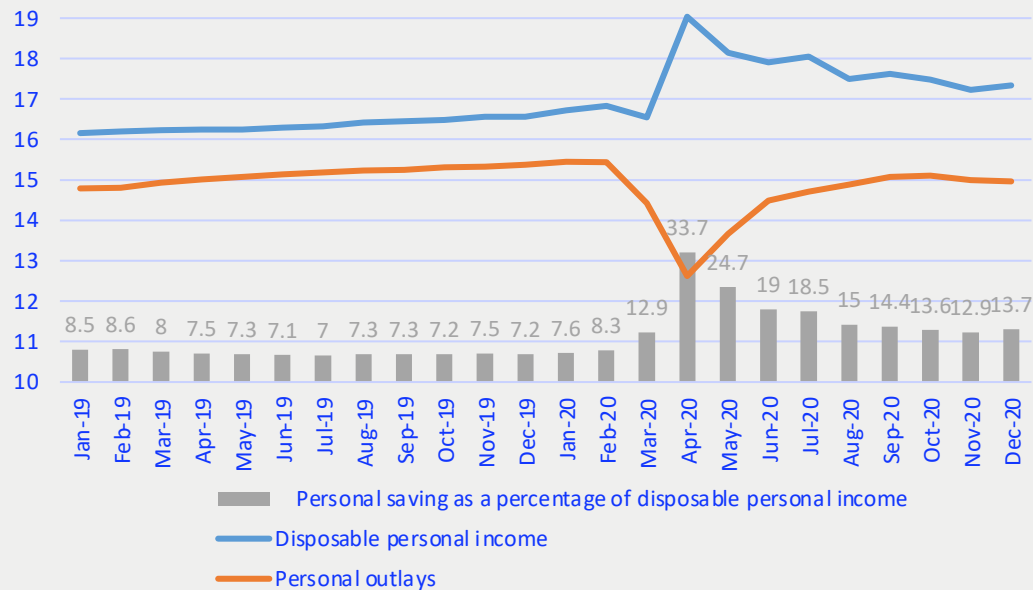
| Componente   | Peso        | Variação, % |                     |                     |                    |                    |                    |                    |                    | Contribuição para total (p.p.) |                     |                     |                    |                    |                    |                    |                    |
|--|-------------|-------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|  |             | Drawdown    | Junho vs. pré-crise | Julho vs. pré-crise | Ago. vs. pré-crise | Set. vs. pré-crise | Out. vs. pré-crise | Nov. vs. pré-crise | Dez. vs. pré-crise | Drawdown                       | Junho vs. pré-crise | Julho vs. pré-crise | Ago. vs. pré-crise | Set. vs. pré-crise | Out. vs. pré-crise | Nov. vs. pré-crise | Dez. vs. pré-crise |
| <b>Market-based total Consumption</b>                              | <b>100%</b> | <b>-21%</b> | <b>-6.2%</b>        | <b>-5.0%</b>        | <b>-4.2%</b>       | <b>-3.0%</b>       | <b>-2.8%</b>       | <b>-3.6%</b>       | <b>-4.4%</b>       | <b>-21.3%</b>                  | <b>-6.2%</b>        | <b>-5.0%</b>        | <b>-4.2%</b>       | <b>-3.0%</b>       | <b>-2.8%</b>       | <b>-3.6%</b>       | <b>-4.4%</b>       |
| <b>Goods</b>   | <b>40%</b>  | <b>-15%</b> | <b>4.8%</b>         | <b>6.0%</b>         | <b>6.6%</b>        | <b>8.5%</b>        | <b>8.5%</b>        | <b>6.8%</b>        | <b>5.1%</b>        | <b>-5.8%</b>                   | <b>1.9%</b>         | <b>2.4%</b>         | <b>2.6%</b>        | <b>3.4%</b>        | <b>3.4%</b>        | <b>2.7%</b>        | <b>2.0%</b>        |
| <b>Durable goods:</b>  | <b>15%</b>  | <b>-21%</b> | <b>9.3%</b>         | <b>11.1%</b>        | <b>12.6%</b>       | <b>13.6%</b>       | <b>14.8%</b>       | <b>11.9%</b>       | <b>9.8%</b>        | <b>-3.1%</b>                   | <b>1.4%</b>         | <b>1.6%</b>         | <b>1.9%</b>        | <b>2.0%</b>        | <b>2.2%</b>        | <b>1.8%</b>        | <b>1.5%</b>        |
| Market-based PCE motor vehicles and parts                          | 4%          | -27%        | 7.3%                | 9.3%                | 9.9%               | 12.6%              | 12.5%              | 8.9%               | 12.2%              | -1.0%                          | 0.3%                | 0.3%                | 0.4%               | 0.5%               | 0.5%               | 0.3%               | 0.5%               |
| Market-based PCE durable goods other than motor vehicles and parts | 11%         | -19%        | 10.0%               | 11.7%               | 13.6%              | 13.9%              | 15.6%              | 13.0%              | 9.0%               | -2.1%                          | 1.1%                | 1.3%                | 1.5%               | 1.5%               | 1.7%               | 1.4%               | 1.0%               |
| <b>Nondurable goods:</b>   | <b>25%</b>  | <b>-11%</b> | <b>2.2%</b>         | <b>3.0%</b>         | <b>3.0%</b>        | <b>5.5%</b>        | <b>4.8%</b>        | <b>3.8%</b>        | <b>2.3%</b>        | <b>-2.7%</b>                   | <b>0.5%</b>         | <b>0.8%</b>         | <b>0.8%</b>        | <b>1.4%</b>        | <b>1.2%</b>        | <b>0.9%</b>        | <b>0.6%</b>        |
| Market-based PCE food and beverages for off-premises consumption   | 8%          | 5%          | 6.4%                | 7.9%                | 7.0%               | 7.7%               | 6.9%               | 7.8%               | 5.8%               | 0.4%                           | 0.5%                | 0.6%                | 0.6%               | 0.6%               | 0.6%               | 0.6%               | 0.5%               |
| Market-based PCE clothing and footwear                             | 3%          | -45%        | -1.7%               | -3.0%               | -2.6%              | 6.0%               | 5.4%               | -0.3%              | -3.0%              | -1.5%                          | -0.1%               | -0.1%               | -0.1%              | 0.2%               | 0.2%               | 0.0%               | -0.1%              |
| Market-based PCE gasoline and other energy goods                   | 4%          | -34%        | -12.6%              | -10.6%              | -11.4%             | -6.5%              | -9.6%              | -10.5%             | -11.1%             | -1.3%                          | -0.5%               | -0.4%               | -0.4%              | -0.2%              | -0.4%              | -0.4%              | -0.4%              |
| Market-based PCE other nondurable goods                            | 10%         | -3%         | 5.6%                | 6.2%                | 7.2%               | 7.9%               | 8.2%               | 7.2%               | 6.3%               | -0.3%                          | 0.5%                | 0.6%                | 0.7%               | 0.8%               | 0.8%               | 0.7%               | 0.6%               |
| <b>Services:</b>   | <b>60%</b>  | <b>-26%</b> | <b>-12.2%</b>       | <b>-10.8%</b>       | <b>-9.9%</b>       | <b>-9.1%</b>       | <b>-8.8%</b>       | <b>-9.2%</b>       | <b>-9.2%</b>       | <b>-15.5%</b>                  | <b>-7.4%</b>        | <b>-6.6%</b>        | <b>-6.0%</b>       | <b>-5.5%</b>       | <b>-5.3%</b>       | <b>-5.6%</b>       | <b>-5.6%</b>       |
| <b>Não afetados</b>  | <b>21%</b>  | <b>0%</b>   | <b>0.4%</b>         | <b>0.6%</b>         | <b>0.6%</b>        | <b>0.5%</b>        | <b>0.7%</b>        | <b>0.2%</b>        | <b>0.9%</b>        | <b>0.0%</b>                    | <b>0.2%</b>         | <b>0.2%</b>         | <b>0.2%</b>        | <b>0.2%</b>        | <b>0.2%</b>        | <b>0.1%</b>        | <b>0.3%</b>        |
| Market-based PCE housing services                                  | 16%         | 0%          | 0.4%                | 0.5%                | 0.6%               | 0.7%               | 0.8%               | 0.9%               | 1.0%               | 0.0%                           | 0.1%                | 0.1%                | 0.1%               | 0.1%               | 0.1%               | 0.1%               | 0.2%               |
| Market-based PCE household utilities                               | 2%          | -2%         | 4.5%                | 5.4%                | 3.7%               | 1.9%               | 3.3%               | -3.2%              | 2.3%               | 0.0%                           | 0.1%                | 0.1%                | 0.1%               | 0.0%               | 0.1%               | -0.1%              | 0.1%               |
| Market-based PCE communication services                            | 3%          | 0%          | 1.5%                | 1.2%                | 1.1%               | 1.2%               | 1.3%               | 2.1%               | 2.5%               | 0.0%                           | 0.0%                | 0.0%                | 0.0%               | 0.0%               | 0.0%               | 0.1%               | 0.1%               |
| <b>Recuperação mais rápida</b>                                     | <b>27%</b>  | <b>-39%</b> | <b>-14.6%</b>       | <b>-12.8%</b>       | <b>-11.4%</b>      | <b>-9.8%</b>       | <b>-9.2%</b>       | <b>-9.4%</b>       | <b>-10.7%</b>      | <b>-10.6%</b>                  | <b>-4.0%</b>        | <b>-3.5%</b>        | <b>-3.1%</b>       | <b>-2.7%</b>       | <b>-2.5%</b>       | <b>-2.6%</b>       | <b>-2.9%</b>       |
| Market-based PCE health care                                       | 19%         | -35%        | -10.8%              | -9.2%               | -8.8%              | -6.9%              | -5.9%              | -5.2%              | -5.8%              | -6.7%                          | -2.1%               | -1.8%               | -1.7%              | -1.3%              | -1.1%              | -1.0%              | -1.1%              |
| Market-based PCE food services and accommodations                  | 7%          | -53%        | -25.5%              | -23.0%              | -18.6%             | -17.5%             | -18.1%             | -21.3%             | -24.9%             | -3.7%                          | -1.8%               | -1.6%               | -1.3%              | -1.2%              | -1.3%              | -1.5%              | -1.7%              |
| Market-based PCE professional services                             | 1%          | -17%        | -12.8%              | -11.1%              | -11.0%             | -11.1%             | -10.4%             | -8.8%              | -7.6%              | -0.2%                          | -0.2%               | -0.2%               | -0.1%              | -0.2%              | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              |
| <b>Recuperação Lenta</b>   | <b>11%</b>  | <b>-46%</b> | <b>-31.3%</b>       | <b>-28.7%</b>       | <b>-27.1%</b>      | <b>-26.5%</b>      | <b>-26.5%</b>      | <b>-26.9%</b>      | <b>-26.9%</b>      | <b>-5.2%</b>                   | <b>-3.5%</b>        | <b>-3.2%</b>        | <b>-3.0%</b>       | <b>-3.0%</b>       | <b>-3.0%</b>       | <b>-3.0%</b>       | <b>-3.0%</b>       |
| Market-based PCE transportation services                           | 4%          | -50%        | -32.1%              | -26.9%              | -24.4%             | -24.5%             | -25.2%             | -27.2%             | -26.3%             | -1.9%                          | -1.2%               | -1.0%               | -0.9%              | -0.9%              | -1.0%              | -1.0%              | -1.0%              |
| Market-based PCE recreation services                               | 3%          | -55%        | -40.1%              | -39.6%              | -38.0%             | -34.9%             | -34.5%             | -33.8%             | -33.2%             | -1.7%                          | -1.2%               | -1.2%               | -1.2%              | -1.1%              | -1.1%              | -1.1%              | -1.0%              |
| Market-based PCE education   | 2%          | -14%        | -11.3%              | -10.6%              | -9.6%              | -10.1%             | -10.2%             | -10.2%             | -11.8%             | -0.3%                          | -0.2%               | -0.2%               | -0.2%              | -0.2%              | -0.2%              | -0.2%              | -0.2%              |
| Market-based PCE personal care and clothing services               | 1%          | -78%        | -50.6%              | -46.4%              | -47.3%             | -47.0%             | -45.4%             | -44.3%             | -45.2%             | -1.0%                          | -0.6%               | -0.6%               | -0.6%              | -0.6%              | -0.6%              | -0.6%              | -0.6%              |
| Market-based PCE child care  | 0%          | -60%        | -31.7%              | -29.6%              | -31.9%             | -30.8%             | -30.9%             | -30.9%             | -31.2%             | -0.2%                          | -0.1%               | -0.1%               | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              |
| Market-based PCE household maintenance                             | 1%          | -15%        | -8.7%               | -9.2%               | -8.3%              | -9.1%              | -8.1%              | -7.7%              | -8.8%              | -0.1%                          | -0.1%               | -0.1%               | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              | 0.0%               | -0.1%              |
| Market-based PCE financial services and insurance                  | 1%          | -12%        | -12.1%              | -9.5%               | -7.3%              | -6.4%              | -7.5%              | -6.2%              | -6.4%              | -0.1%                          | -0.1%               | -0.1%               | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              | -0.1%              |

