



mar asset
management

Visão Macro EUA

Paulo Coutinho
pcoutinho@marasset.com.br
marasset.com.br

21 de março de 2022

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.

Inflação alta, desemprego em 3,5% e FF de 2,6%. Realista?

Pergunta – mercado precifica uma taxa terminal de 2,6% para atual ciclo de aperto monetário ([Slides 20 a 22](#)). Isso ocorre apesar da recuperação muito mais rápida do que o inicialmente esperada e inflação muito pressionada. Faz sentido?

O cenário central do mercado, e do Fed, é de que a inflação convergirá gradualmente para a meta de 2,0% nos próximos anos ao mesmo tempo em que o mercado de trabalho continuará aquecido.

Esse cenário benigno requer uma Curva de Phillips achatada, compatível com a vista no período após a recessão de 2008. O mercado de trabalho apertado não pressionaria a inflação pra cima, tornando possível a convergência dos núcleos para meta com taxa de juros abaixo da neutral ([Slide 23 e 24](#)).

O risco é de que o processo de retroalimentação entre inflação e salários tenha ganhado tração e estejamos em um regime inflacionário mais próximo do observado antes da Grande Recessão. De fato, vemos vários indícios de que esse possa ser o caso ([Slide 11](#)).

A inflação vem se mostrando muito mais intensa, resiliente e disseminada nos últimos meses. O núcleo do PCE já está acima de 5,0%, maior nível desde a Era Volcker. Quase 80% dos componentes do CPI estão com inflação acima de 2,0% ([Slides 12 e 13](#)).

Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego está abaixo do que se estima ser a de equilíbrio de longo prazo (Nairu) e a quantidade de vagas de emprego supera em muito o número de desempregados. Em consequência, os reajustes salariais tem sido os maiores em décadas ([Slides 14 a 16](#)).

Espiral inflacionária demandaria tx. juros próximo a 7,0%

Esses reajustes tem sido capazes de recompor a perda do poder de compra dos trabalhadores, que continuam a manter a demanda por bens em patamar bastante elevado. Diferente do que ocorre no Brasil, a massa salarial real continuou aumentando nos últimos meses apesar da aceleração da inflação ([Slide 41](#)).

Em consequência dessa demanda forte por parte dos trabalhadores, as companhias não vêm tendo problemas em repassar os maiores custos para o preço final dos bens/serviços, gerando mais inflação ([Slide 17](#)).

Esse é um processo chamado de espiral de inflação e salários. Ele seria compatível com um regime de Curva de Phillips mais inclinada e demandaria uma reação muito mais assertiva do Fed para trazer a inflação de volta à meta.

Calculamos qual seria a trajetória da inflação, sob as premissa de uma taxa de desemprego de 3,5%, caso a Curva de Phillips do período de 1990-2005 estivesse em vigência. Neste caso, o núcleo de inflação permaneceria acima de 5,0% no longo prazo. **Com essa inflação e taxa de desemprego, a Regra de Taylor recomendaria aumento da taxa de juros *Fed Funds* para próximo a 7,0%** ([Slides 25 e 26](#)).

Refazendo o exercício de projeção de inflação, mas com uma Curva de Phillips compatível com a vista no período 2010-2020, a inflação convergiria para a meta em alguns anos. **Mesmo neste caso, a Regra de Taylor recomendaria taxa de juros *Fed Funds* entre 3-4% a.a. Isso é acima da taxa de juros terminal precificada pelo mercado.**

Retomada da Economia foi agressiva

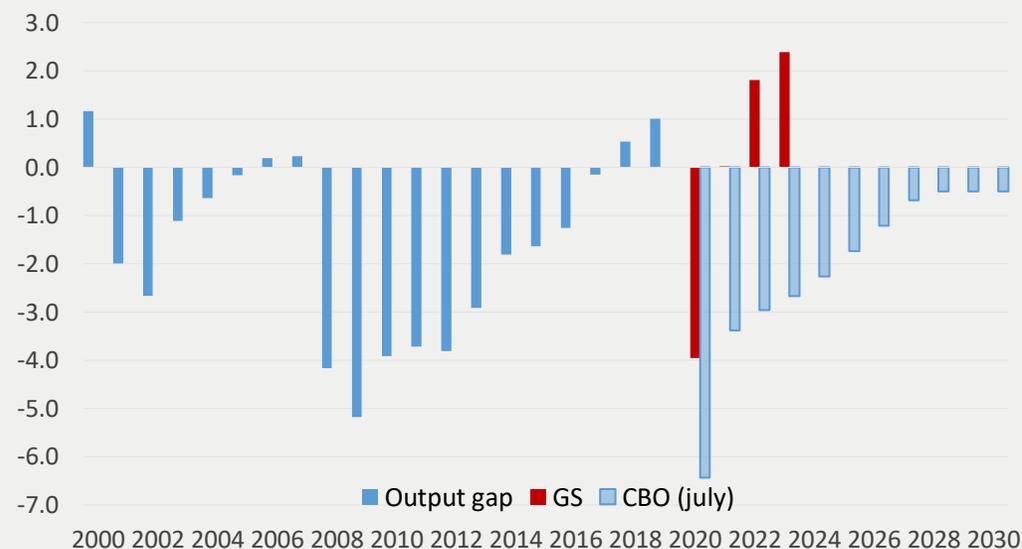
Recuperação da economia foi intensa e rápida

- A economia global mostrou crescimento bastante elevado e sincronizado em 2021. Todos os principais países mostraram uma forte recuperação do PIB em 2021 após o choque inicial de Covid-19. Isso implicou em um crescimento generalizado da demanda agregada em nível global.
- Em muitos casos, a recuperação da economia levará a nível de PIB bastante acima do nível pré-pandemia. A expectativa de crescimento para os EUA, por exemplo, é compatível com um hiato do produto no maior nível desde, pelo menos, o início dos anos 2000s.

Projeção de crescimento do PIB (%)

	2020	2021	2022	2023
Brazil	-4.1	4.8	0.5	1.8
USA	-3.4	5.7	3.6	2.4
China	2.3	8.1	5.2	5.2
Eurozone	-6.4	5.3	3.9	2.5
UK	-10.1	7.3	4.2	2.1
Japan	-4.7	1.8	2.8	1.7
Mexico	-8.2	4.8	2.1	2.1
Chile	-5.8	12.0	2.5	1.7

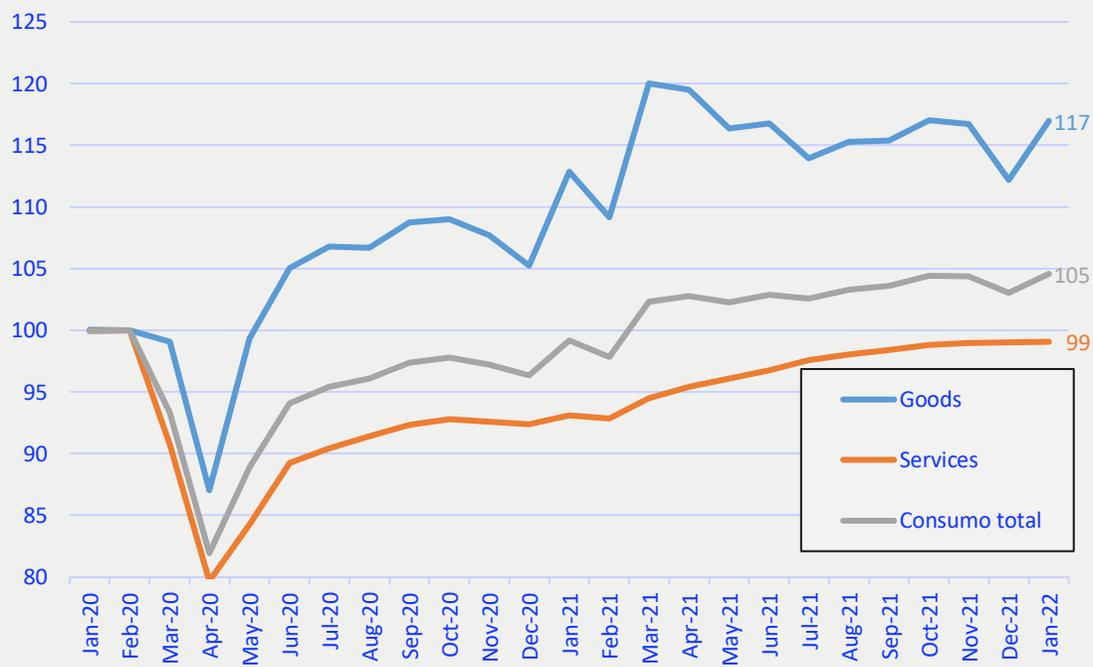
Hiato do produto nos EUA – expectativa em julho de 2020 vs. atual (%)



Pressão inflacionária vem da demanda e não da oferta

- Os estímulos e a mudança de composição da cesta de consumo causou um choque de demanda tão forte que nem mesmo um aumento da produção de IP global foi suficiente para absorvê-lo. O consumo de bens pelos EUA, por exemplo, aumentou em quase 20% em relação ao pré-pandemia. A produção global de bens ao final de 2021 era 10% superior ao pré-crise. [\(Voltar aos Slide 11\)](#)

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



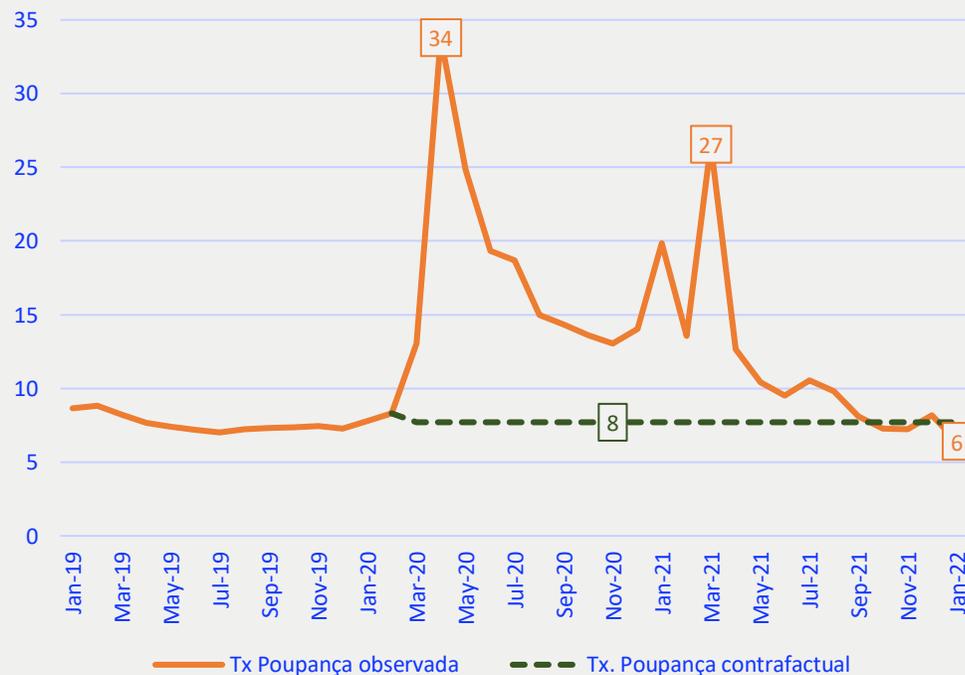
**Produção industrial Global
(número índice, jan 2008=100)**



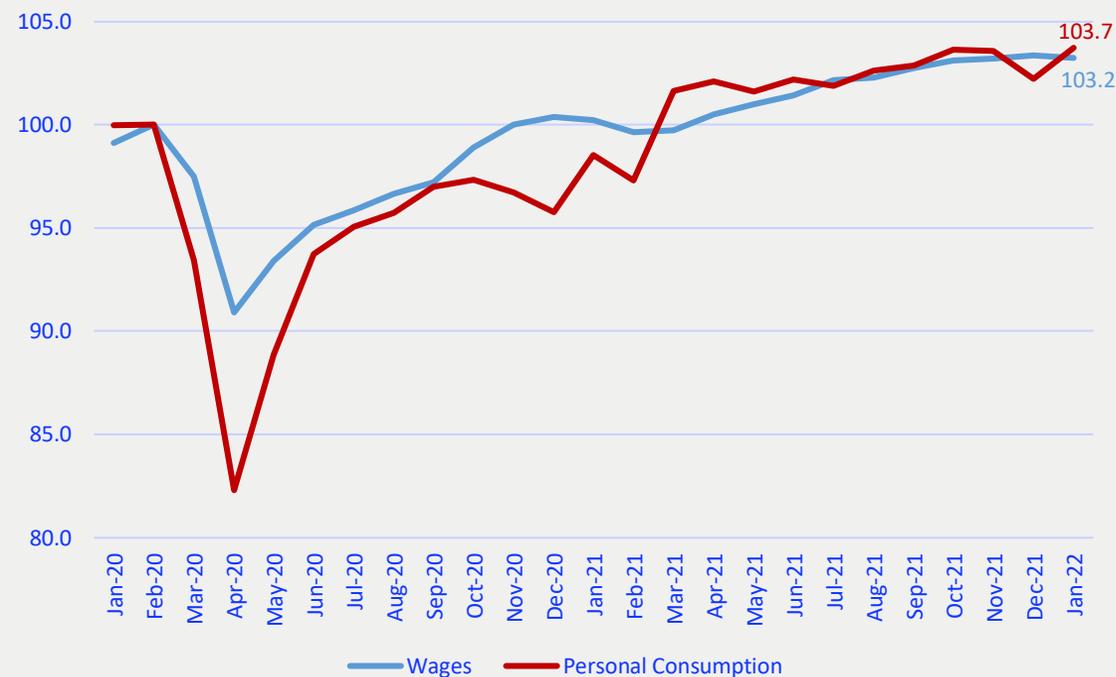
Taxa de poupança retornou à normalidade nos EUA

- A taxa de poupança das famílias nos EUA mostrou um pouso suave. Apesar de todos os estímulos, o consumo total das famílias dos EUA nunca foi muito superior ao pré-crise. Desde o segundo semestre de 2021, vimos um retorno à normalidade do consumo em relação a renda disponível. Mesmo que a poupança circunstancial não fosse utilizada, ainda poderíamos ter um crescimento do consumo sustentável, acompanhando o crescimento dos salários reais. Esse é um caso bastante diferente do Brasil e do Chile.