Fonte: BEA, Mar Asset Management

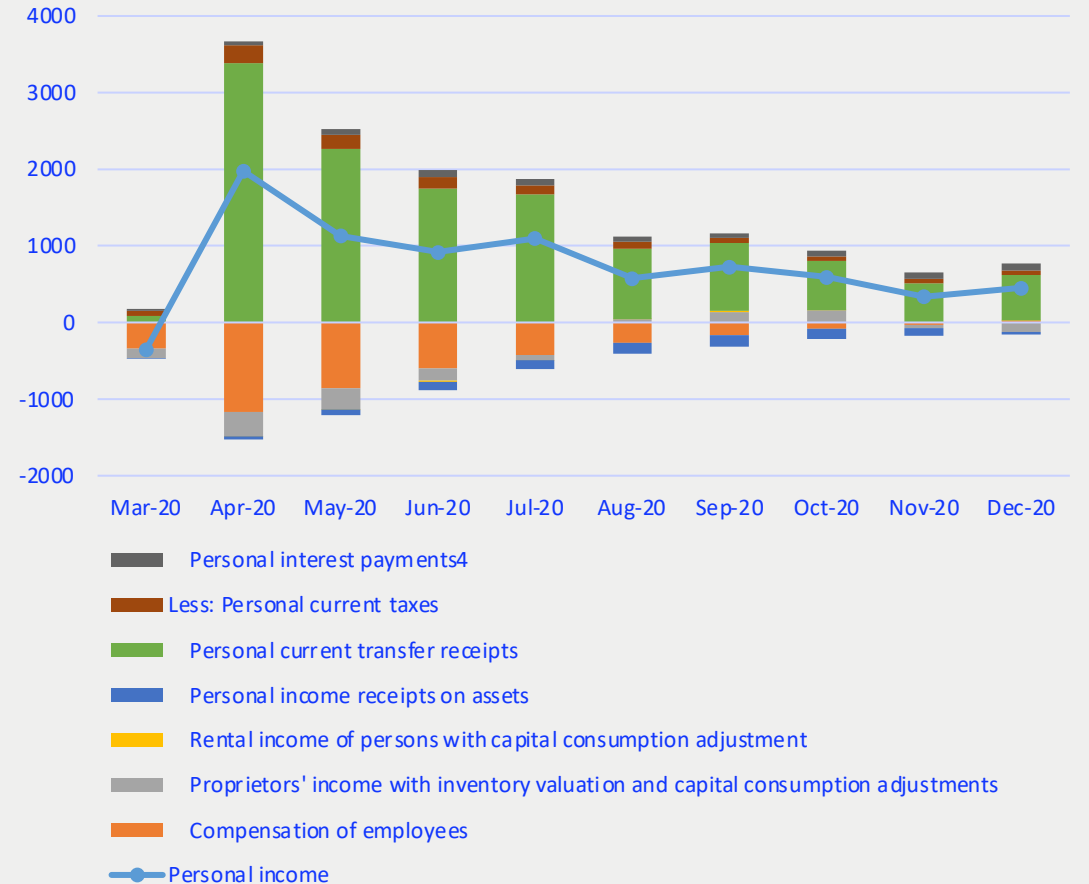
# Poupança das famílias continua bastante alta nos EUA

- A renda disponível das famílias continua bem acima do pré-crise, apesar do consumo não ter se recuperado totalmente. A taxa de poupança permanece muito acima do normal.
- A diminuição das transferências do governo foi, parcialmente, compensada pelo aumento da renda do trabalho. Esta última já retornou para o nível pré-crise.

**Renda disponível, gastos e poupança das famílias nos EUA (US\$ bilhões, SAAR, % da renda)**



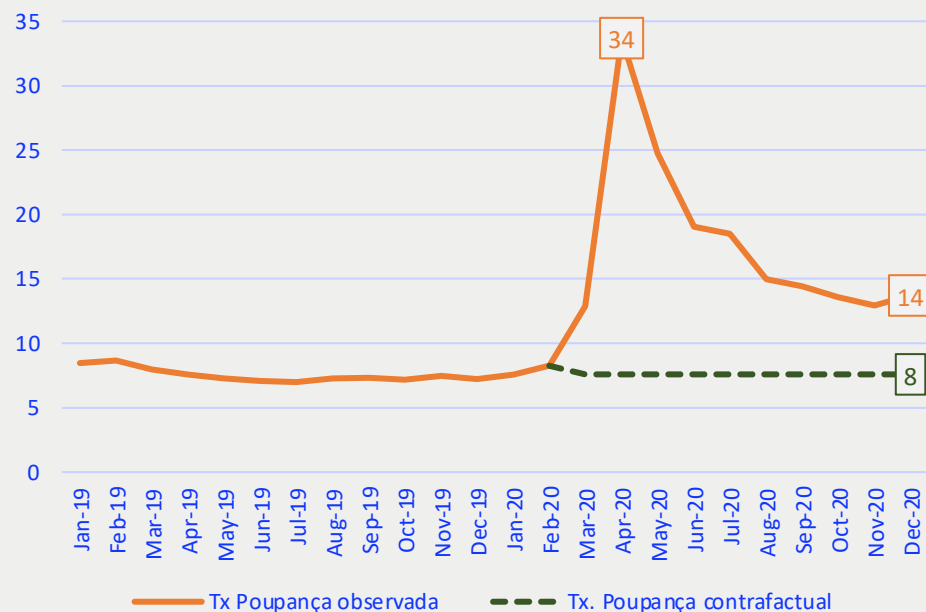
**Crescimento da Renda Disponível em comparação com fevereiro 2020 (US\$, bilhões SAAR)**



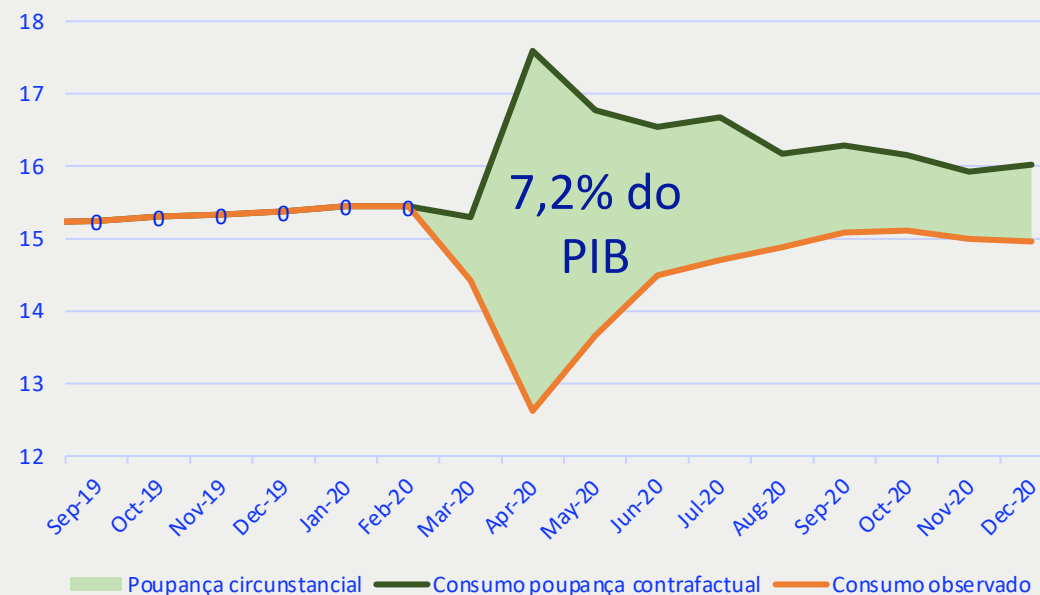
# Poupança circunstancial de 7,2% do PIB em 2020

- A combinação entre aumento da renda disponível e redução do consumo levou as famílias a aumentarem bastante as suas poupanças. A taxa de poupança, que historicamente é próxima a 8% da renda disponível, chegou a 33% no auge da crise. Em dezembro, último dado disponível, ela estava em 14%.
- Simulamos qual teria sido o consumo compatível com o aumento da renda disponível caso a taxa de poupança tivesse ficado constante ao longo de 2020. A diferença entre o consumo observado e o contrafactual, chamada de poupança circunstancial, foi de 7,2% do PIB no acumulado de 2020.

**Taxa de poupança (% da renda disponível)**



**Consumo das famílias observado e contrafactual (US\$ trilhões, SAAR)**



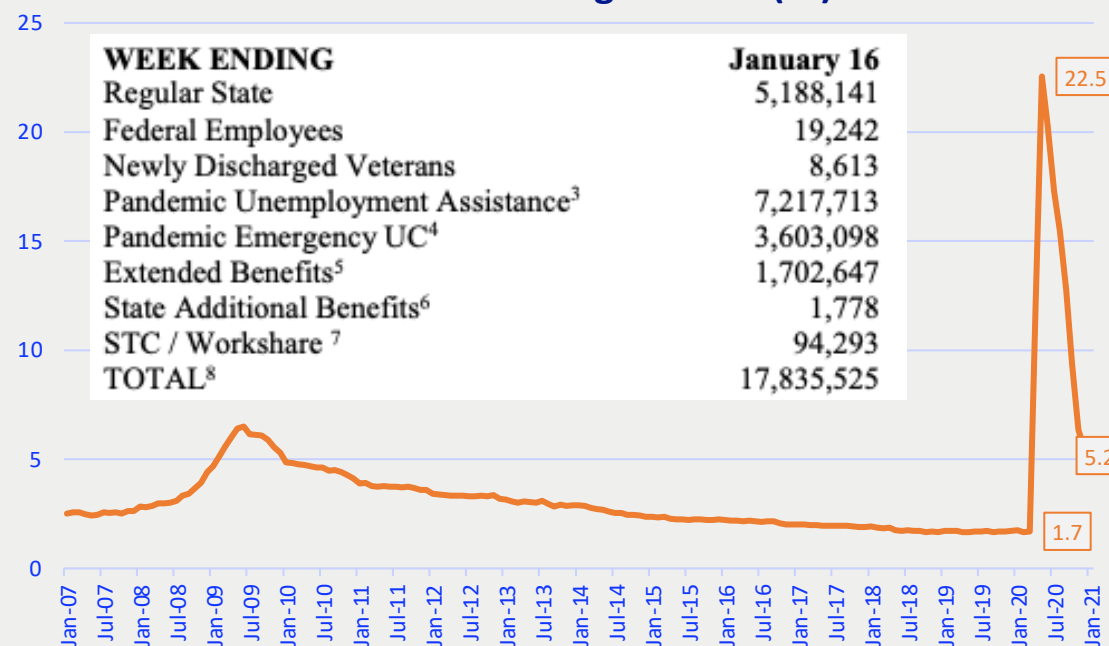
# Queda do emprego compensada por programas federais

- O número de pessoas empregadas (*Nonfarm Payroll*) está 10 milhões abaixo do nível pré-crise. Isso representa uma recuperação de ~60% da perda inicial de postos de trabalho por conta da pandemia.
- No entanto, os programas de assistência do governo mais do que compensaram essa redução do emprego. Atualmente, existem 17 milhões de beneficiários entre seguro-desemprego tradicionais e programas específicos para combater aos efeitos econômicos da pandemia.

**Nonfarm Payroll (AS, milhões)**



**Continuing unemployment claims e programas adicionais do governo (%)**



| WEEK ENDING                                   | January 16        |
|---|-------------------|
| Regular State                                 | 5,188,141         |
| Federal Employees                             | 19,242            |
| Newly Discharged Veterans                     | 8,613             |
| Pandemic Unemployment Assistance <sup>3</sup> | 7,217,713         |
| Pandemic Emergency UC <sup>4</sup>            | 3,603,098         |
| Extended Benefits <sup>5</sup>                | 1,702,647         |
| State Additional Benefits <sup>6</sup>        | 1,778             |
| STC / Workshare <sup>7</sup>                  | 94,293            |
| <b>TOTAL<sup>8</sup></b>                      | <b>17,835,525</b> |

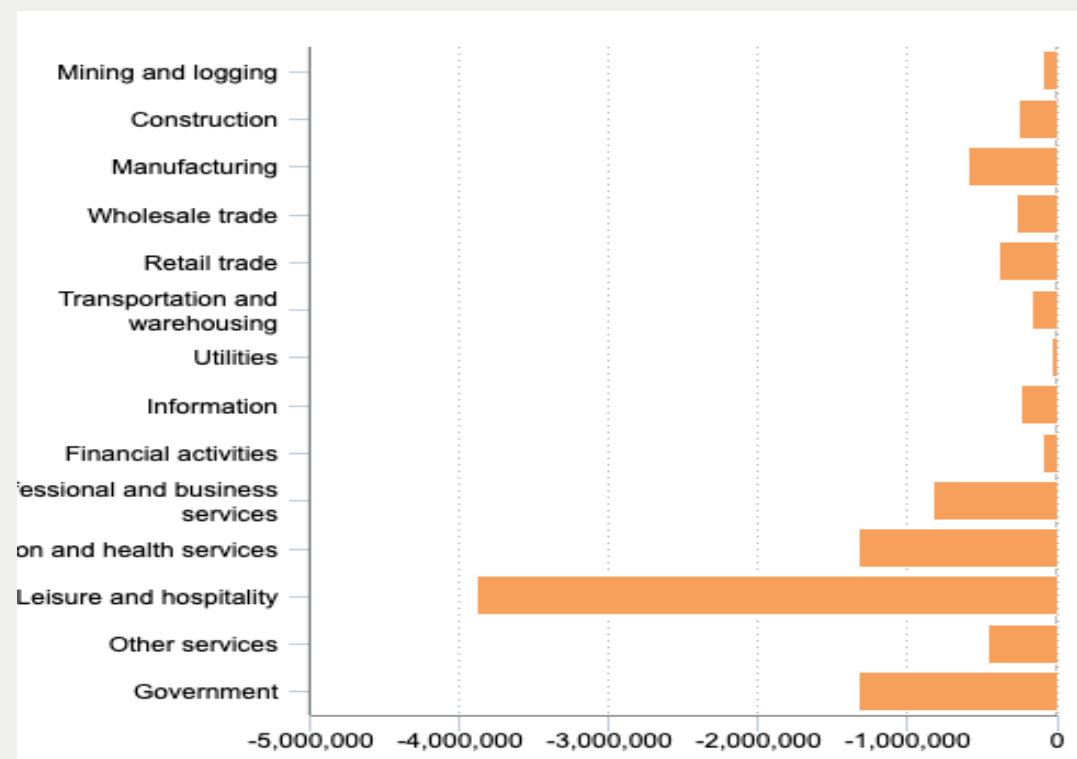
# Retorno ao trabalho tem efeito limitado na renda

- O seguro-desemprego foi mais que suficiente para compensar a perda de renda entre os trabalhadores com salários mais baixos. Os setores que ainda estão mais afetados pela pandemia tem, em geral, uma mão de obra menos qualificada (e.g., *food service*). Portanto, não é claro que o retorno aos seus empregos aumente as suas rendas em comparação ao que estavam recebendo desempregado.

## Taxa de recomposição salarial com PHUA de US\$600 (AS, milhões)

| Occupation          | Weekly earnings | Unemployment rate |       | Median change in income |           |
|---------------------|-----------------|-------------------|-------|-------------------------|-----------|
|                     |                 | 2019              | 2020  | Without FPUC            | With FPUC |
| Food service        | \$491           | 6.0%              | 36.8% | -18.5%                  | 18.9%     |
| Janitors            | \$591           | 4.3%              | 15.2% | -5.9%                   | 6.6%      |
| Medical assistants  | \$591           | 3.2%              | 12.7% | -5.2%                   | 5.2%      |
| Receptionist        | \$591           | 7.4%              | 19.4% | -6.1%                   | 9.8%      |
| Sales & retail      | \$689           | 4.2%              | 17.9% | -7.7%                   | 4.7%      |
| Transport           | \$827           | 2.5%              | 17.0% | -8.5%                   | 1.0%      |
| Construction        | \$853           | 5.3%              | 16.3% | -6.0%                   | 3.2%      |
| Teachers            | \$984           | 1.3%              | 10.2% | -5.6%                   | -0.8%     |
| Nurses & therapists | \$1,280         | 1.6%              | 3.4%  | -1.1%                   | 0.2%      |
| Managers            | \$1,477         | 1.4%              | 5.0%  | -2.6%                   | -1.0%     |
| IT                  | \$1,713         | 1.2%              | 3.1%  | -1.3%                   | -0.5%     |

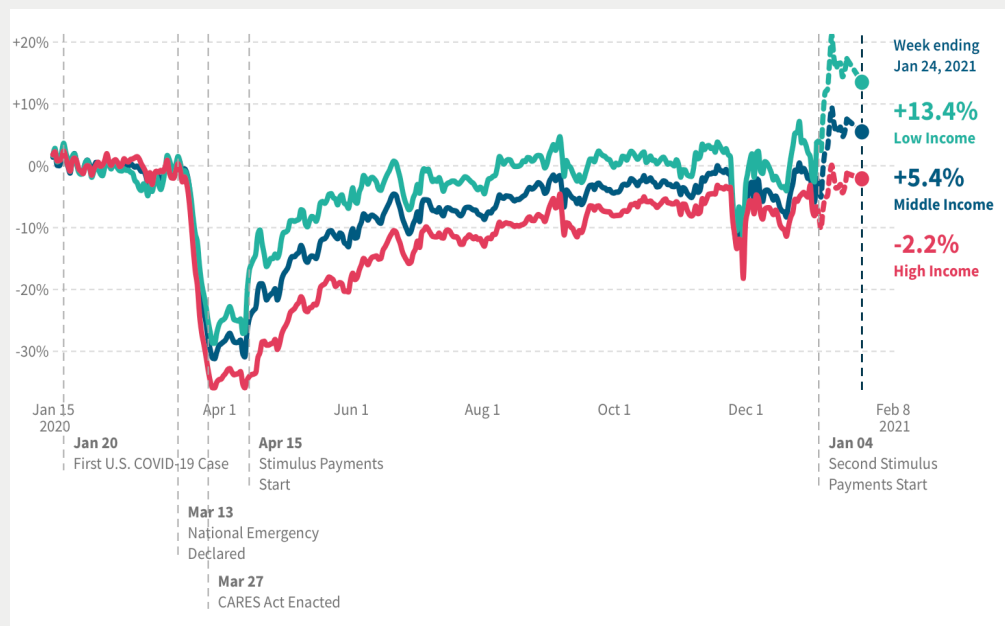
## Redução do NFP por segmento (pessoas empregadas)



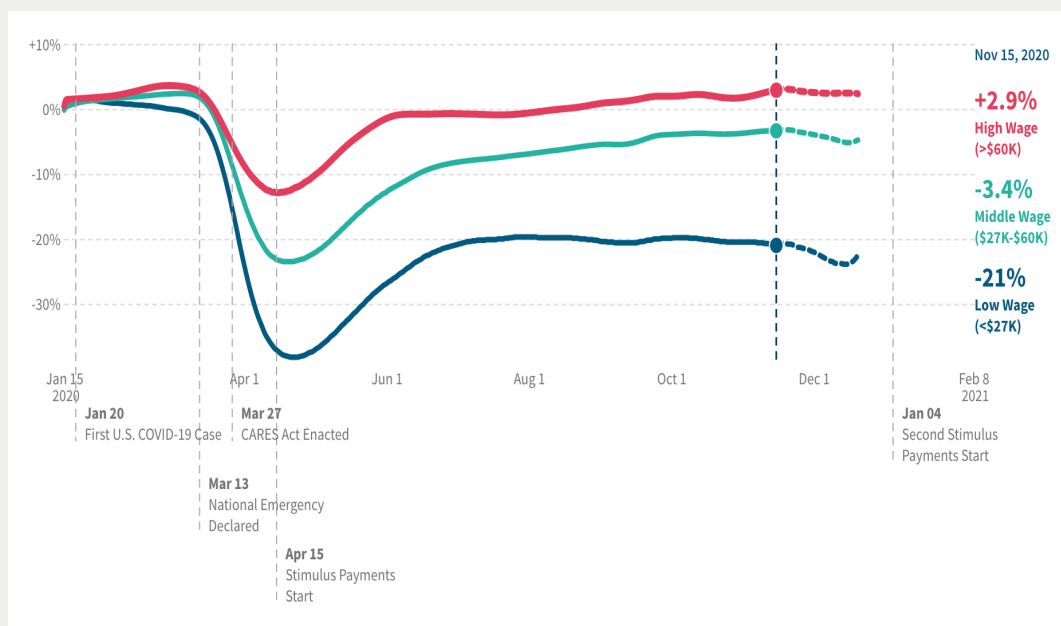
# Cheques tem impacto rápido no consumo de baixa renda

- A recuperação do trabalho tem sido bastante heterogênea entre as faixas de renda. Enquanto o emprego para as pessoas que recebem acima de 60k/ano já está em nível superior ao pré-crise, o emprego entre as que recebem menos de 27k ainda está 20% abaixo.
- A faixa de renda mais baixa tende a se beneficiar mais, proporcionalmente, com as transferências do governo. Essa recomposição de renda, aliada a cesta de consumo mais voltada à bens, fez com que esse grupo já tivesse recuperado o nível de consumo em meados de 2020. O consumo desse grupo aumenta muito logo após a o envio de cheques do governo.

## Crescimento dos gastos com cartão de crédito em relação ao pré-crise por faixa de renda (%)



## Crescimento do emprego em relação ao pré-crise por faixa de renda (% em relação a fev-20)





# Pacotes aprovados injetarão mais de 10% do PIB dos EUA

- O pacote proposto pelo governo em fevereiro prevê aumento de gastos de 1,9 trilhão. Dentre as medidas do pacote, está o pagamento direto de quase US\$600 bilhões. Isso é quase o dobro do que foi enviado em abril de 2020 e quase três vezes maior do que o enviado em janeiro de 2021.
- Em sua primeira entrevista como secretária do Tesouro, Janet Yellen disse que o pacote tem o tamanho necessário e que eventuais pressões inflacionárias são um risco que vale a pena correr neste momento.

## Composição dos pacotes fiscais

|  | "Phase IV" Proposals                  |  |                                 | Enacted COVID-Relief Bill (Dec. 2020) "Phase IV" | "Phase V" Proposals            |                                    |                     |                       |
|--|---------------------------------------|--|---------------------------------|--|--------------------------------|------------------------------------|---------------------|-----------------------|
|  | House Democrats (May 2020) "Phase IV" | House Democrats (Oct. 2020) "Phase IV" | Bipartisan Proposal (Dec. 2020) |  | Biden Proposal (Jan. 14, 2020) | Senate GOP Proposal (Feb. 1, 2021) | GS (Prior Scenario) | GS (Updated Scenario) |
| State fiscal aid                       | 996                                   | 492                                    | 160                             | 0  | 370                            | -                                  | 200                 | 250                   |
| Education grants                       | 90                                    | 225                                    | 82                              | 82   | 170                            | 20                                 | 100                 | 170                   |
| Public health                          | 197                                   | 198                                    | 51                              | 69   | 160                            | 160                                | 160                 | 160                   |
| Stimulus payments, child tax credit    | 584                                   | 360                                    | -                               | 171  | 595                            | 220                                | 300                 | 400                   |
| Unemployment insurance                 | 440                                   | 390                                    | 180                             | 180  | 275                            | 132                                | 200                 | 200                   |
| Rental/homeowner assistance            | 200                                   | 89                                     | 25                              | 25   | 35                             | -                                  | 25                  | 35                    |
| Child care                             | 10                                    | 65                                     | 10                              | 10   | 40                             | 20                                 | 25                  | 40                    |
| Safety net programs                    | 40                                    | 26                                     | 13                              | 13   | 20                             | 12                                 | 20                  | 20                    |
| Health insurance                       | 99                                    | 10                                     | -                               | -  | 50                             | -                                  | -                   | 50                    |
| Business assistance, incl. restaurants | 268                                   | 408                                    | 300                             | 350  | 50                             | 50                                 | 50                  | 50                    |
| Student loan relief                    | 192                                   | 44                                     | 4                               | -  | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Pension relief                         | 53                                    | 59                                     | -                               | -  | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Transportation                         | 31                                    | 48                                     | 29                              | 29   | 20                             | -                                  | 20                  | 20                    |
| Air carriers                           |                                       | 27                                     | 16                              | 16   | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Broadband                              | 6                                     | 15                                     | 10                              | 7  | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Farm subsidies                         |                                       |  | 13                              | 13   | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Eliminate SALT limitation for 2020     | 137                                   | 65                                     | -                               | -  | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Reverse CARES tax loss provisions      | -254                                  | -254                                   | -                               | -  | -                              | -                                  | -                   | -                     |
| Other                                  | 356                                   | 131                                    | 15                              | -  | 135                            | 4                                  | -                   | 105                   |
| <b>Total cost (\$bn/10yrs)</b>         | <b>3445</b>                           | <b>2398</b>                            | <b>908**</b>                    | <b>-950</b>                                      | <b>1920</b>                    | <b>618</b>                         | <b>1100</b>         | <b>1500</b>           |
| <b>Total cost (% of GDP)</b>           | <b>16.5</b>                           | <b>11.5</b>                            | <b>4.3</b>                      | <b>4.5</b>                                       | <b>8.7</b>                     | <b>2.8</b>                         | <b>5.0</b>          | <b>6.8</b>            |