Taxa de poupança (% da renda disponível)



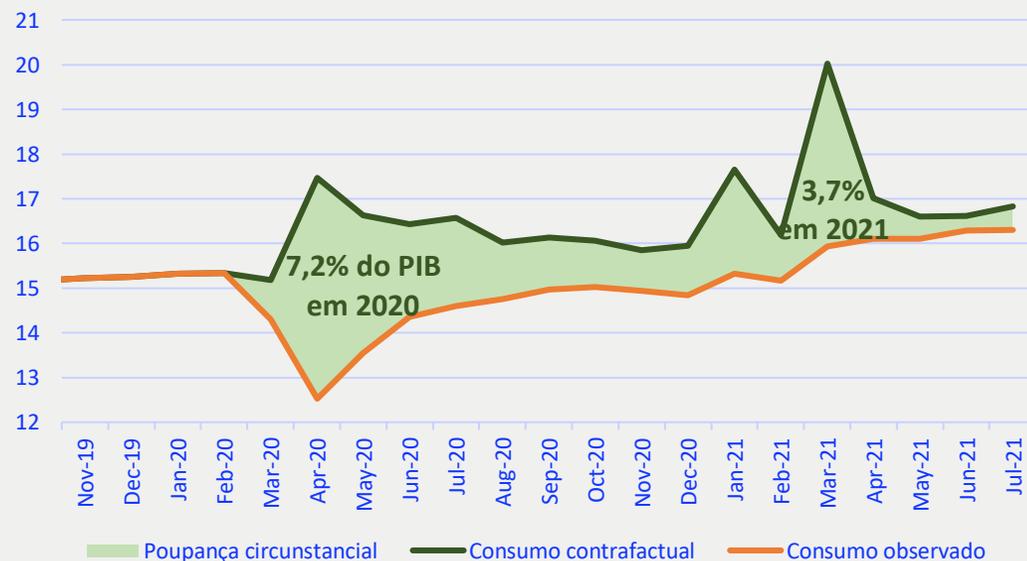
Consumo das famílias e Renda Disponível proveniente de salários (US\$ trilhões, SAAR)



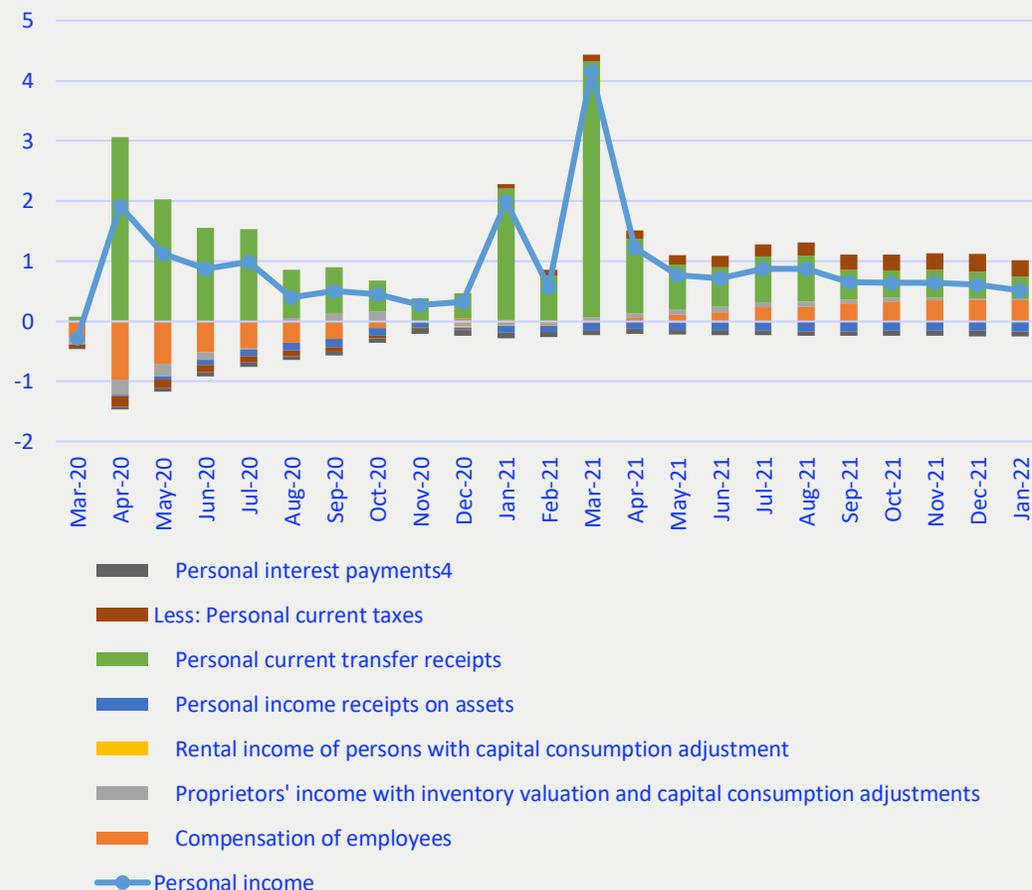
Poupança circunstancial de 10,9% do PIB em 2020 e 2021

- A taxa de poupança, que historicamente é próxima a 8% da renda disponível, chegou a 34% no auge da crise. Nos últimos meses, vimos a poupança convergir para valores próximos ao pré-crise por conta de uma recuperação do consumo.
- A diferença entre o consumo observado e o contrafactual, chamada de poupança circunstancial, foi de 7,2% do PIB no acumulado de 2020 e de 3,7% em 2021 até agosto.

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



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



Risco de espiral inflacionária

Dinâmica nos EUA lembra a de uma espiral inflacionária

- Uma espiral preço-salário é um fenômeno de aumentos de preços como resultado de salários mais altos. Quando os trabalhadores recebem um aumento salarial, eles exigem mais bens e serviços e isso, por sua vez, faz com que os preços subam. O aumento salarial efetivamente aumenta as despesas gerais de negócios que são repassadas ao consumidor na forma de preços mais altos. É essencialmente um ciclo perpétuo de aumentos de preços consistentes.

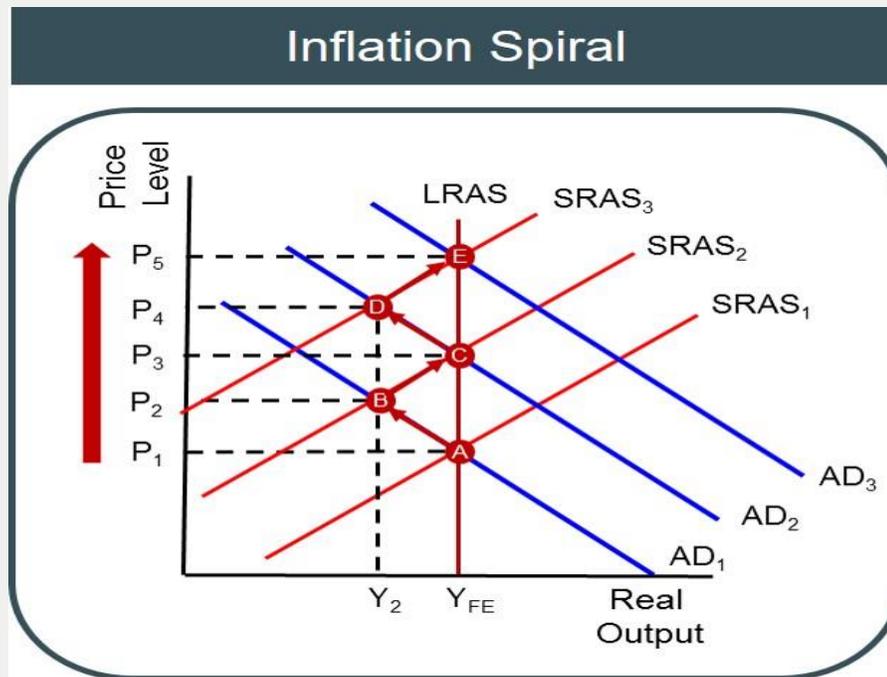


Diagrama de funcionamento de uma espiral de preços/salários



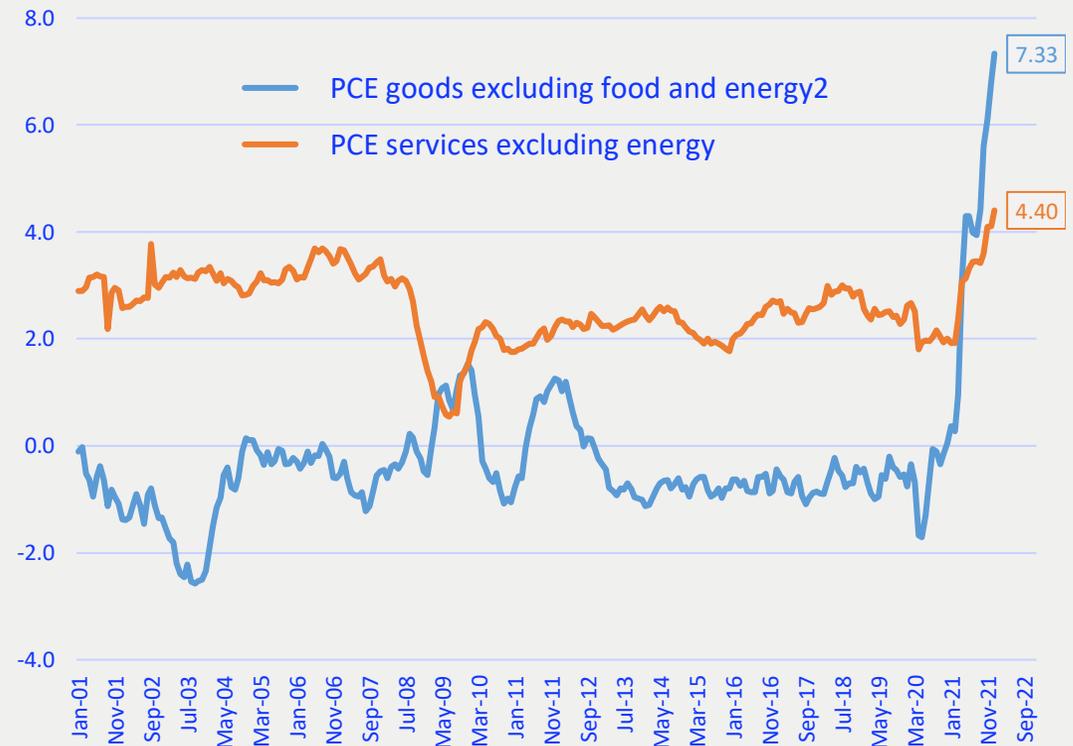
Inflação é a mais alta desde a Era Volcker

- O núcleo de inflação PCE aumentou para 5,2%. Esse é a maior inflação desde o início dos anos 1980. O aumento foi, inicialmente, concentrado em bens industriais, seguindo a pressão de demanda muito forte devido à mudança na cesta de consumo. Mais recentemente, a inflação de serviços começou a aumentar de maneira relevante.