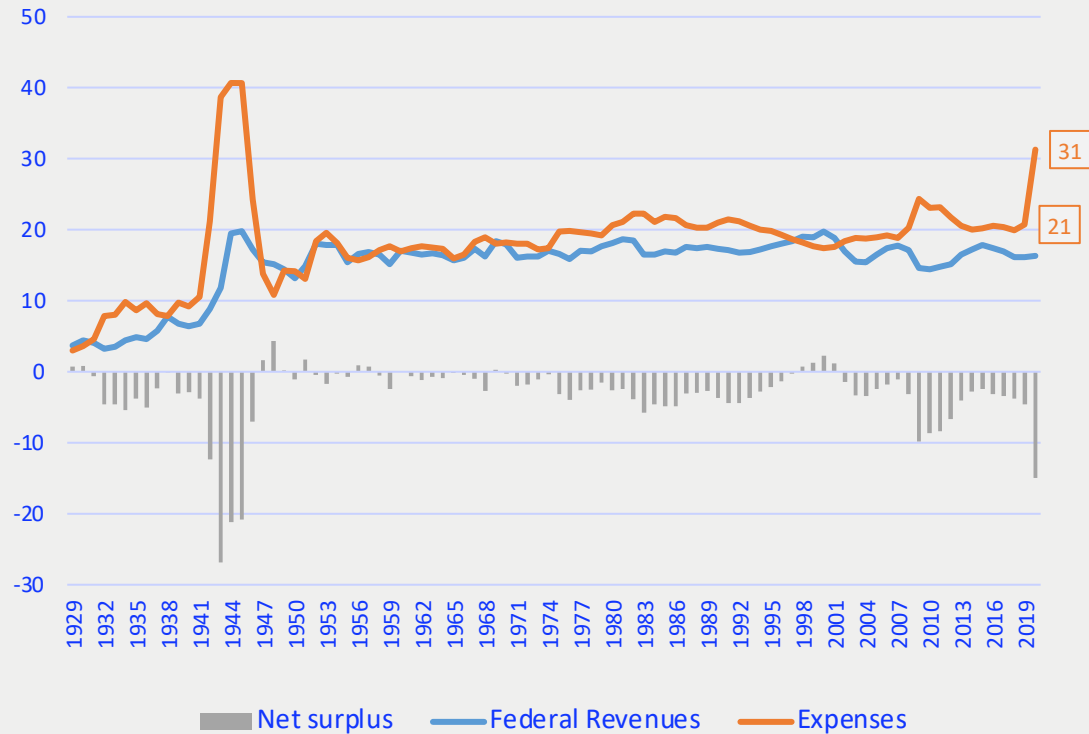
## Entrevista da Janet Yellen a CNN ([link](#), primeiros 3 minutos)



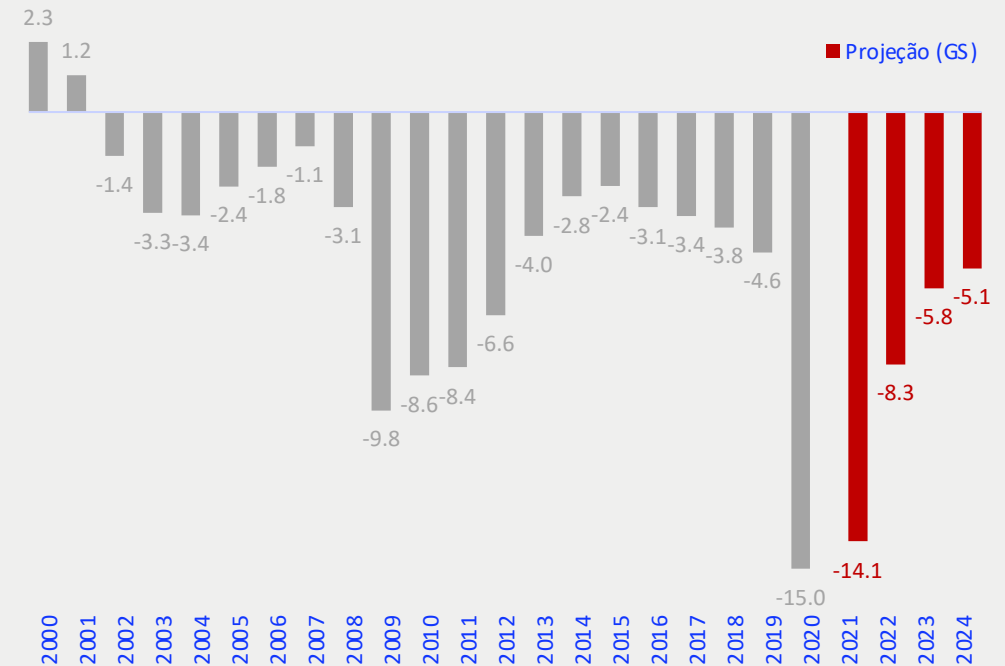
# Déficit do governo federal de 14% do PIB em 2021

Os gastos do governo federal aumentaram de 21% do PIB em 2019 para 31% em 2020. Com a aprovação do novo pacote, os gastos permanecerão próximos ao nível atual em 2021. O déficit do governo federal permanecerá estável em termos de US\$ entre 2020 e 2021. Para os anos posteriores, é possível que veremos forte contração fiscal.

**Gastos e receitas do governo federal (% do PIB)**



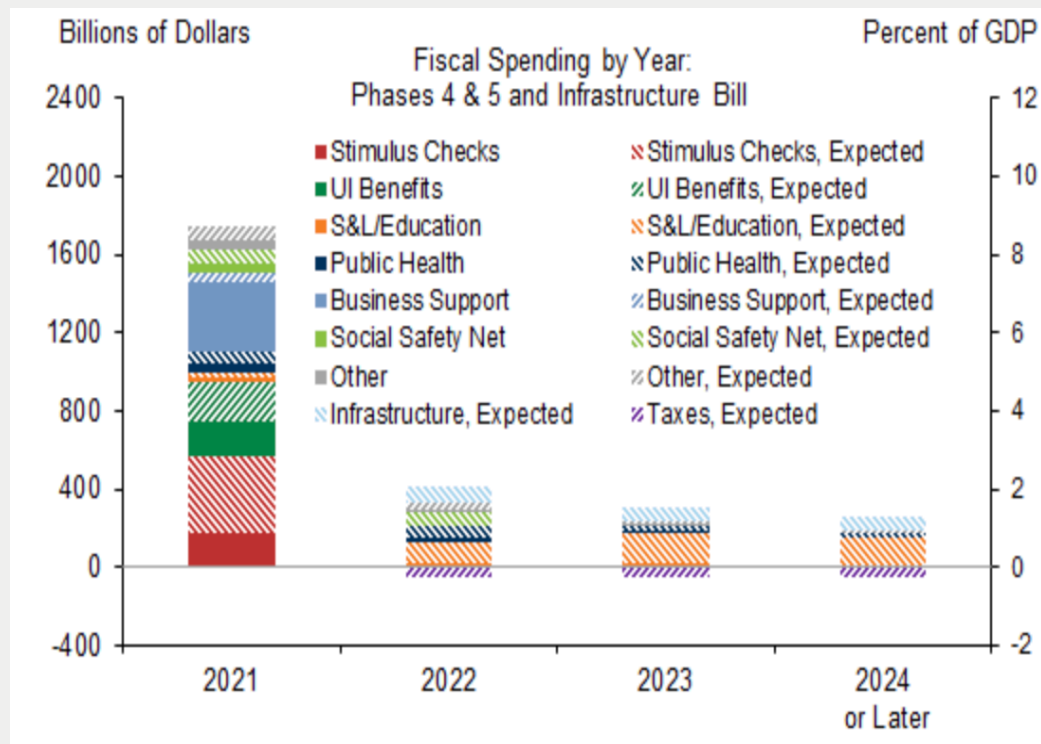
**Déficit nominal do governo federal (% do PIB)**



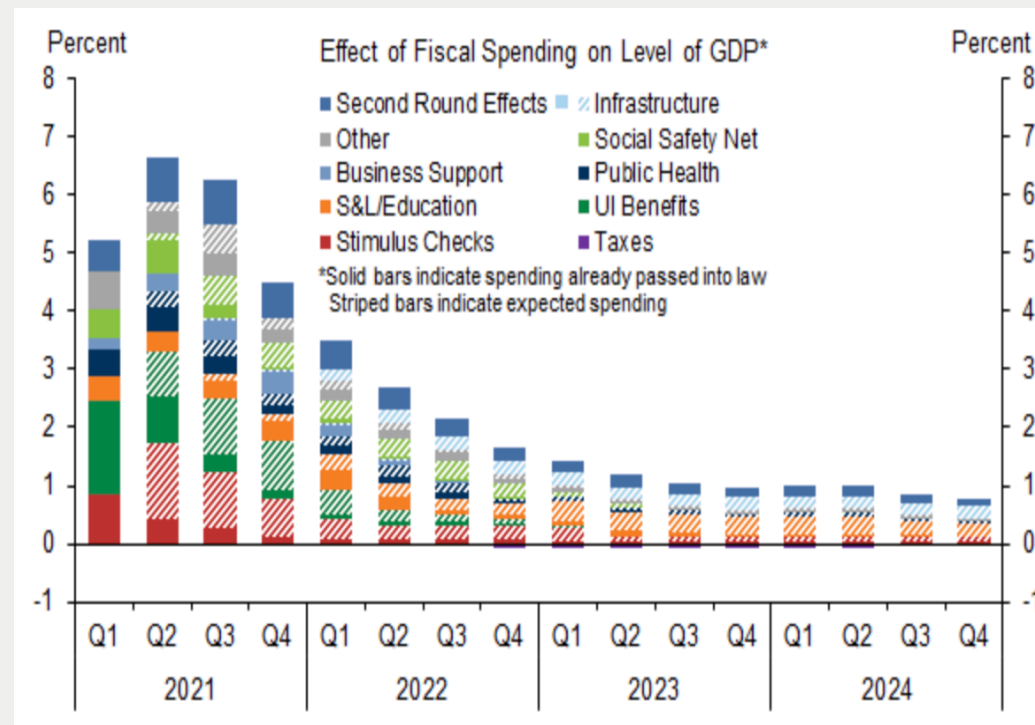
# Maior parte do impulso fiscal será circunscrito a 2021

A maior parte dos estímulos fiscais a serem implementados serão circunscritos a 2021. O impulso fiscal médio neste ano será de 6% no nível do PIB. A partir de 2022, esses efeitos deixarão de existir, implicando em um impulso fiscal negativo para o *crescimento* do PIB.

**Impacto das medidas fiscais (US\$ bilhões, % do PIB)**



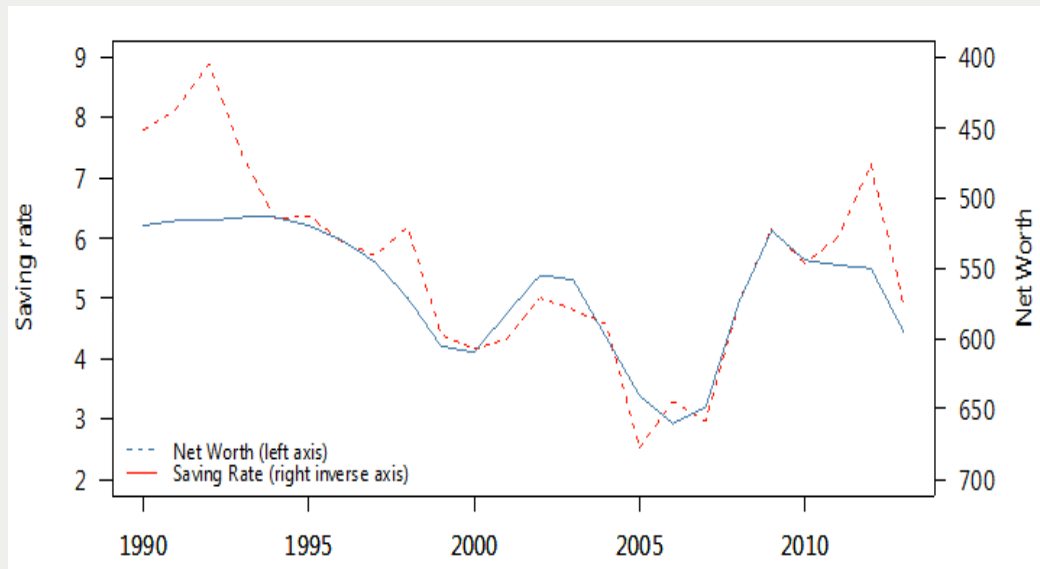
**Impulso fiscal no nível do PIB (% do PIB)**



# Efeito riqueza será positivo na saída da crise de Covid-19

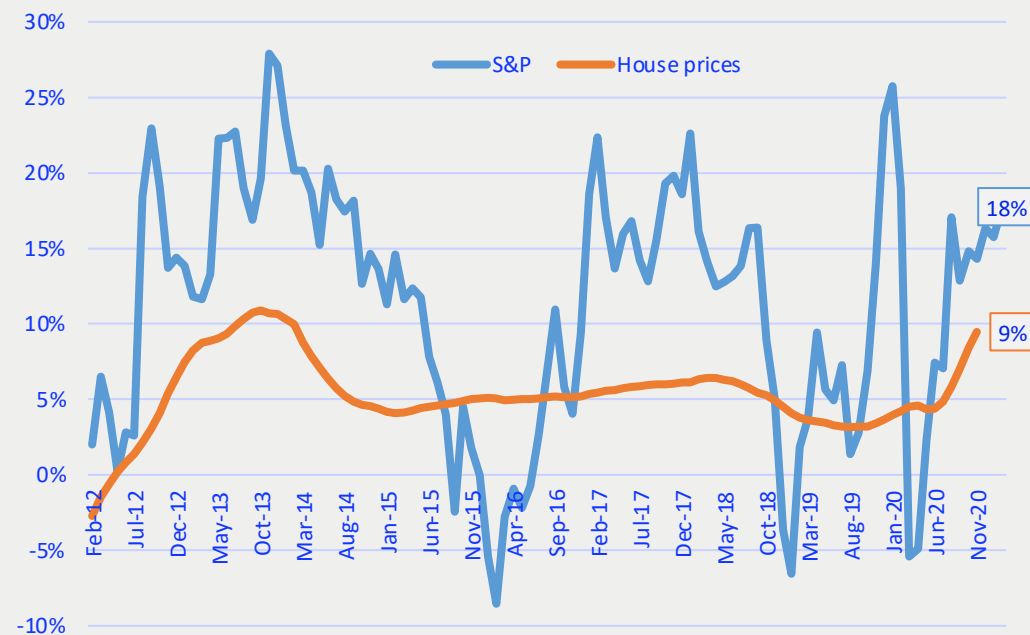
- Existe uma relação positiva entre taxa de poupança e riqueza das famílias, em linha com a teoria da renda permanente. Nos EUA, a maior parte da riqueza das famílias está em *Real Estate* e no mercado acionário (direta ou indiretamente).
- Ao contrário de crises anteriores, a riqueza das famílias já era superior ao pré-crise poucos meses após o início do surto de Covid-19. Ambos preços dos ativos e do *Real Estate* aumentaram bastante nos últimos meses.

## Relação entre taxa de poupança e Net Worth



## Composição dos ativos das famílias

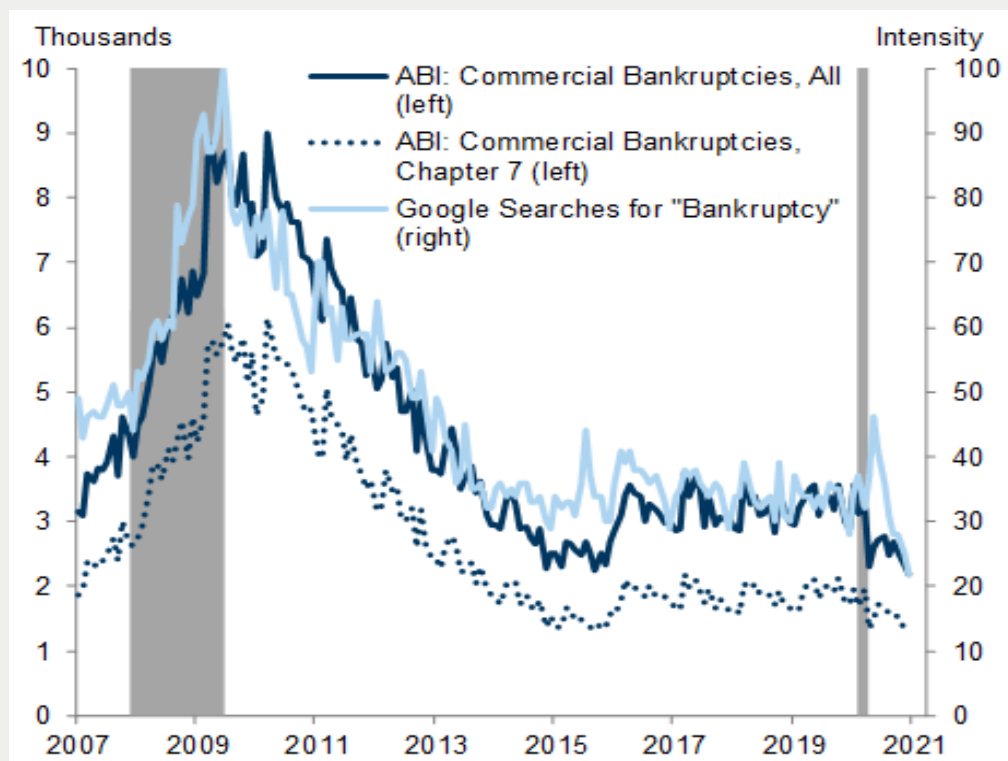
|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| Real Estate                        | 25         |
| Corporate Equities at Market Value | 16         |
| Mutual funds                       | 7          |
| Pension Funds                      | 20         |
| Equity in Noncorporate Business    | 9          |
| Others                             | 23         |
| <b>Total assets of household</b>   | <b>100</b> |



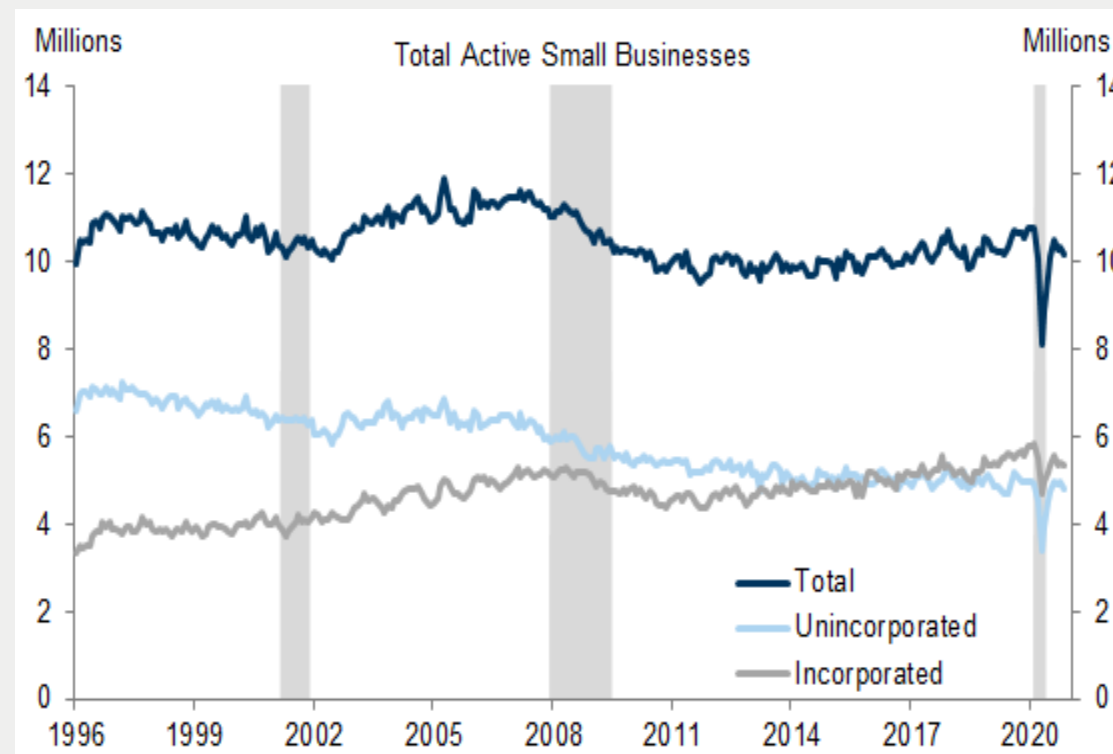
# Efeitos de longo prazo serão baixos para o tamanho da crise

- O número de estabelecimentos fechando nos EUA foi bem menor na atual crise do que na anterior. De fato, o número de micro empresas em operação voltou, praticamente, ao mesmo patamar de antes de fevereiro. Isso é um ambiente bastante propício para recuperação cíclica bastante rápida uma vez tendo a grande parte da população vacinada. Isso foi bastante diferente do que ocorreu na última crise.

## Pedidos de falência de empresas grandes



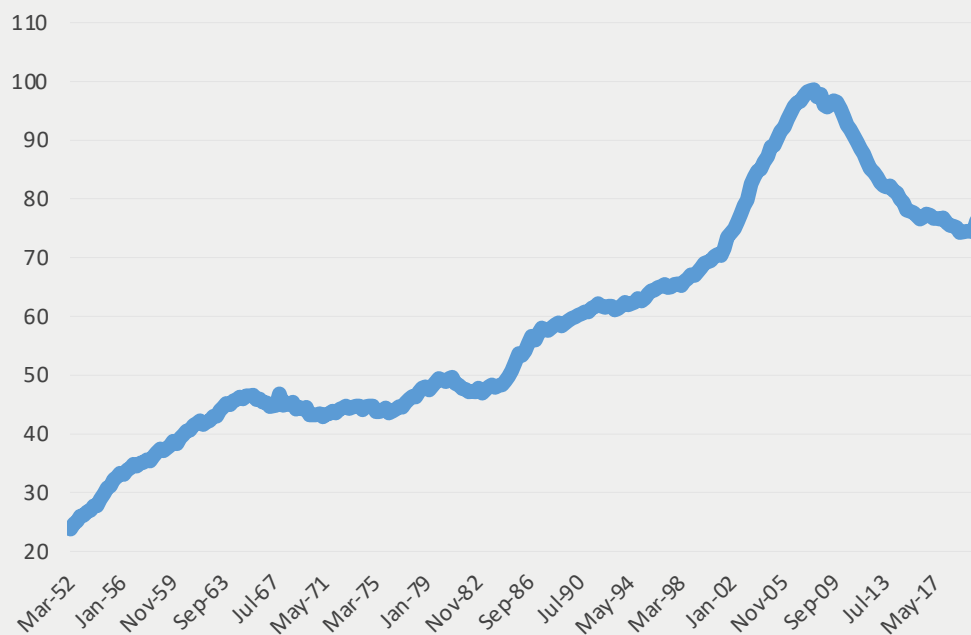
## Pequenas empresas em funcionamento



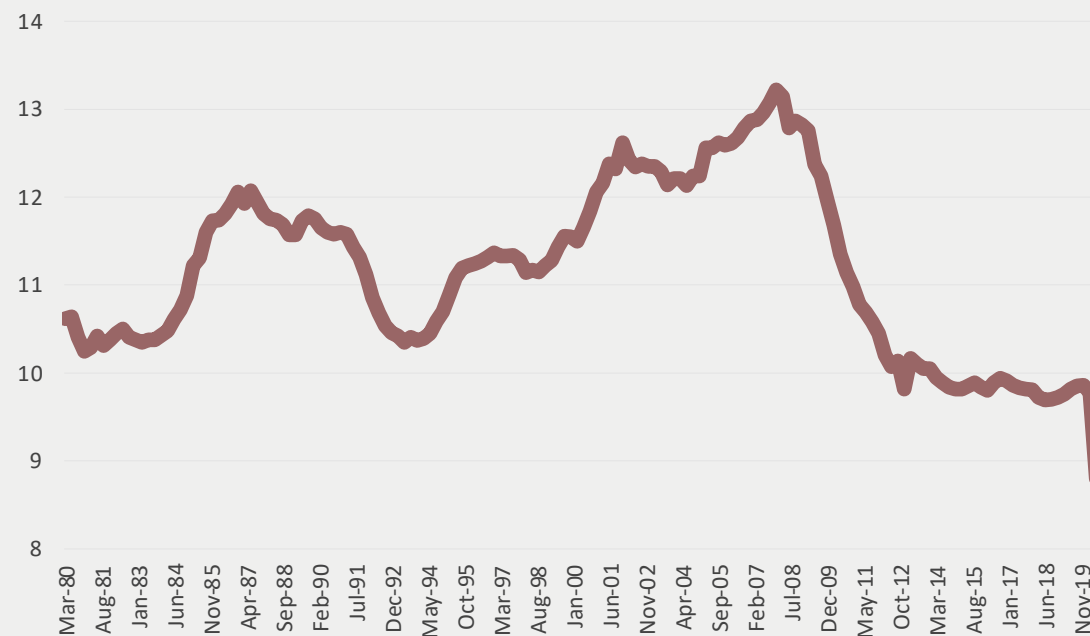
## Alavancagem das famílias é bem menor do que em 2008

- Uma das características da retomada após a Grande Recessão foi o processo de desalavancagem das famílias. Após atingir um pico de 98,6% do PIB ao final de 2008, as famílias reduziram o grau de endividamento de maneira contínua desde então. Pouco antes do início dessa recessão, a dívida total das famílias havia reduzido para 74,5% do PIB.
- O serviço da dívida teve uma redução ainda maior. Após a recessão, houve também uma diminuição bastante relevante da taxa de juros concomitante à redução do total da dívida. Esses dois fatores levaram o serviço da dívida diminuir de quase 13% da renda disponível das famílias para pouco menos de 10% entre 2007 e 2013.