Inflação Núcleo PCE (% , yoy)



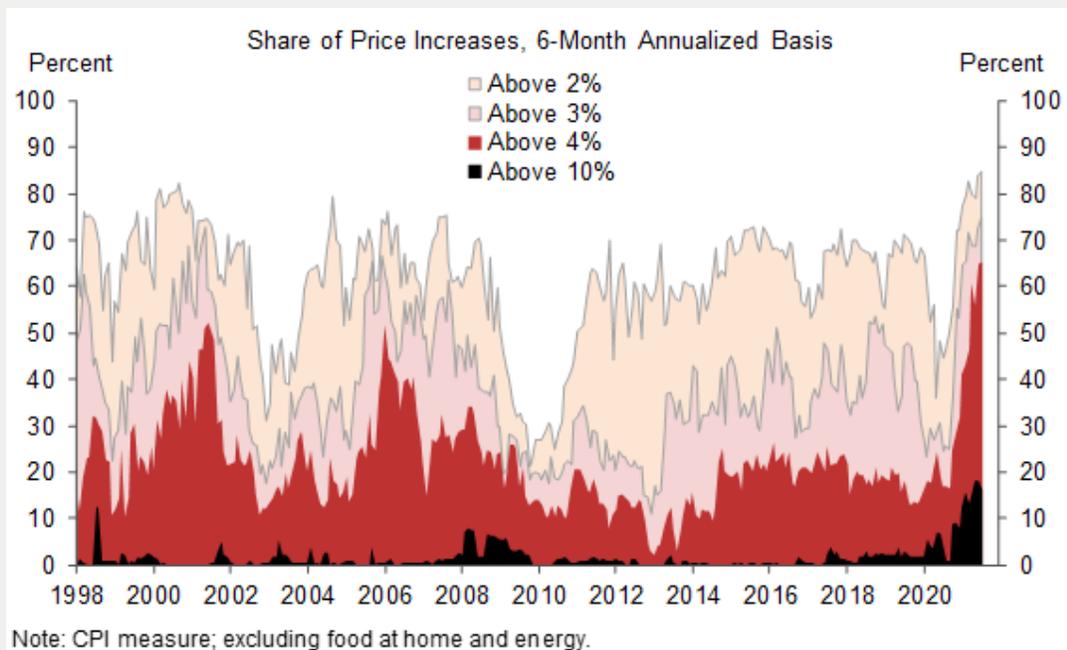
Núcleo PCE – serviços vs. bens (% , yoy)



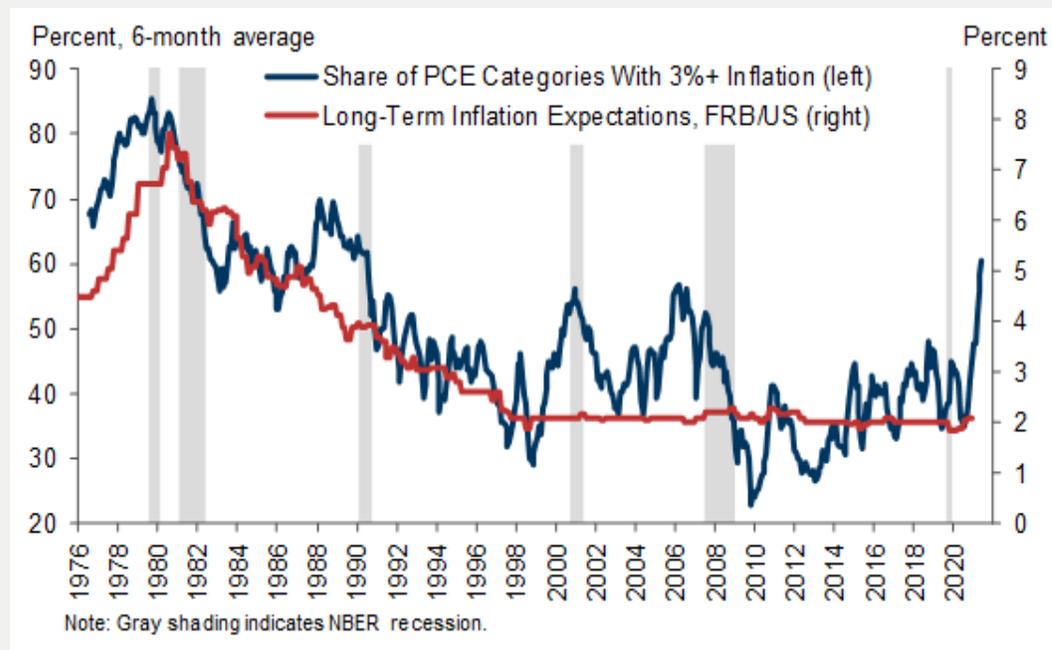
Inflação nos EUA é muito disseminada entre componentes

- A inflação dos EUA é bastante disseminada entre os componentes. Mais de 60% dos componentes do CPI estão com inflação superior a 4% e quase 85% estão acima de 2% (meta soft do Fed). Uma disseminação como essa não era vista desde da década de 1990.
- Isso sugere que há uma pressão de demanda generalizada no País. A inflação alta não é uma questão específica de algumas commodities respondendo a interrupções nas cadeias produtivas/reabertura da economia. ([Voltar aos Slide 11](#))

Proporção de aumento dos preços (inflação acumulada em 6 meses, SAAR)



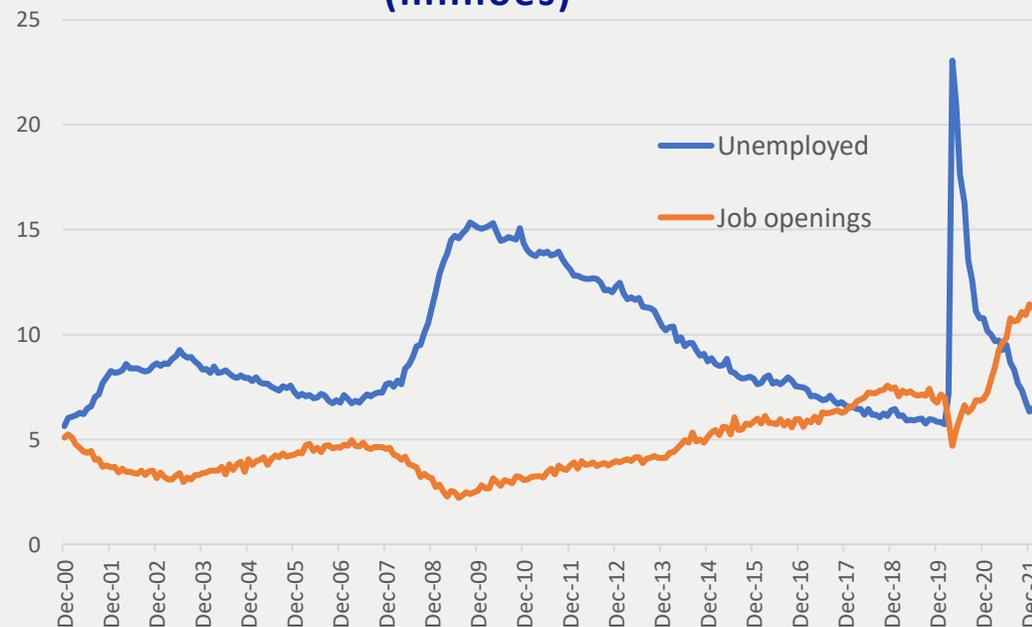
Proporção de aumento dos preços e expectativa de inflação (inflação de 6 meses, SAAR)



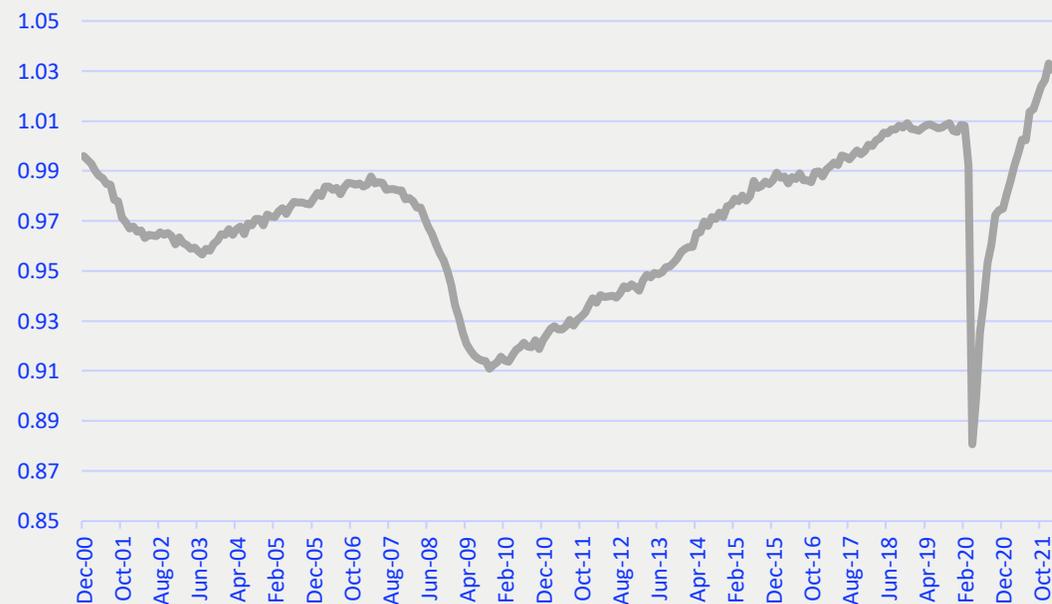
Mercado de trabalho mais apertado do que no pré-crise

- O mercado de trabalho nos EUA nunca esteve tão apertado. O número de vagas de emprego é, hoje, superior a 10 milhões. Esse número é muito superior ao número de pessoas desempregadas. Mesmo quando controlamos para a força de trabalho, nunca houve tantos postos de trabalho (vagas + população empregada) em relação a oferta total de trabalho (força de trabalho).
- Essa é uma situação diferente do pré-crise. A discrepância entre demanda e oferta por trabalhadores é muito maior agora apesar da taxa de desemprego headline ser até maior. O salário, como qualquer outro preço, tende a responder à essas condições e continuar aumentando até a normalização da oferta e demanda. ([Voltar aos Slide 11](#))

Vagas de emprego e população desempregada (milhões)



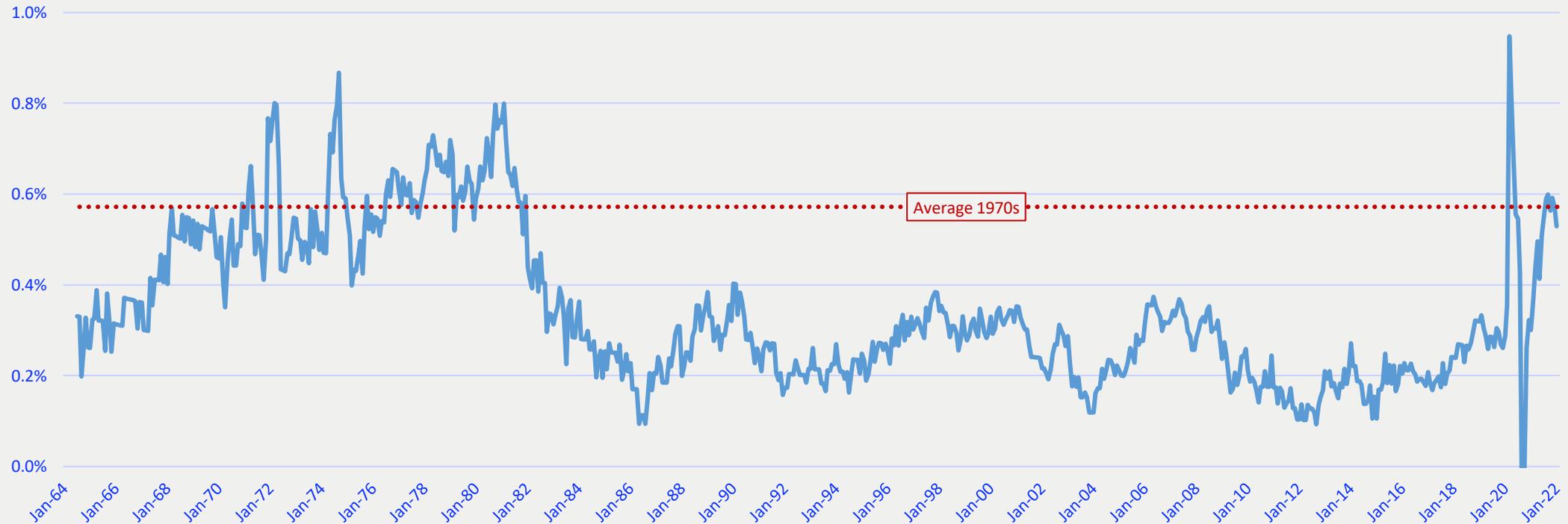
(Vagas de emprego + população empregada)/(força de trabalho)



Salários aumentam no ritmo dos anos 1970

- Ao longo do segundo da maior parte do ano em 2021, o ritmo do aumento dos salários foi superior a 0,5% mom. Esse ritmo não era visto desde a Era Volcker. A possibilidade de se entrar em uma espiral inflacionária, em que os salários repassem de imediato a inflação mais alta de outros bens, é um risco relevante na atual conjuntura dos EUA. [\(Voltar aos Slide 11\)](#)

Average Hourly Earnings for Production and Nonsupervisory workers (% mom, 6MMA, SA)

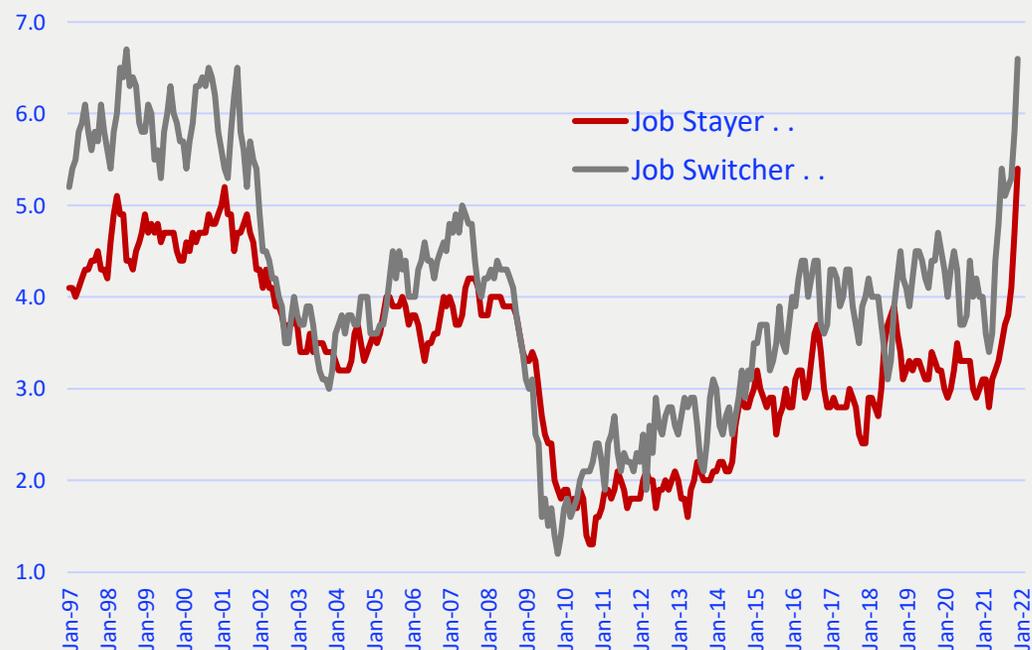
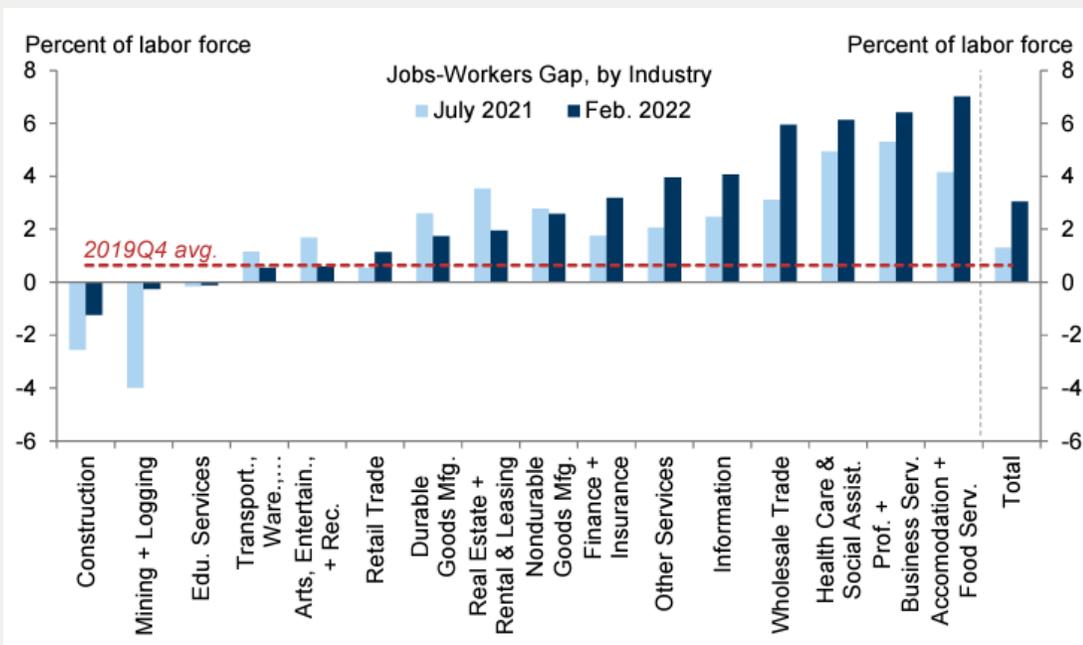


Salários já mostram componente inercial relevante

- A demanda por trabalho supera a oferta em quase todas as atividades econômicas. Esse subconjunto com excesso de demanda representa quase 80% do total do emprego nos EUA. O mercado de trabalho apertado fez os empregadores reajustarem os salários de maneira mais agressiva para reter talentos. O crescimento do salário de pessoas que permaneceram no trabalho (5,4% yoy) aumentou bastante e diminuiu bastante o gap com o crescimento dos que mudam de emprego. [\(Voltar aos Slide 11\)](#)

Average Hourly Earnings – All employees (%, mom, SA)

Crescimento do salário entre aqueles que permanecem no emprego ou que mudam (% yoy)



Anedótico sugere facilidade em repasse de custos

- Evidências anedóticas ([Voltar aos Slide 11](#))

“Firms reported an increased ability to pass on prices to consumers; in most cases, demand has remained strong despite price increases. Firms reported they expect additional price increases over the next several months as they continue to pass on input cost increases.”

Fed Beige Book – March 22 ([link](#))

“US businesses have managed to do something never before accomplished, which is to lump four years’ worth of price increases into one.”

**David Rosenberg, chief economist and strategist
at Rosenberg Research ([link](#))**

“Almost 90 percent of firms reported larger-than-normal cost increases—a sharp rise from the second quarter of 2021. “The share of firms with abnormally large cost increases in at least some of their costs grew from 80 percent to almost 90 percent in just six months,” said Atlanta Fed economist Brent Meyer.”

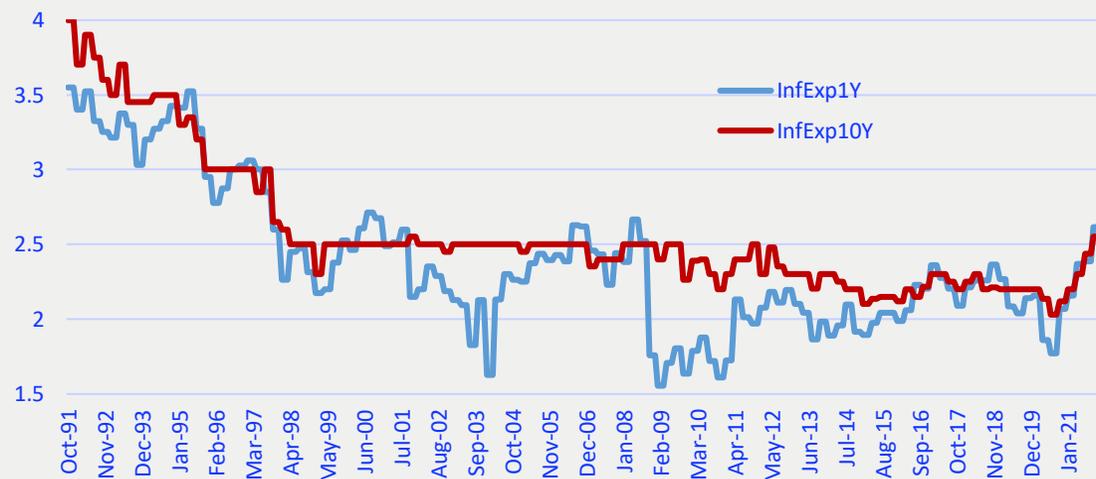
The overwhelming majority (about 80 percent) of firms experiencing these unusual cost pressures are passing on at least some of these cost increases to customers through higher prices.

The CFO survey, Fed Richmond ([link](#))

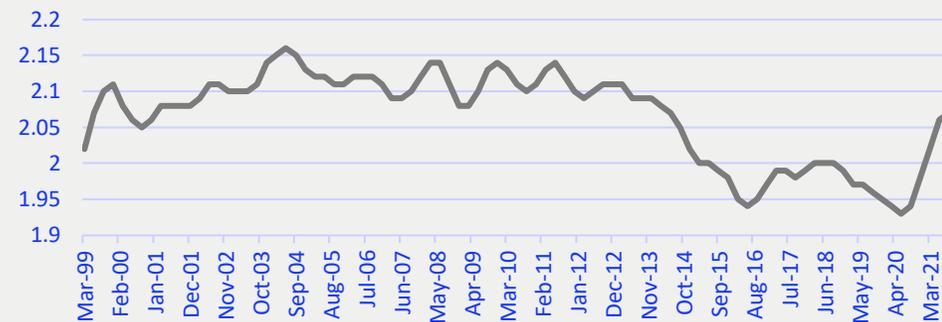
Desancoragem das expectativas seria a pá de cal

- Um indício muito forte de que os EUA estariam em um regime de inflação mais elevada seria uma eventual desancoragem das expectativas de inflação. De fato, os indicadores de expectativa de inflação de curto prazo (1 ano) já mostram que os agentes esperam uma inflação bem mais elevada nos próximos 12 meses em comparação a meta de 2,0%.
- Por enquanto, as expectativas de inflação de prazos mais longos seguem ancoradas.

Survey of Professional Forecasters – Philly Fed (% average inflation)



Fed Common inf. Expectation index (% yoy)



Inflação 1 ano à frente U Michigan (% yoy)



Fed *dove* e mercado leniente?

Mercado precifica retorno do Fed Funds para 2,6% a.a.

- O que o mercado precifica hoje é um retorno da taxa Fed Funds para 2,6%, próximo ao que era em meados de 2019. Esse seria um dos menores ciclos de alta e compatível com uma taxa terminal muito parecida com que a que próprio Fed julga ser a neutra.

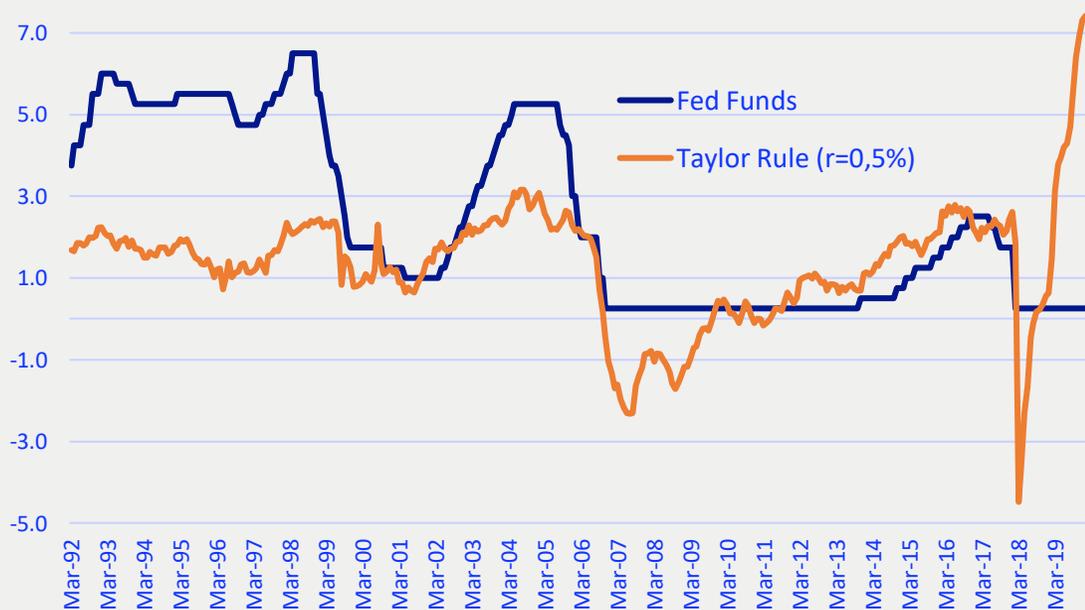
Fed Funds Rate (% a.a.)