**Nível de endividamento das famílias (% do PIB)**



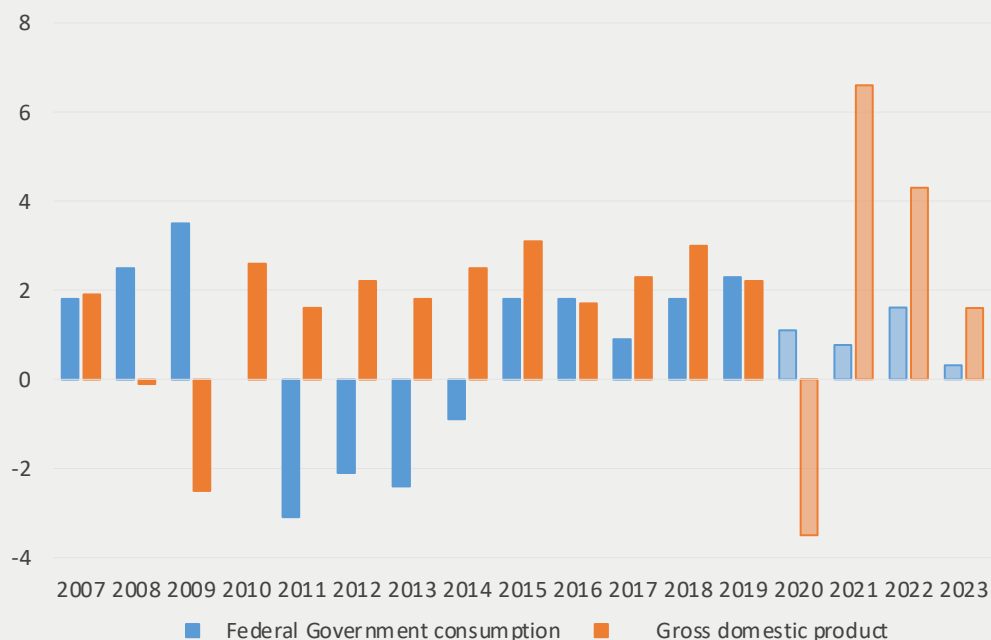
**Serviço da dívida das famílias nos EUA (% da renda disponível)**



# Crescimento do PIB acima de 6% em 2021

- Crescimento do PIB será superior a 6% em 2021, mais do que compensando a queda de -3,5% de 2020. Além disso, a expectativa de vários agentes de mercado é de crescimento acima do potencial em 2022, o que levaria a economia a um patamar bastante acima do pré-crise.

## Crescimento dos gastos do governo federal e do PIB dos EUA (%)



## Crescimento do PIB dos EUA e seus componentes (%)

|   | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Gross domestic product</b>                                   | -0.1 | -2.5 | 2.6  | 1.6  | 2.2  | 1.8  | 2.5  | 3.1  | 1.7  | 2.3  | 3.0  | 2.2  | -3.5 | 6.6  | 4.3  |
| <b>Personal consumption expenditures</b>                        | -0.2 | -1.3 | 1.7  | 1.9  | 1.5  | 1.5  | 3.0  | 3.8  | 2.8  | 2.6  | 2.7  | 2.4  | -3.9 | 7    | 4.6  |
| Goods   | -3   | -3.1 | 2.8  | 2.2  | 2.1  | 3.1  | 4.1  | 4.8  | 3.6  | 4.0  | 4.1  | 3.7  | 3.9  |      |      |
| Services  | 1.3  | -0.3 | 1.2  | 1.7  | 1.2  | 0.6  | 2.4  | 3.3  | 2.4  | 2.0  | 2.1  | 1.8  | -7.3 |      |      |
| <b>Gross private domestic investment</b>                        | -8.2 | 21.2 | 14.1 | 6.6  | 11   | 6.9  | 5.6  | 5.5  | -1.5 | 3.5  | 6.3  | 1.7  | -5.3 |      |      |
| <b>Fixed investment</b>   | -5.8 | -16  | 3.1  | 7.1  | 10   | 5.6  | 6.6  | 3.8  | 1.8  | 3.8  | 5.2  | 1.9  | -1.8 |      |      |
| Nonresidential  | 0.6  | 14.5 | 4.5  | 8.7  | 9.5  | 4.1  | 7.2  | 2.3  | 0.5  | 3.7  | 6.9  | 2.9  | -4.0 | 7.3  | 4.6  |
| Residential   | 24.2 | 21.7 | -3.1 | -0.1 | 13   | 12.4 | 3.8  | 10.2 | 6.6  | 4    | -0.6 | -1.7 | 5.9  | 16.4 | 5    |
| <b>Government consumption expenditures and gross investment</b> | 2.5  | 3.5  | 0    | -3.1 | -2.1 | -2.4 | -0.9 | 1.8  | 1.8  | 0.9  | 1.8  | 2.3  | 1.1  | 1    | 1.5  |

# Política monetária nunca esteve tão estimulativa

- *As Condições Financeiras* estão muito mais estimulativas agora do que estavam logo após a saída da crise em 2009, apesar do menor espaço para redução de juros do que naquela época.
- Após a crise de 2008, havia um receio por parte dos Bancos Centrais que os estímulos monetários poderiam, eventualmente, criar uma bolha inflacionário ou de ativos. Dessa forma, havia uma grande ansiedade para retirada de estímulo o quanto antes para minimizar esse risco potencial. Desde então, vimos uma recuperação bastante gradual, que finalmente acabou levando os EUA e Europa a taxas de desemprego mínimas, mas sem qualquer efeito sobre inflação ou mesmo criação de bolhas que gerassem desequilíbrios econômicos.

## Índice GS de condições financeiras nos EUA



## O que aprendemos desde 2008 que está sendo útil para a resposta à crise atual? ([link](#), minuto 27)

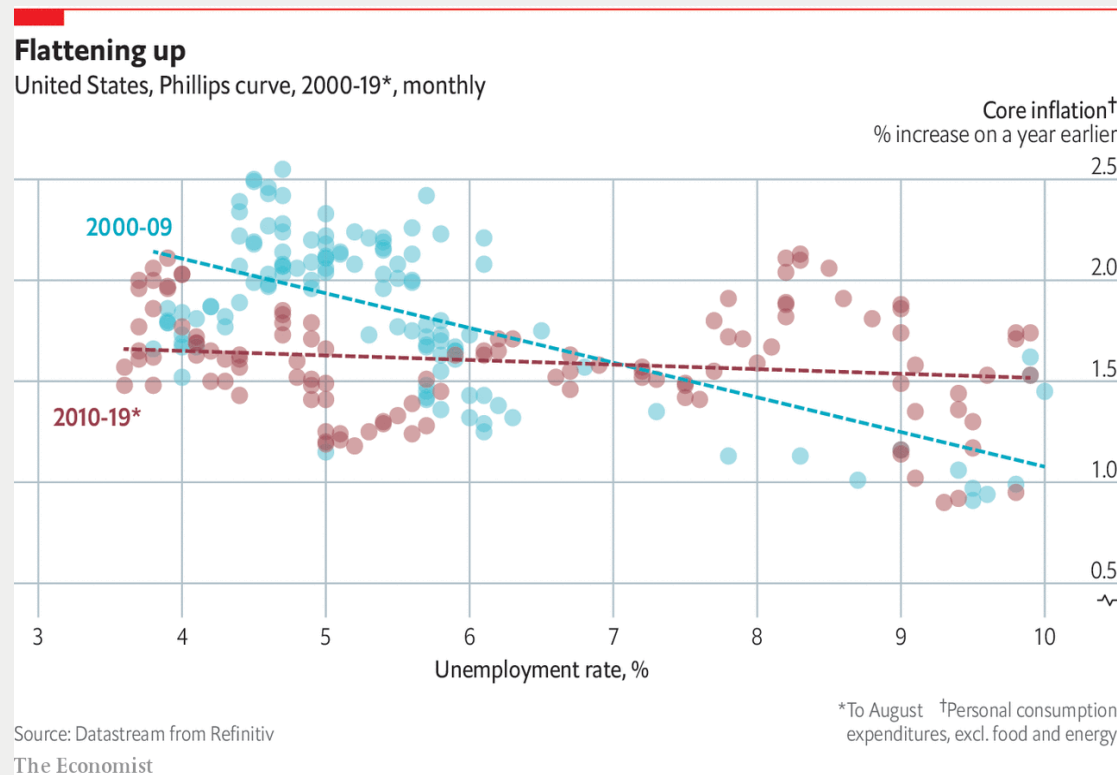




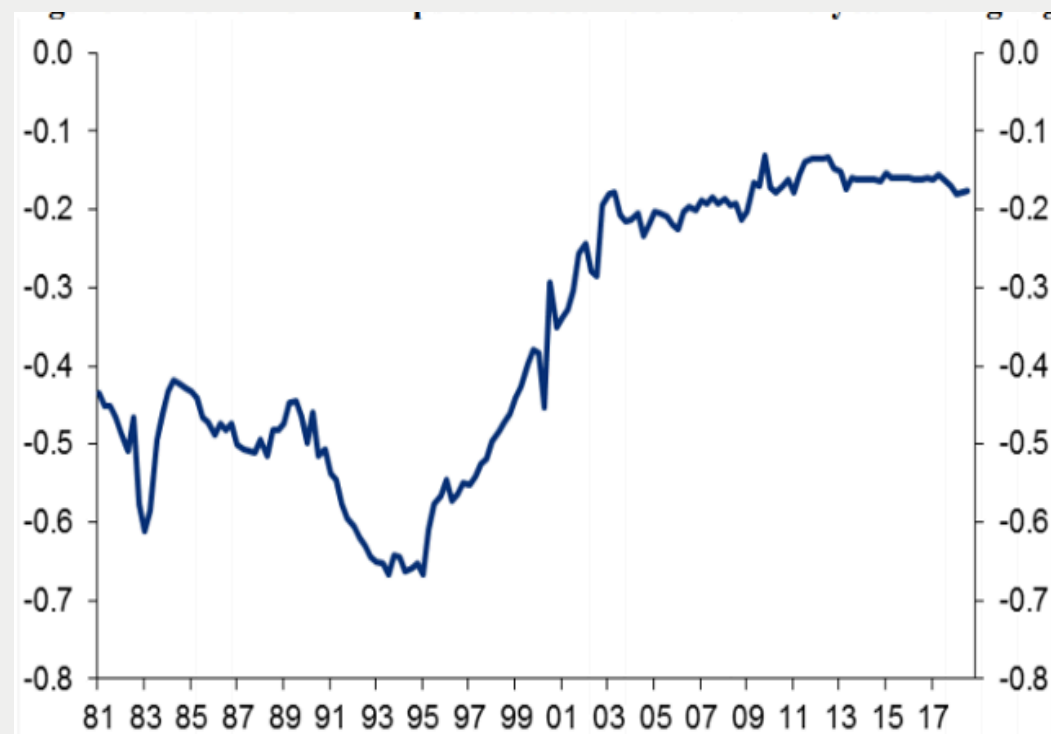
# Achatamento da Curva de Phillips

- A relação entre desemprego e inflação diminuiu consideravelmente nos últimos anos. Isso se reflete em um beta estimado muito pequeno em qualquer regressão da Curva de Phillips. A Curva de Phillips nos daria uma previsão muito semelhante para a inflação, qualquer que seja a suposição que fizermos para o desemprego nos próximos anos.