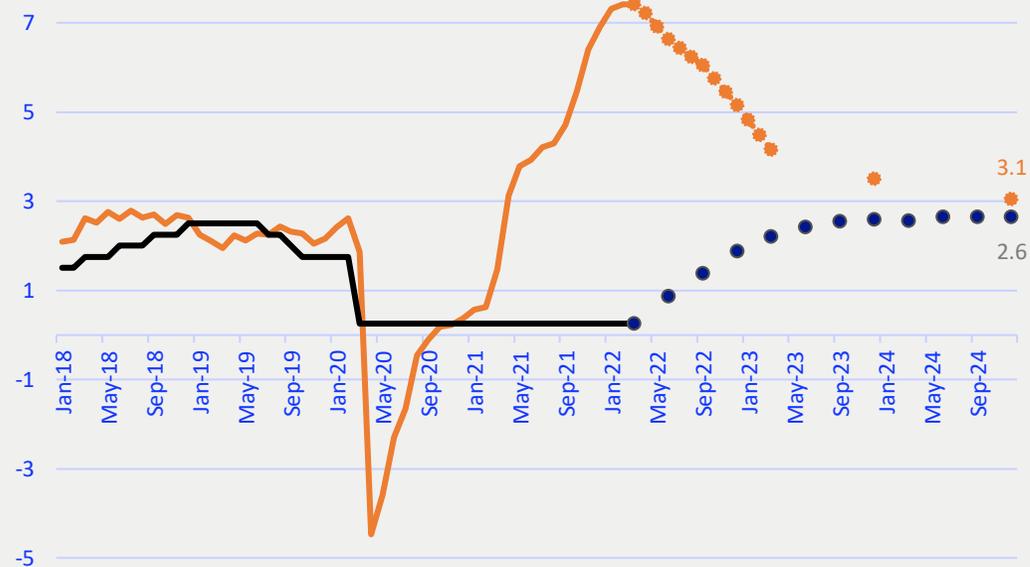
Política monetária do Fed está “atrás da curva”

- O Federal Reserve ficou, deliberadamente, atrás da curva. A Regra de Taylor, por exemplo, sugere que a taxa de juros *Fed Funds* deveria estar acima de 7,0% a.a. No entanto, o Fed ainda não só está com a taxa próxima a zero, como fez um Quantitative Easing até março de 2022.
- A taxa de juros implícita na estrutura a termo é compatível com manutenção do estado “atrás da curva” por muito tempo. Quando levamos em consideração as projeções do mercado para o núcleo de inflação e taxa de desemprego, a Fed Funds compatível com a Regra de Taylor seria superior a 3% por até o final de 2024.

Fed Funds Rate e Regra de Taylor (%)



Fed Funds Rate e Regra de Taylor de acordo com as projeções (%)



Taxa terminal de 2,6% compatível com poucos cenários

- O mercado espera taxa de desemprego de 3,5% entre 3Q22 e 4Q24 e que o núcleo de inflação convirja gradualmente para 2,0% ao longo desse horizonte. Esse é um cenário de pouso suave que não é trivial de ocorrer.
- Ao mesmo tempo, o mercado espera taxa de juros terminal de 2,6% a.a. Essa taxa só seria compatível com uma Regra de Taylor canônica em poucos cenários de taxa de desemprego e inflação. Em geral, seriam cenários com inflação abaixo de 2,0%. Apenas no pré-crise e no fim da década de 1990 a inflação permaneceu tão baixa concomitante a uma tx. de desemprego abaixo de 4,0%.

Regra de Taylor para diferentes combinações de tx. de desemprego e núcleo PCE

		Taxa de desemprego						
		3.00	3.25	3.50	3.75	4.00	4.25	4.50
Núcleo de inflação PCE	1.0	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
	1.5	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
	2.0	3.0	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3
	2.5	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3	3.1	3.0
	3.0	4.5	4.4	4.3	4.1	4.0	3.9	3.8
	3.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.8	4.6	4.5
	4.0	6.0	5.9	5.8	5.6	5.5	5.4	5.3
	4.5	6.8	6.6	6.5	6.4	6.3	6.1	6.0
	5.0	7.5	7.4	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8

Taxa de desemprego



Núcleo PCE



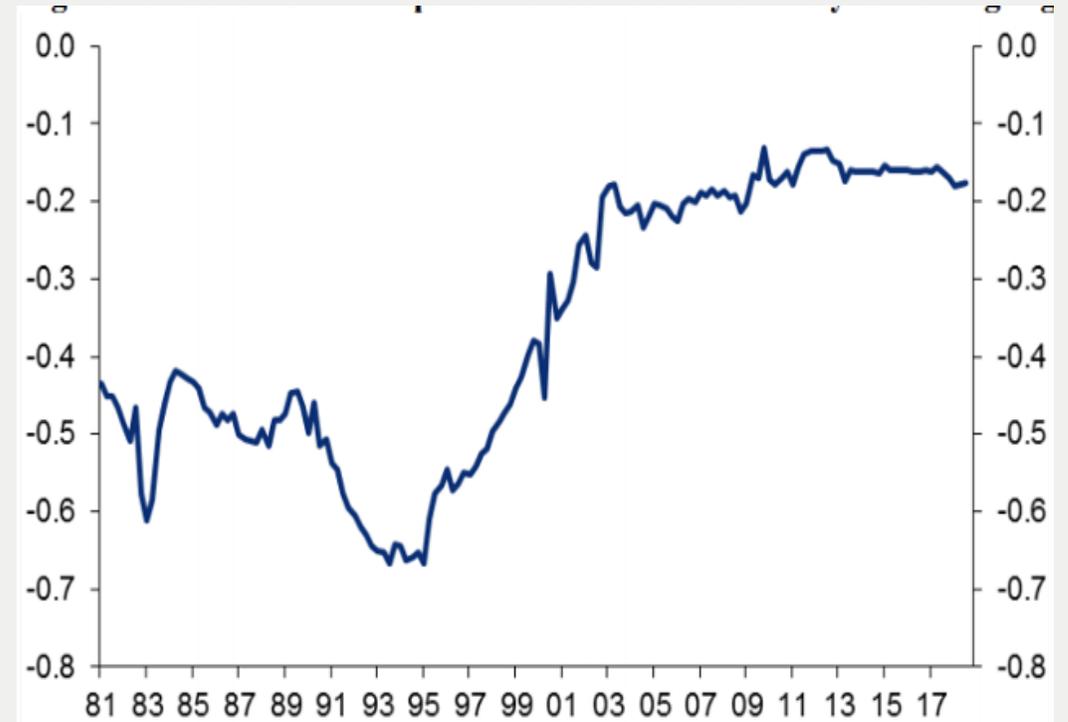
Achatamento da Curva de Phillips na última década

- 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 atual 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 calculada nas janelas 2000-09 e 2010-09



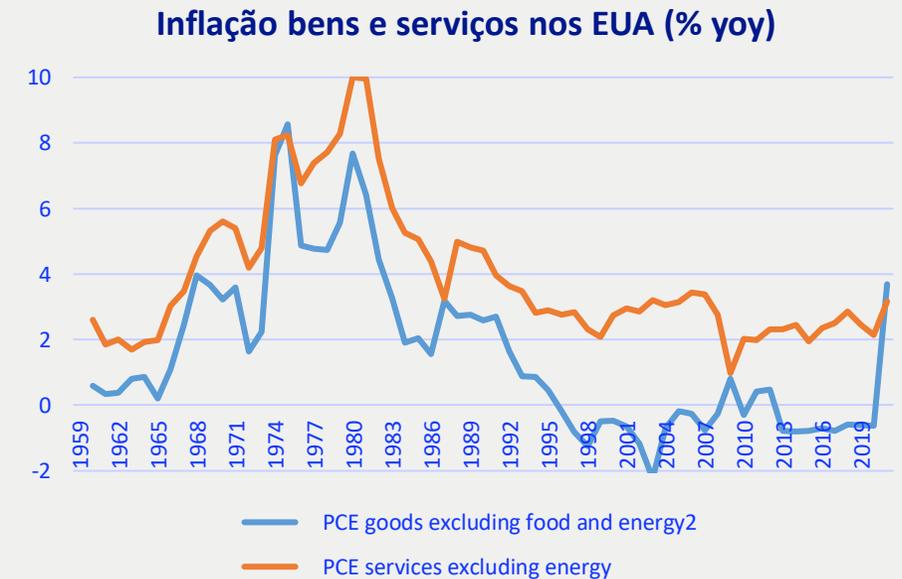
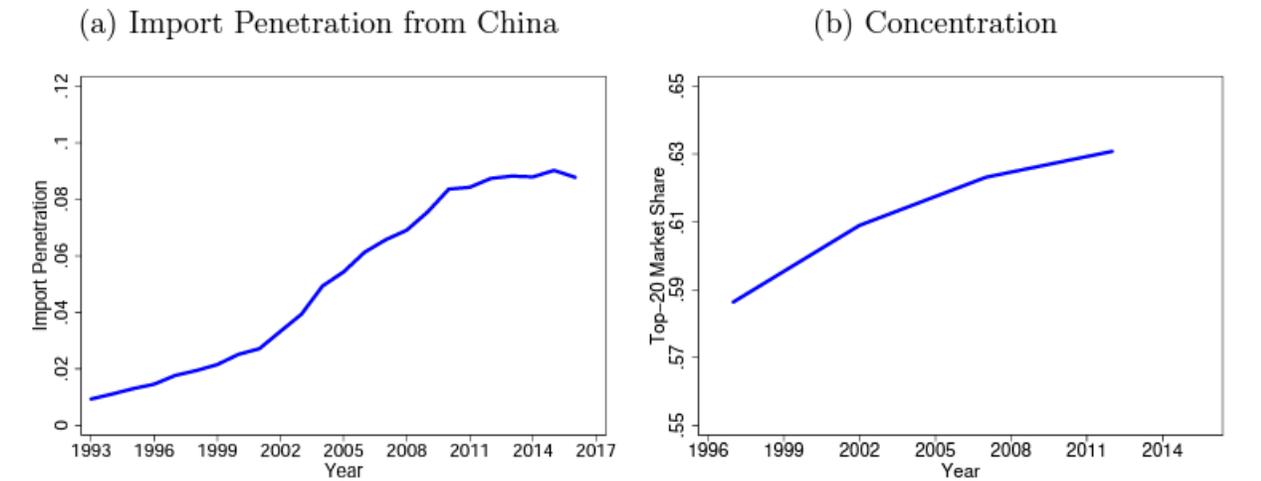
Coefficiente da Curva de Phillips utilizando a inflação (janela móvel de 20 anos)



China e *markups* por detrás do achatamento

- “When firms set high markups, they are able to at least partially absorb cost-push shocks into their markup without passing through the rising costs to consumers. Firms take into account that by raising their price they lose market share to competitors that did not experience the same shock. As a result, firms absorb part of the shock into their markup, changing their price by less in response to input shocks. In a relatively competitive market, there is little room for firms to absorb cost-push shocks, and firms therefore pass them through more fully. A higher import penetration implies that a larger share of an industry’s U.S. sales is accounted for by imports from China, suggesting that U.S. firms in that sector are heavily exposed to foreign competition.
 - an industry that experienced a 10-percentage point increase in import penetration from China since 1997 exhibits pass-through of wages to prices that is about 1.1 percentage points lower than an industry with no Chinese imports.
 - a 1% wage increase translates into a 0.14% price increase in an industry with zero concentration. In comparison, an industry with top-4 market concentration of nearly 50%, at the 75th percentile of concentration across industries, would raise prices in response to the same shock by only about 0.04%.” **Autor et al. (2021)**

Figure 7: Rising import penetration and concentration in the manufacturing sector



Cenário benigno requer Curva de Phillips achatada

- Projetamos o núcleo de inflação a partir de 2023 de acordo com duas Curvas de Phillips. As duas curvas possuem a mesma forma funcional e diferem apenas na janela para qual os parâmetros são estimados. Na primeira curva, que chamamos de “Curva de Phillips Greenspan” estimamos os parâmetros de acordo com dados de 1990 e 2005. Na segunda, que chamamos de “Curva de Phillips Bernanke”, consideramos dados de 2010 a 2020.
- Como esperado, os resultados diferem substancialmente. Enquanto a dinâmica pré-Grande Recessão sugeriria uma inflação acima de 5%, a dinâmica pós-Recessão leva a inflação em direção à meta em alguns poucos anos.

Estimativas da Curva de Phillips nos EUA com diferentes janelas

$$D(\text{LOG}(\text{CORECPI})) = C(10) \cdot D(\text{LOG}(\text{CORECPI}(-1))) + (1 - C(10) - C(13)) \cdot ((\text{INFEXP1Y_AUX})/400 + C(12) \cdot \text{UGAP}(-1)/100 + C(13) \cdot D(\text{LOG}(\text{NEER}(-0))))$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<i>Bernanke</i> (2011-2020)				
C(10)	0.445694	0.138004	3.229576	0.0027
C(13)	0.009911	0.005091	1.946681	0.0596
C(12)	-0.003009	0.005486	-0.548589	0.5868
<i>Greenspan</i> (1991-2005)				
C(10)	0.431673	0.136372	3.165413	0.0025
C(13)	0.011668	0.004852	2.405047	0.0196
C(12)	-0.026136	0.012799	-2.042138	0.0459

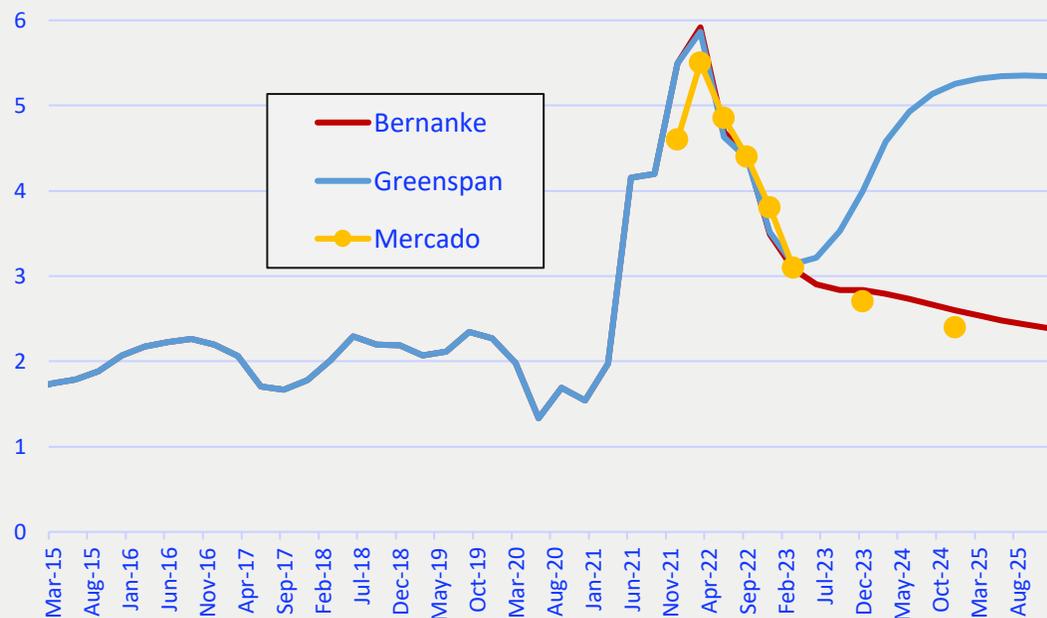
Projeções do núcleo CPI com Curva de Phillips “Greenspan” (pré-2005) e “Bernanke” (pós-2010)

	Taxa de desemprego	Core CPI		Regra de Taylor	
		Bernanke	Greenspan	Bernanke	Greenspan
Dec-08	7.3	1.8	1.8	3.2	3.2
Dec-19	3.6	2.3	2.3	2.4	2.4
Dec-20	6.6	1.5	1.5	3.0	3.0
Dec-21	4.0	5.5	5.5	7.6	7.6
Dec-22	3.5	3.5	3.5	4.3	4.3
Dec-23	3.5	2.8	4.0	3.3	5.0
Dec-24	3.5	2.6	5.3	2.9	6.9
Dec-25	3.5	2.4	5.3	2.6	7.1

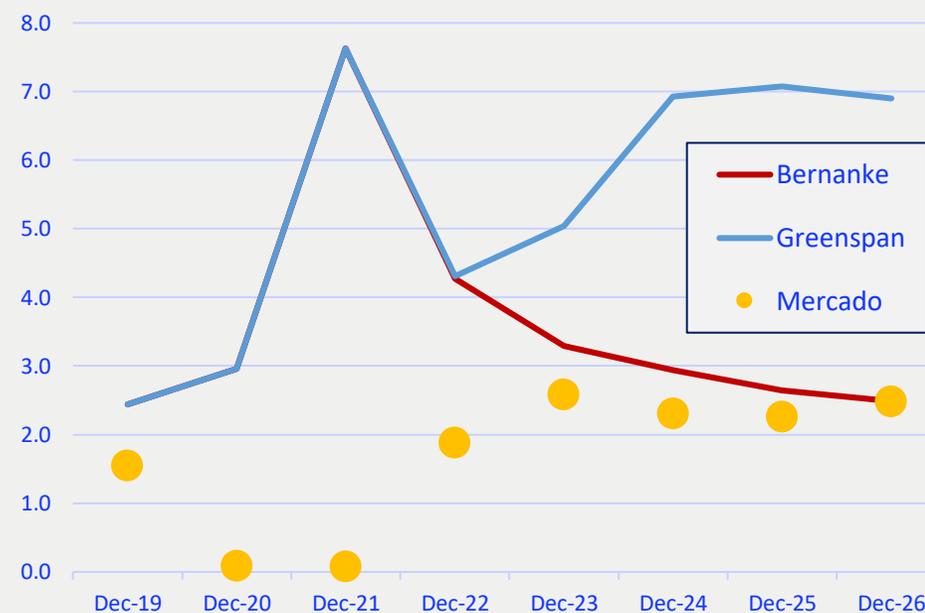
Mercado precifica cenário benigno para a inflação

- O mercado baseia-se na dinâmica recente da Curva de Phillips para fazer as suas projeções. As expectativas de inflação dos economistas para os próximos anos seguem muito de perto o que é projetado pela Curva de Phillips “Bernanke”. O que o mercado precifica para a dinâmica da taxa Fed Funds é muito próximo do que a Regra de Taylor apontaria caso a inflação mostrasse a dinâmica benigna projetado pela Curva “Bernanke”.

Projeções do núcleo CPI com Curva de Phillips “Greenspan” (pré-2005) e “Bernanke” (pós-2010)



Regra de Taylor compatível com cenários “Greenspan”, “Bernanke” e taxa Fed Funds projetada pelo mercado (% a.a.)

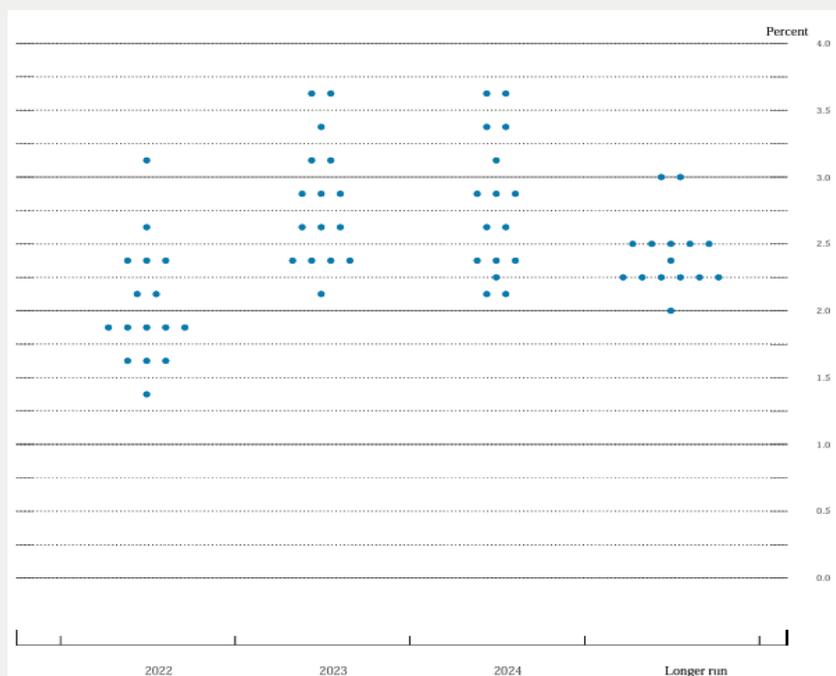


Fed

FOMC já espera sete altas de 25bps em 2022

- Em março, a mediana das projeções para o range terminal do Fed Funds em 2022 era 1,75-2,0%. Isso seria compatível com aumentos de 25 bps em todas as reuniões do Comitê até o final do ano. A distribuição é bastante *skewed* para mais altas. Basta que um membro aumente a sua projeção para que o FOMC forme maioria para um liftoff mais rápido.
- Os membros elevaram as projeções de inflação para todo o horizonte relevante. A maior parte deles espera núcleo de inflação PCE acima da meta até, pelo menos, 2024. O Comitê aumentou a projeção de 2022 para 4,1% yoy vs. 2,7% yoy.

Projeções individuais dos membros do FOMC da taxa terminal em cada ano (% a.a.)



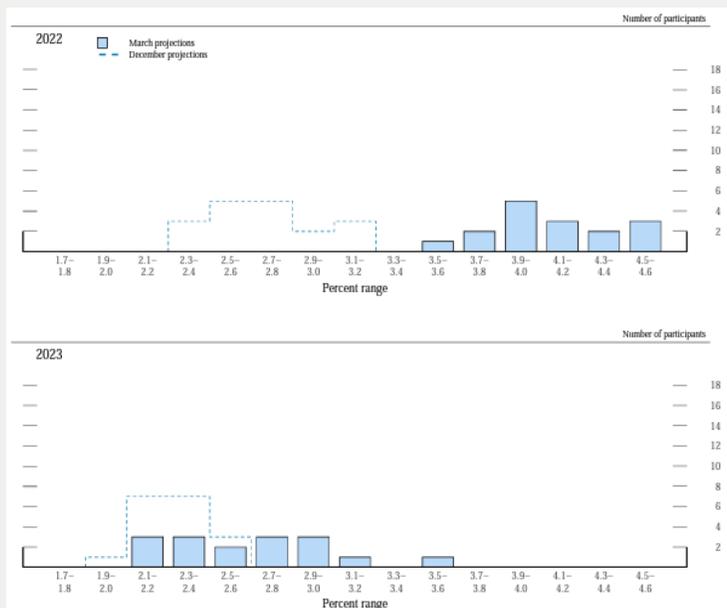
Projeção mediana dos membros do FOMC

Variable	Median ¹				Central Tendency ²			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5

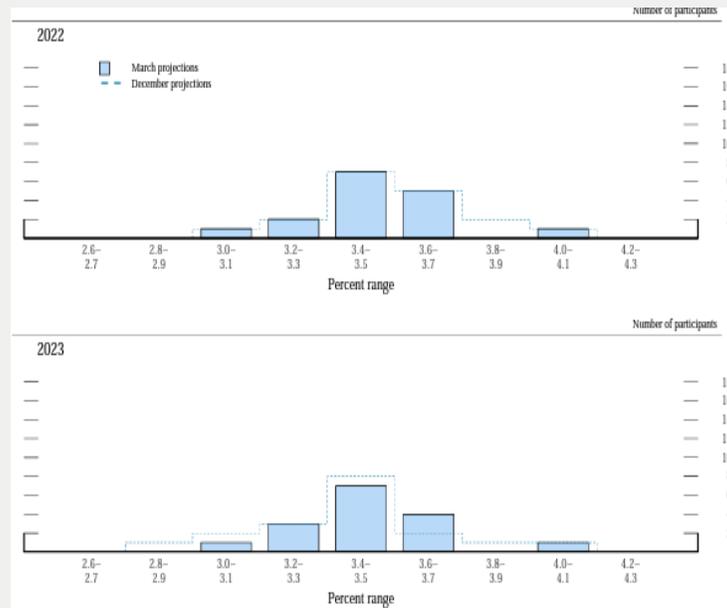
Não há consenso sobre a Curva de Phillips no FOMC

- A incerteza sobre a verdadeira inclinação da Curva de Phillips está por detrás da dispersão das projeções do Fed. De fato, a dispersão sobre a taxa de desemprego neste e no próximo ano é muito baixa, o que sugere que o cenário para atividade de cada membro do FOMC não é tão diferente uns dos outros.
- Como essa taxa de desemprego irá se traduzir em inflação não é consenso. A dispersão das projeções de inflação é muito elevada. Ou seja, não há consenso sobre a real inclinação da Curva de Phillips entre os membros do FOMC. Essa dispersão de inflação é traduzida quase um-para-um para as projeções de Fed Funds ao final de 2023.

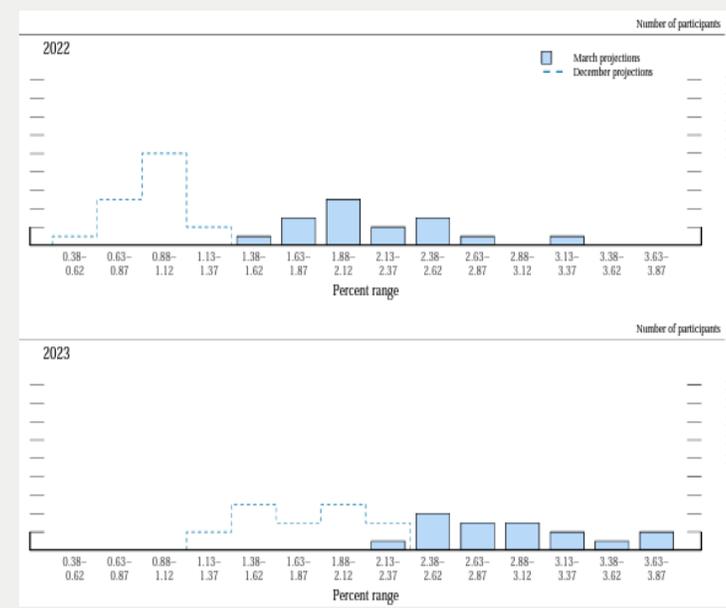
Projeção dos membros do FOMC para Core PCE (%)



Projeção dos membros do FOMC para Taxa de desemprego (%)



Projeção dos membros do FOMC para taxa Fed Funds (%)



Reflexões sobre o modelo do Fed para política monetária

A incerteza sobre qual é o atual regime inflacionário (inclinação da Curva de Phillips) também permeia as discussões do Fed. As projeções divulgadas na reunião de 16 de março mostram um consenso entre os membros do FOMC de que a taxa de desemprego continuará baixa por todo horizonte relevante de política monetária. No entanto, não há consenso em como esse cenário benigno para o mercado de trabalho se traduzirá em inflação – há uma dispersão relevante nas projeções de núcleo de inflação.