## Curva de Phillips nos EUA



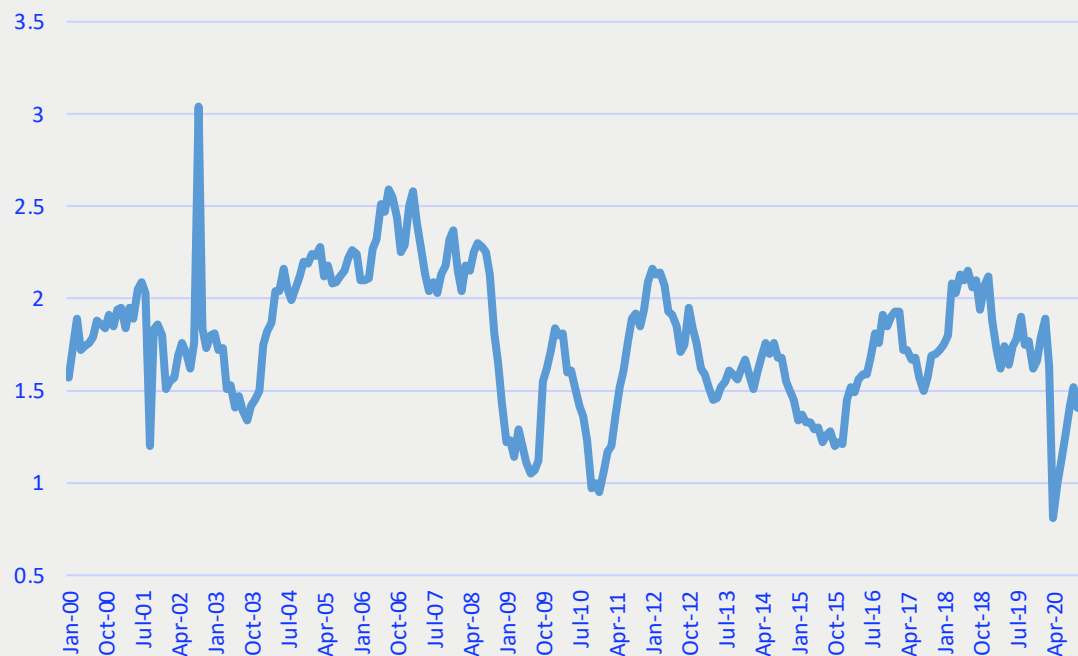
## Coeficiente da Curva de Phillips utilizando a inflação (janela móvel de 20 anos)



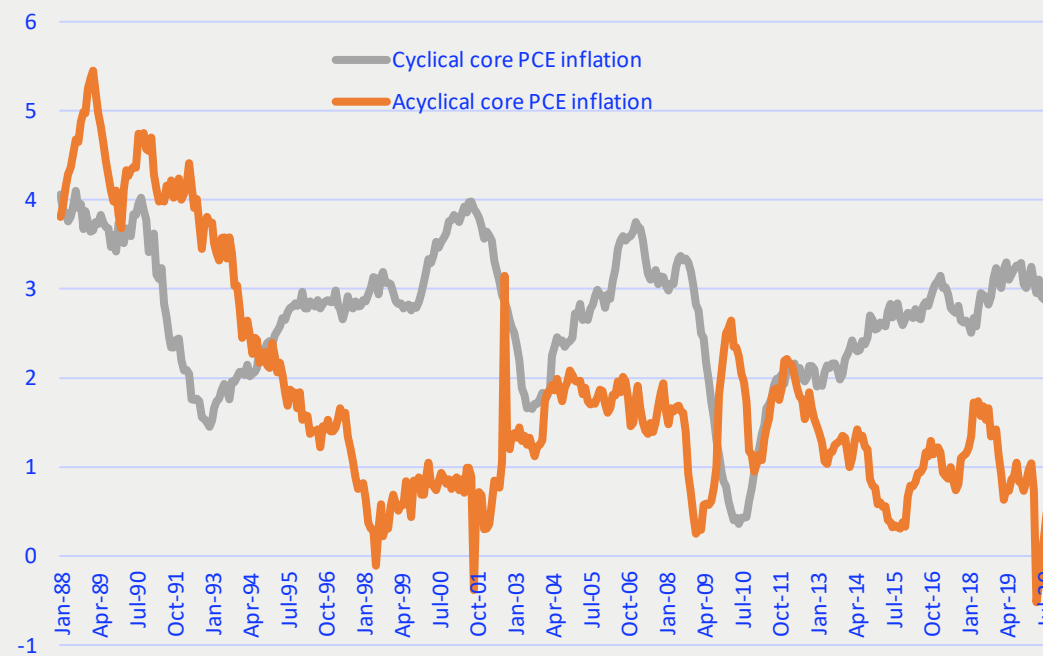
# Inflação nos EUA – componentes cíclicos vs. acíclicos 1

- O núcleo de inflação PCE apresentou forte redução em abril, logo após o início da crise de Covid-19. Apesar de ter recuperado parte dessa redução, a inflação continua abaixo do nível pré-crise.
- A melhor maneira de se entender a dinâmica do núcleo de inflação no EUA é o dividindo entre componentes cíclicos (43% do índice) e acíclicos (57% do índice). Os componentes cíclicos são aqueles que, historicamente, mostram relação positiva com o nível de desemprego. No entanto, são os componentes acíclicos que mostram uma redução maior na atual crise. A inflação dos pró-cíclicos continua perto do nível pré-crise.

**Inflação Núcleo PCE**



**Núcleo PCE – cíclicos vs. acíclicos**



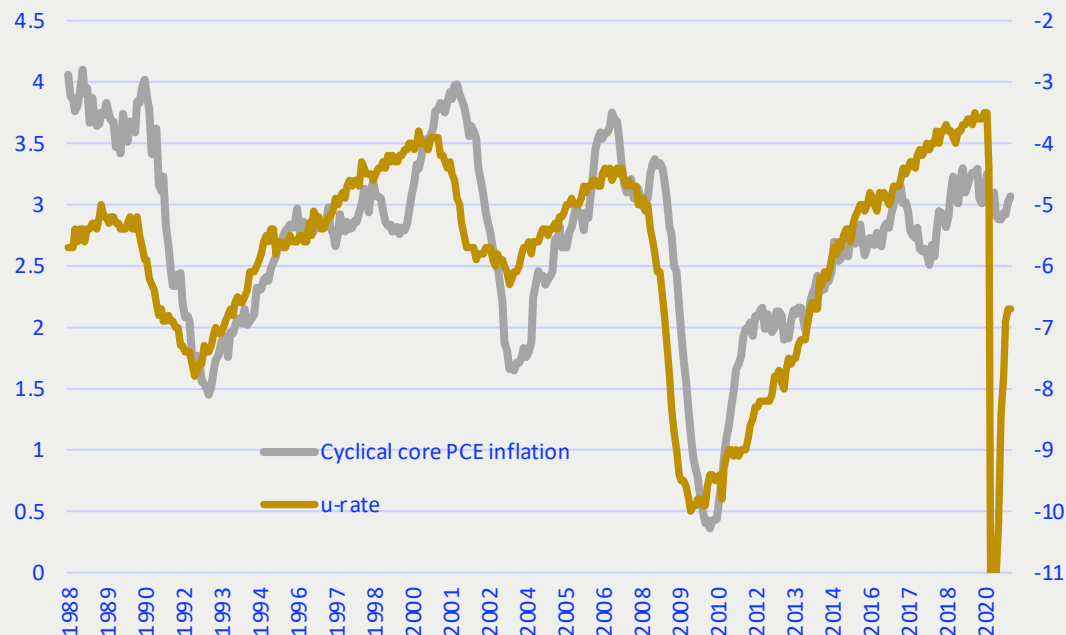
# Inflação nos EUA – componentes cíclicos vs. acíclicos 2

| Pro-Cyclicals (43% of index)                        |   | Acyclicals (57% of index)                                |   |
|---|---|--|---|
| Accessories & Parts                                 | Sewing Items                                | Repair of HH Appliances                                  | Air Transportation                                  |
| Veterinary & Other Services for Pets                | Film & Photographic Supplies                | Men's & Boys' Clothing                                   | Net Household Insurance                             |
| Bicycles & Acc                                      | Internet Access                             | Commercial & Vocational Schools                          | Telephone and Related Communication Equipment       |
| Child Care  | Membership Clubs/Participant Sports Centers | Pharmaceutical Products                                  | Other Household Services                            |
| Amusement Parks/Campgrounds/Rel Recral Svcs         | Financial Service Charges, Fees/Commissions | Food Furn to Empls Price Idx(inc Military)               | Water Transportation                                |
| Clothing & Footwear Services                        | Used Autos                                  | Accting & Other Business Services                        | Less: Exps in the US by Nonresidents                |
| Household Care Services                             | Physician Services                          | Therapeutic Medical Equip                                | Photographic Equip                                  |
| Social Advocacy/Civic/Social Organizations          | Musical Instruments                         | Corrective Eyeglasses & Contact Lenses                   | Jewelry   |
| Less: Personal Remittances in Kind to Nonresidents  | Clothing Materials                          | Recreational Books                                       | Elec Appliances for Personal Care                   |
| Household Cleaning Products                         | Dental Services                             | Info Processing Equip                                    | Household Linens                                    |
| Nursing Homes                                       | Video Media Rental                          | Hair/Dental/Shave/Misc Pers Care Prods ex Elec Prod      | Nursery, Elementary & Secondary Schools             |
| Package Tours                                       | Educational Books                           | Cosmetic/Perfumes/Bath/Nail Preparatns & Implements      | Motorcycles   |
| Labor Organization Dues                             | Stationery & Misc Printed Mtls              | Watches  | Cable, Satellite & Oth Live Television Svc          |
| Museums & Libraries                                 | Prof Assn Dues                              | Rental Value of Farm Dwellings                           | Hotels and Motels                                   |
| Lotteries   | Net Health Insurance                        | Children's & Infants' Clothing                           | Used Light Trucks                                   |
| Imputed Rent of Owner-Occupied Nonfarm Hous         | Outdoor Equip & Supplies                    | Expenditures Abroad by U.S. Residents                    | Shoes & Other Footwear                              |
| Pari-Mutuel Net Receipts                            | Hospitals                                   | Ground Transportation                                    | Legal Services                                      |
| Misc Household Products                             | Funeral & Burial Services                   | Repr of Audio-Visual/Photo/Info Process Eqpt             | Luggage & Similar Personal Items                    |
| Group Housing                                       | Postal & Delivery Services                  | Sales Receipts: Foundatns/Grant Making/Giving Svcs to HH | Window Coverings                                    |
| Pleasure Boats, Aircraft & Other Recral Vehicles    | Financial Services Furnished w/out Payment  | Other Motor Vehicle Services                             | Tires   |
| Admissions to Specified Spectator Amusements        | Foreign Travel by U.S. Residents            | Tools, Hardware & Supplies                               | Other Medical Products                              |
| Social Assistance                                   | Telecommunication Services                  | Flowers, Seeds & Potted Plants                           | Pets & Related Products                             |
| Purchased Meals & Beverages                         | New Light Trucks                            | Newspapers & Periodicals                                 | Standard Clothing Issued to Military Personnel      |
| Casino Gambling                                     | Furniture                                   | Photo Studios  | Life Insurance                                      |
| Religious Organizations' Services to HHS            | Photo Processing                            | Moving, Storage & Freight Services                       | Clock/Lamp/Lighting Fixture/Othr HH Decorative Item |
| Motor Vehicle Maintenance & Repair                  | Net Motor Vehicle/Oth Transportation Insur  | Housing at Schools                                       | Carpets & Other Floor Coverings                     |
| Household Paper Products                            | New Autos                                   | Women's & Girls' Clothing                                | Paramedical Services                                |
| Domestic Services                                   | Sporting Equip, Supplies, Guns & Ammunition | Tobacco  | Games, Toys & Hobbies                               |
| Rental of Tenant-Occupied Nonfarm Housing           | Major Household Appliances                  | Repair of Furn, Furnishings/Floor Coverings              | Maint/Repair of Rec Vehicles/Sports Eqpt            |
| Final Consumptn Exps of Nonprofit Instns Serving HH | Dishes and Flatware                         | Small Elec Household Appliances                          | Nonelectric Cookware & Tableware                    |
|   | Video & Audio Equip                         |  |   |