Apesar de não ser o cenário base, o Fed mostra-se incomodado com o risco de espiral inflacionária dos salários. Na coletiva de imprensa após a última reunião do FOMC, o chairman do Fed Jerome Powell repetiu diversas vezes a sua preocupação com um superaquecimento do mercado de trabalho. Para ele, esse mercado está “*unhealthy*” pois há um claro excesso de demanda, que levou a um aumento de salários acima do que é compatível com um cenário de inflação na meta de 2%.

A premissa do Powell é que um aumento paulatino da taxa Fed Funds em direção à taxa neutra será suficiente para balancear as condições de oferta e demanda por trabalho. Uma vez normalizada, a inflação de salários seria controlada e uma espiral inflacionária não ocorreria.

O cenário do Fed é (i) normalizar a política monetária para controlar as condições de oferta e demanda do mercado de trabalho/economia; (ii) ser tão preciso que conseguirá acabar com o excesso de demanda mantendo a taxa de desemprego em 3,5%, um dos menores níveis históricos; e (iii) a taxa neutra de juros seria

suficiente para fazer essa mágica.

Com inflação de salários acima de 5% e com o maior excesso de demanda das últimas várias décadas, um aumento do Fed Funds de 2,5 pp seria suficiente para rebalancear as condições de demanda e oferta agregada da economia?

É difícil compatibilizar esse discurso com a hipótese de que a política monetária *per se* teria contribuição relevante para entregar a inflação na meta. Para que esse seja o caso, teríamos que assumir que o impacto de pequenos aumentos da taxa Fed Funds na demanda agregada seja enorme.

A explicação mais razoável é de que o Fed ainda acredita em uma Curva de Phillips achatada e que a pressão inflacionária atual seja temporária (e.g., cadeias de produção, fiscal). Uma vez dissipados esses choques, as condições de oferta e demanda agregadas retornariam para o padrão pré-crise e a inflação também voltaria a um nível compatível com a meta, apesar de partir de um nível de inflação próxima a 8%.

Implícito para esse cenário é a ancoragem das expectativas. Neste caso, as expectativas venceriam a inércia inflacionária e garantiriam a convergência da inflação à meta no longo prazo, apesar de uma taxa de desemprego abaixo da Nairu.

Como a dispersão nas projeções de inflação e Fed Funds no longo prazo sugerem, o grau de convicção em relação a esse diagnóstico vem diminuindo entre os membros do FOMC.

Potencial para surpresa deflacionária 1:
contração da demanda

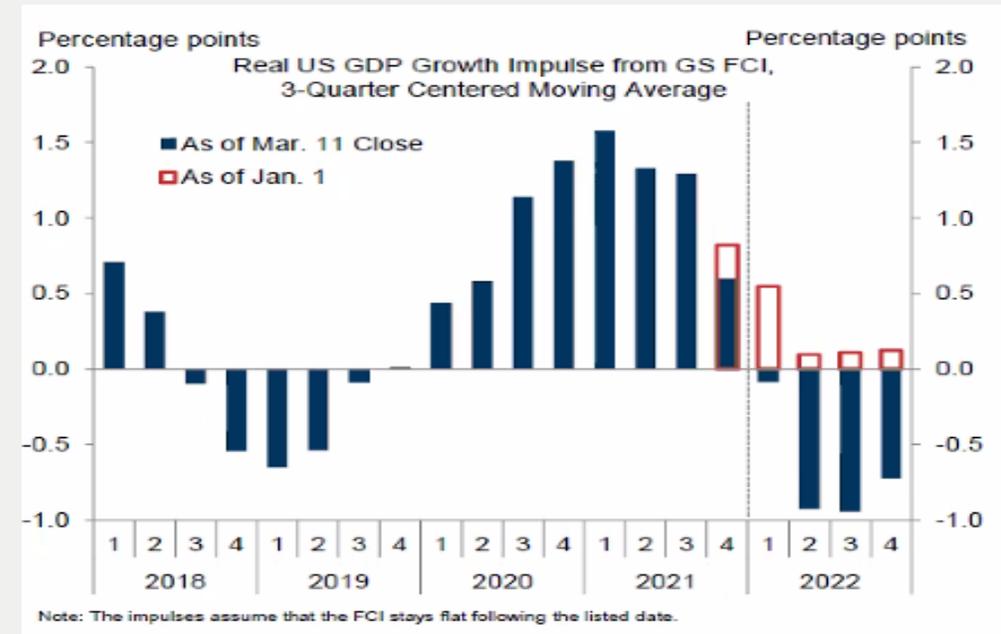
Risco maior é de aperto nas condições financeiras

- O maior risco para a tese de juros mais elevados é de um aperto das condições financeiras não relacionado com mudanças na política monetária. Por exemplo, uma intensificação/extensão do conflito entre Rússia e Ucrânia, que leve a uma contração relevante da economia global poderia tornar desnecessário um aperto das política monetária nos EUA e no resto do mundo.
- Desde o início do ano, o Índice de Condições Financeiras do GS já aumentou em 120bps. As condições financeiras, que eram expansionistas no início do ano, tornaram-se contracionistas no atual nível.

Índice de Condições Financeiras do GS para os EUA
(%, mom, SA)



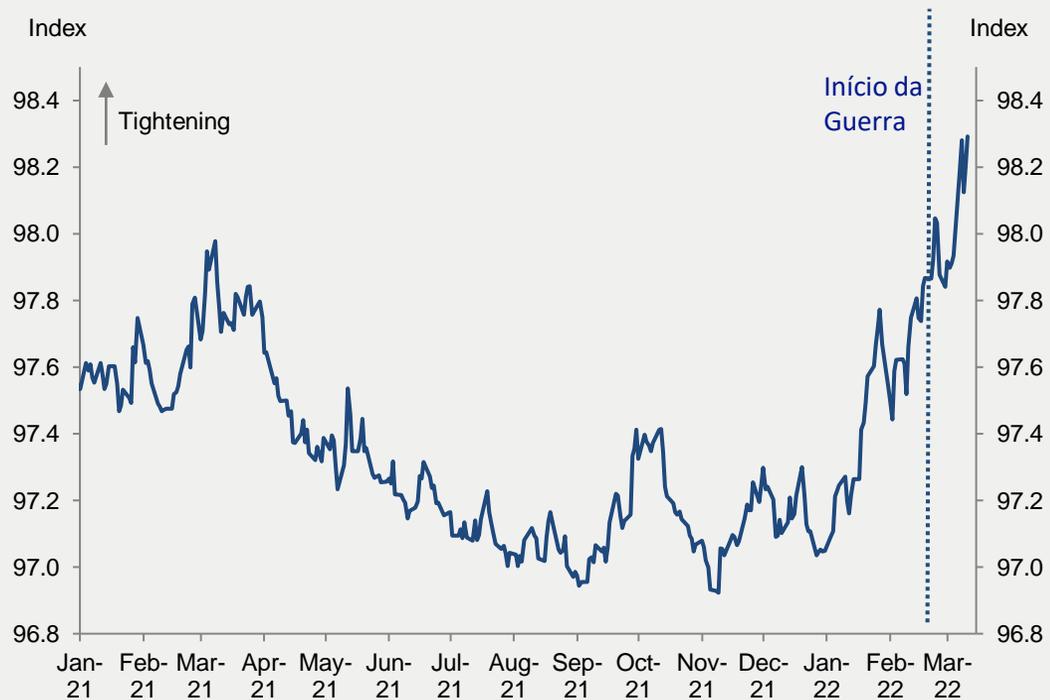
Impulso das condições financeiras no crescimento real dos EUA (%)



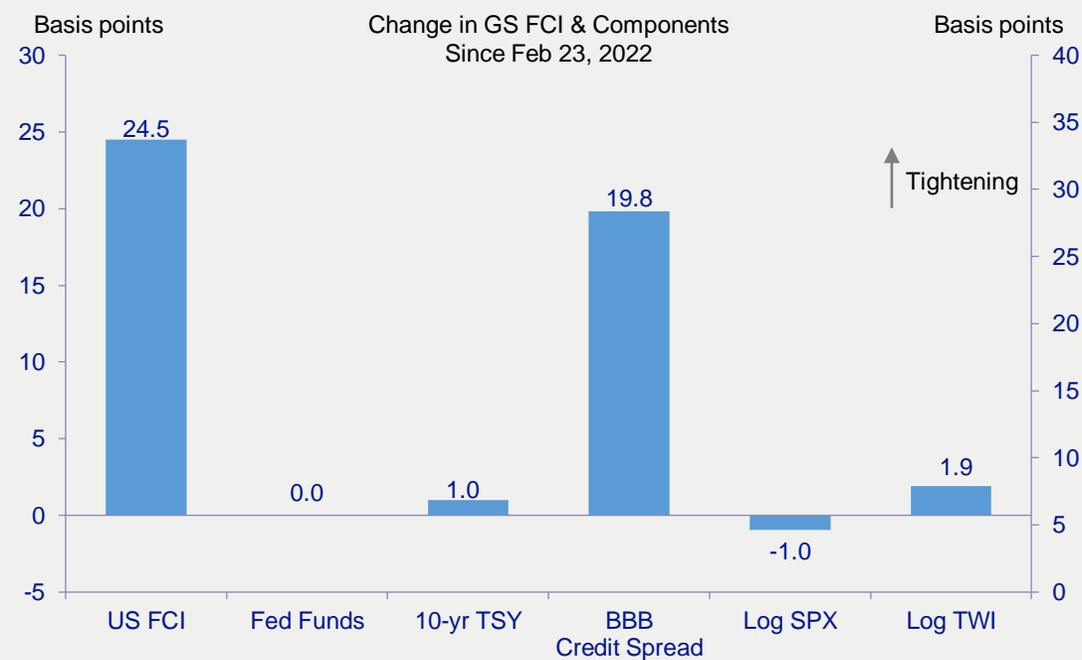
Maior parte do aperto ocorreu antes da guerra

- Desde o início do conflito, o índice de Condições financeiras aumentou apenas 24,5 bps. A maior parte do aumento do indicador ocorreu em janeiro, antes do conflito e por conta de uma reprecificação da política monetária nos EUA. Desde então, a maior contribuição para o aperto do indicador foi no mercado de crédito.