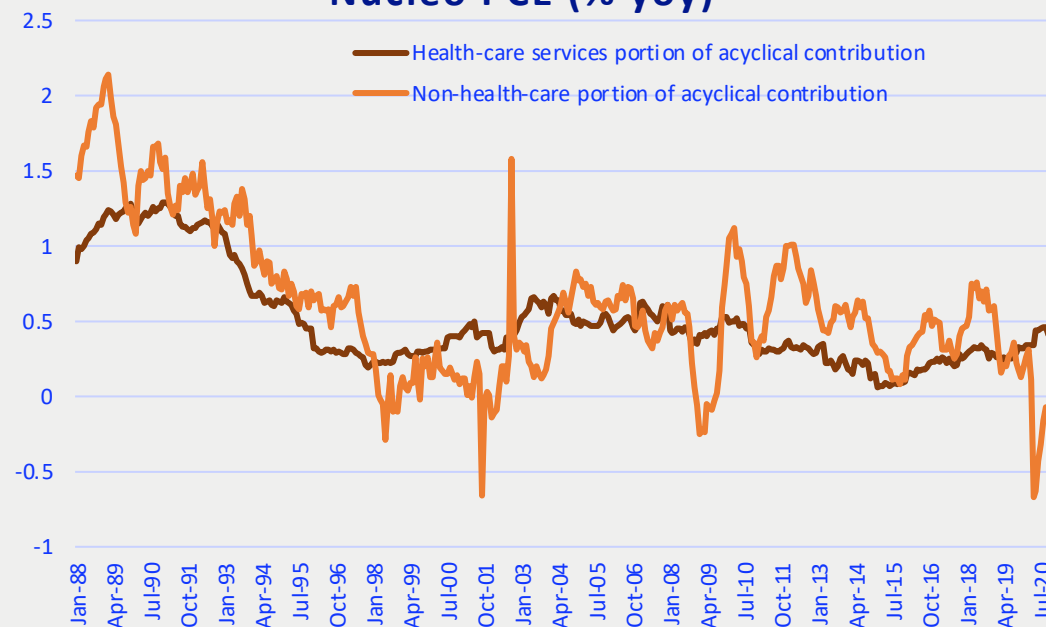
# Acíclicos pressionam inflação para baixo atualmente 1

- Os componentes cíclicos mostram uma forte relação com a taxa de desemprego ao longo das últimas décadas, compatível com o que prescreveria uma curva de Phillips.
- Dentre os componentes acíclicos, *healthcare* é o que tem maior peso e influencia tendências. O resto dos componentes mostram uma volatilidade bastante alta. Nesta crise, em particular, foram esses componentes mais voláteis os responsáveis pela grande redução do núcleo do PCE. Isso sugere que o *payback* pode ocorrer de maneira bastante rápida.

**Cíclicos vs. taxa de desemprego (%)**



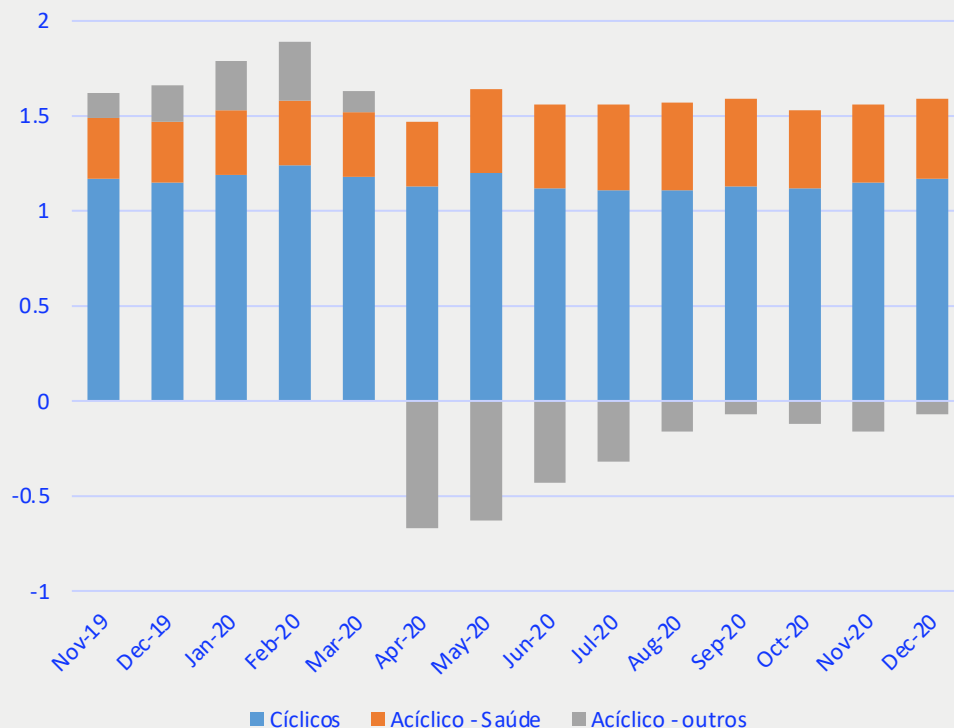
**Decomposição da contribuição dos acíclicos para o Núcleo PCE (% yoy)**



# Acíclicos pressionam inflação para baixo atualmente 2

- Dentre os acíclicos, os principais contribuidores para a redução do núcleo de inflação do PCE em 12 meses foram alguns bens, como roupas acessórios e alguns bens duráveis, e serviços diretamente afetados pela pandemia, como passagens aéreas e hotéis.

**Decomposição da contribuição para o Núcleo PCE (%)**



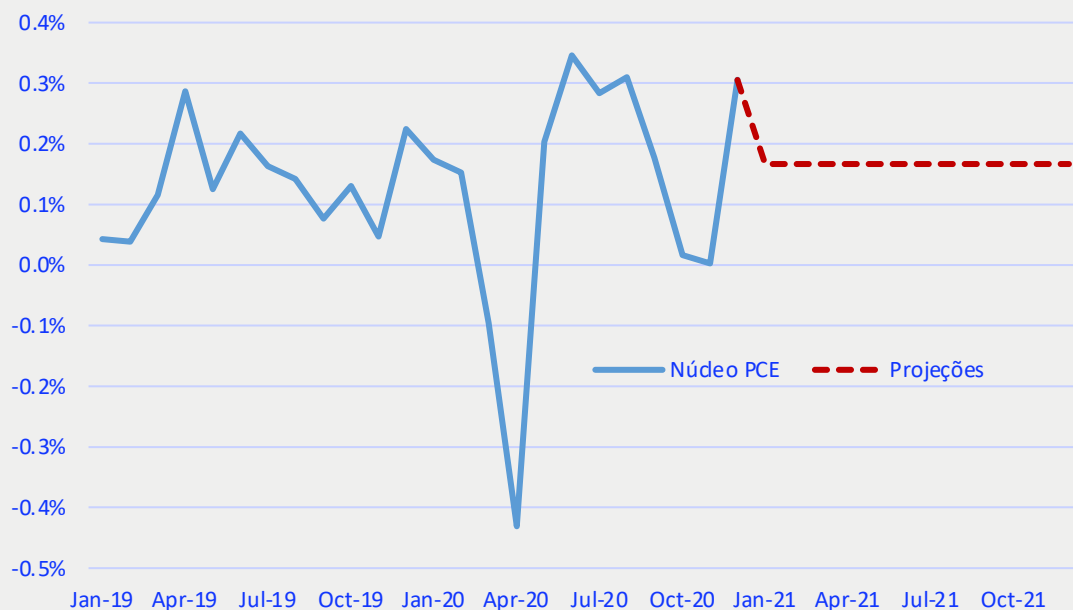
**Decomposição da contribuição dos acíclicos para o Núcleo PCE (% yoy)**

|   | Dec-19      | Apr-20      | Dec-20      |
|---|-------------|-------------|-------------|
| <b>Núcleo PCE</b>                         | <b>1.66</b> | <b>0.81</b> | <b>1.52</b> |
| <i>Cíclicos</i>                           | 1.15        | 1.13        | 1.17        |
| <i>Acíclicos</i>                          | 0.51        | -0.33       | 0.35        |
| Saúde                                     | 0.32        | 0.34        | 0.42        |
| Outros acíclicos                          | 0.19        | -0.67       | -0.07       |
| Other durable goods                       | -0.03       | -0.06       | -0.08       |
| Clothing and footwear                     | -0.04       | -0.20       | -0.15       |
| Pharmaceutical and other medical products | 0.12        | 0.04        | -0.10       |
| Air transportation                        | 0.03        | -0.13       | -0.15       |
| Accommodations                            | 0.00        | -0.07       | -0.05       |
| Financial services and insurance          | 0.18        | 0.03        | 0.05        |
| Demais acíclicos                          | -0.06       | -0.27       | 0.41        |

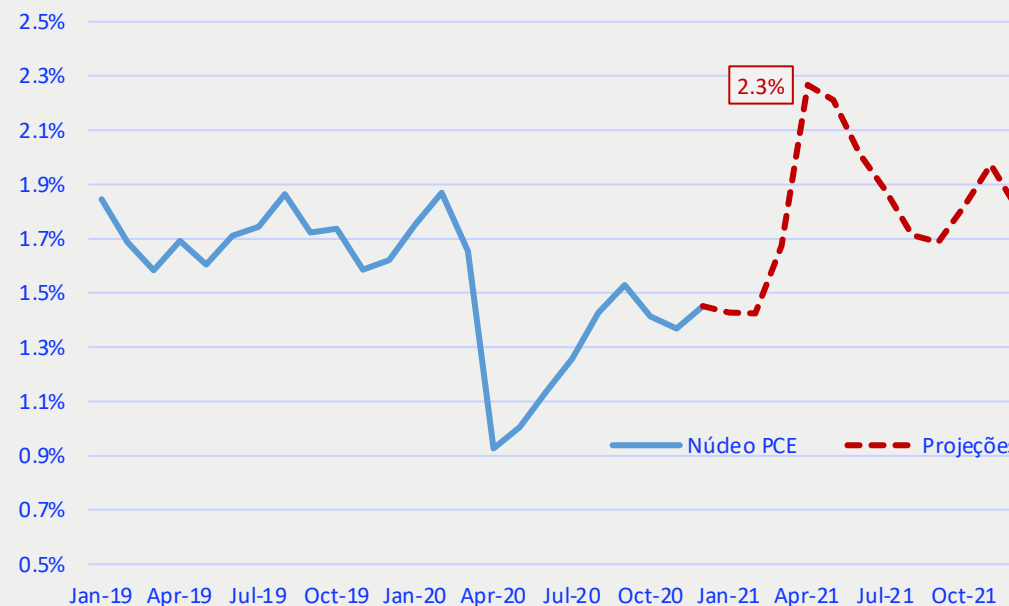
## Efeito base levará inflação para acima de 2% em abril

- A forte deflação vista nos primeiros meses pós-pandemia, e eventual payback, farão com que a inflação dos EUA ultrapasse a meta de 2% em meados de 2021. Simulamos uma trajetória da inflação compatível com 1,8% de núcleo de inflação no final de 2021. Neste cenário, o núcleo PCE chegaria a 2,3% em abril e permaneceria acima de 2% até julho.
- O *timing* desse efeito base pode ser bastante desfavorável. No atual ritmo de vacinação, a maior parte do grupo de risco já deverá ter sido vacinado até o final de março. É possível que a normalização da economia, com suas eventuais pressões inflacionárias, ocorra na mesma época em que o efeito base é o mais elevado.

**Núcleo de inflação PCE (% mom)**



**Núcleo de inflação PCE (% yoy)**



**mar** asset  
management

**Igor Galvão**

55 21 99462 3359

[igalvao@marasset.com.br](mailto:igalvao@marasset.com.br)

**Bruno Coutinho**

55 21 99016 2112

[bcoutinho@marasset.com.br](mailto:bcoutinho@marasset.com.br)

**Philippe Perdigão**

55 21 99625 1341

[pperdigao@marasset.com.br](mailto:pperdigao@marasset.com.br)

**Luis Moura**

55 21 98900 1423

[lmoura@marasset.com.br](mailto:lmoura@marasset.com.br)

**Paulo Coutinho**

1 561 451 6688

[pcoutinho@marasset.com.br](mailto:pcoutinho@marasset.com.br)

**Leonardo Andrade**

55 21 98227 8703

[landrade@marasset.com.br](mailto:landrade@marasset.com.br)

**Marcos Brito**

55 21 99392 3697

[mbrito@marasset.com.br](mailto:mbrito@marasset.com.br)

**Ivan Pereira**

55 21 99662 9850

[ipereira@marasset.com.br](mailto:ipereira@marasset.com.br)

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034  
[marasset.com.br](http://marasset.com.br)