Índice de Condições Financeiras do GS para os EUA
(%, mom, SA)



Decomposição do crescimento GS FCI para os EUA desde 23 de fev

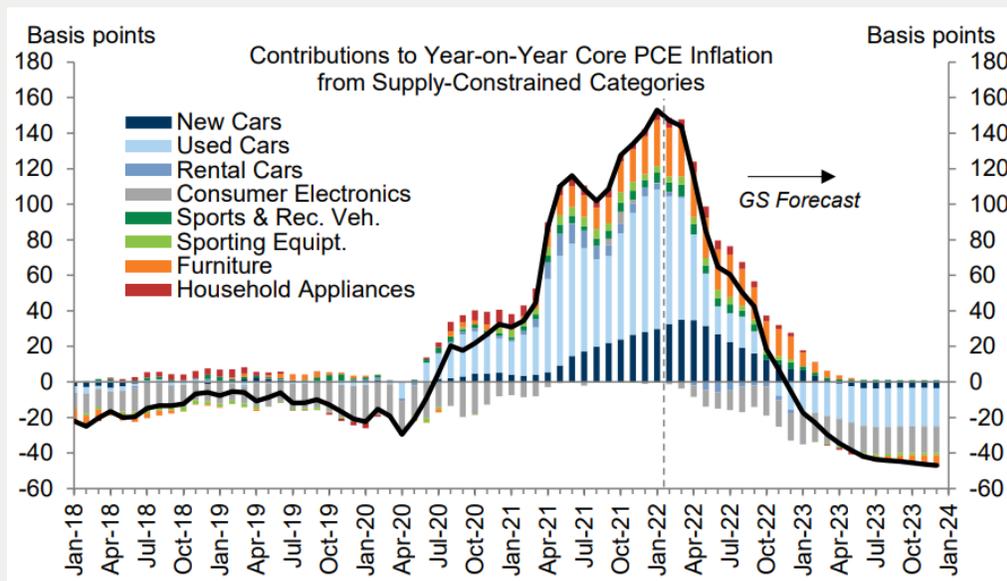


Potencial para surpresa deflacionária 2:
normalização da oferta

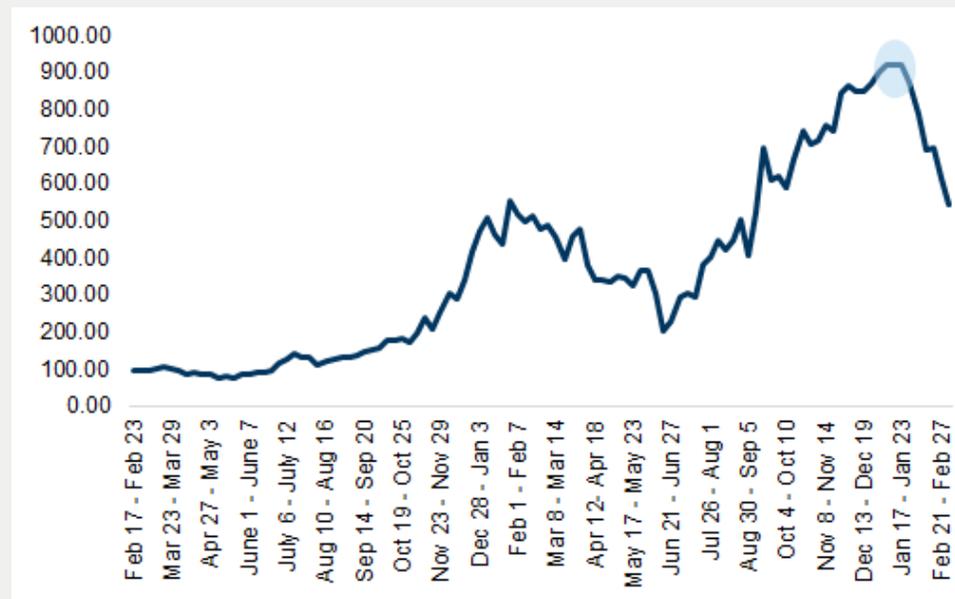
Reversão da inflação de bens industriais é risco baixista

- Apesar do processo inflacionário nos EUA ter sido, essencialmente, por conta de um aumento da demanda agregada, alguns fatores de oferta também contribuíram para o movimento. Em particular, os problemas nas cadeias produtivas de eletrônicos reduziu a oferta de bens duráveis para o País. Uma eventual normalização da produção é um potencial baixista para a inflação.
- A contribuição desses itens para o núcleo de inflação PCE, é superior a 150bps atualmente. Uma reversão mais rápida do que o esperado poderia ser um choque baixista de inflação no curto prazo e poderia aliviar a pressão sobre o Fed de normalização mais rápida da política monetária. O indicador de congestionamento das cadeias produtivas nos EUA melhorou bastante desde o início de 2022.

Contribuição para núcleo PCE de componentes com problemas de suprimento (pp)



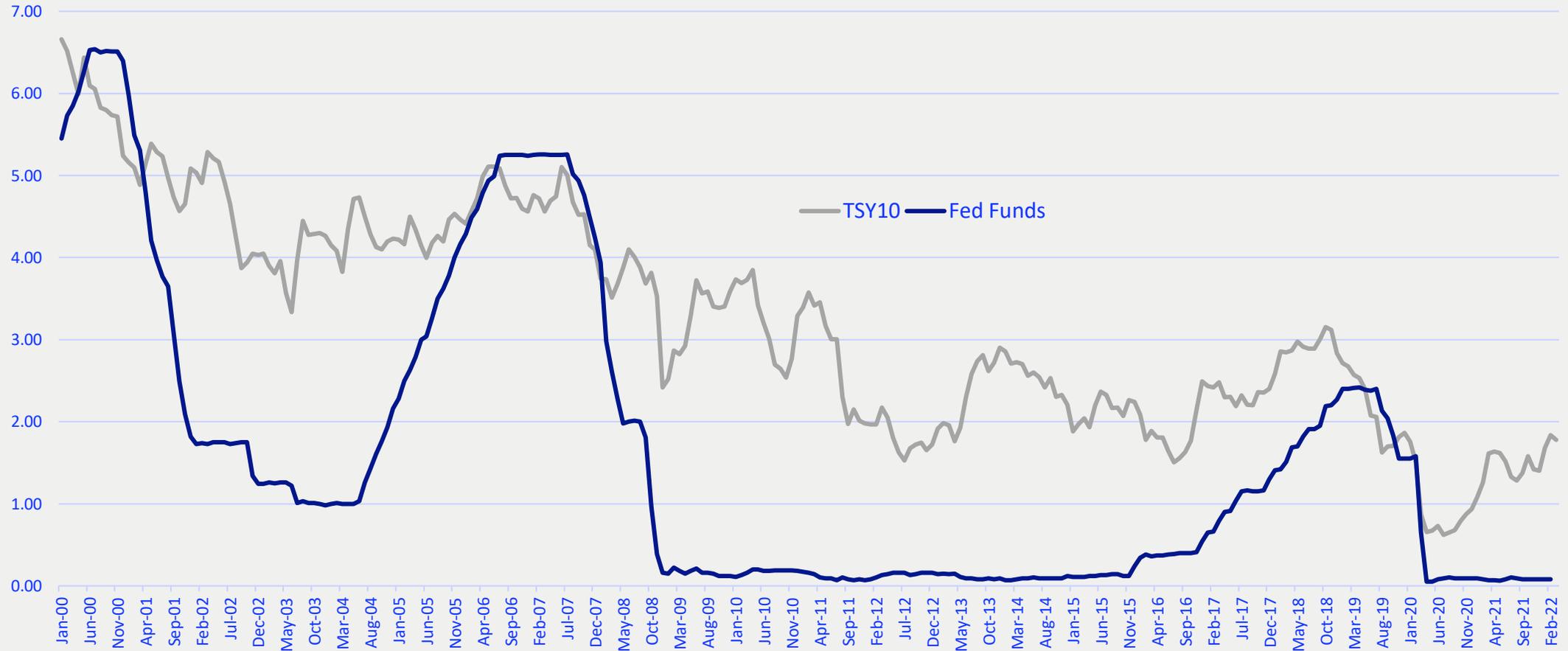
Indicador GS de congestionamento das cadeias produtivas nos EUA



Apêndice

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

Fechamento da TS de 10 anos explicado por 5y5y real

- A decomposição da taxa de juros de 10 anos entre taxa de 5 anos, 5y5y real e 5y5y breakeven tinha ocorrido (i) na ponta curta e (ii) na parte real da ponta longa.
- Desde o início da guerra entre Rússia e Ucrânia, o que ocorreu foi um fechamento da taxa real de longo prazo concomitante a uma abertura da breakeven.

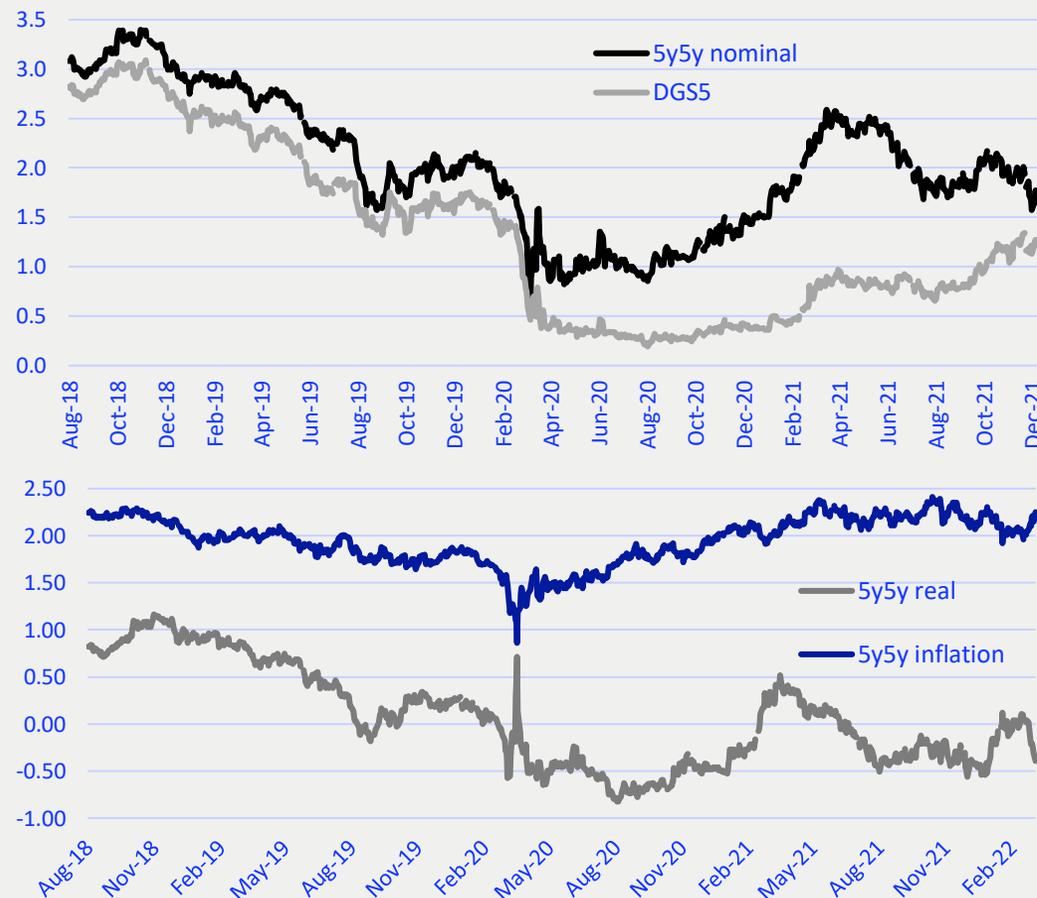
Decomposição da taxa de 10 anos dos títulos dos EUA (% a.a.)

Yield	Taxa de juros		
	12/31/2021	2/1/2022	3/7/2022
10y	1.52	1.81	1.78
5y	1.26	1.63	1.71
5y5y real	-0.46	-0.07	-0.39
5y5y inflation	2.25	2.06	2.25

Yield	Contribuição		
	12/31/2021	2/1/2022	3/7/2022
10y	1.52	1.81	1.78
5y	0.63	0.815	0.855
5y5y real	-0.23	-0.03	-0.20
5y5y inflation	1.125	1.03	1.125

Yield	Variação		
	12/31/2021	2/1/2022	3/7/2022
10y		0.29	-0.03
5y		0.19	0.04
5y5y real		0.20	-0.16
5y5y inflation		-0.095	0.10

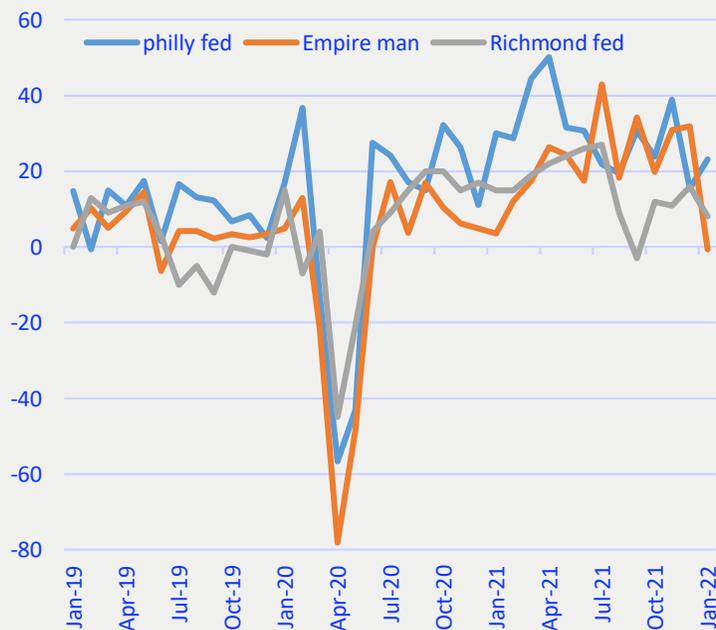
Taxas nominais, reais, longas e curtas dos EUA (%)



Indicadores mostraram piora nos últimos dois meses

- Os indicadores de maior frequência mostram uma desaceleração da economia dos EUA nos últimos dois meses. Indicadores dos Feds, como Philly Fed, Richmond Fed e Empire Manufacturing mostraram uma redução nos últimos resultados.
- O índice de surpresa econômica do Citi Bank, que mede em qual grau os dados econômicos estão surpreendendo para cima ou para baixo as expectativas, voltou para próximo de zero nas últimas leituras.

Indicadores de *Business Conditions*
(>0 = expansão)



Markit Composite PMI
(>50 = expansão)



Índice de Surpresa do CitiBank
(>0, surpresa positiva)



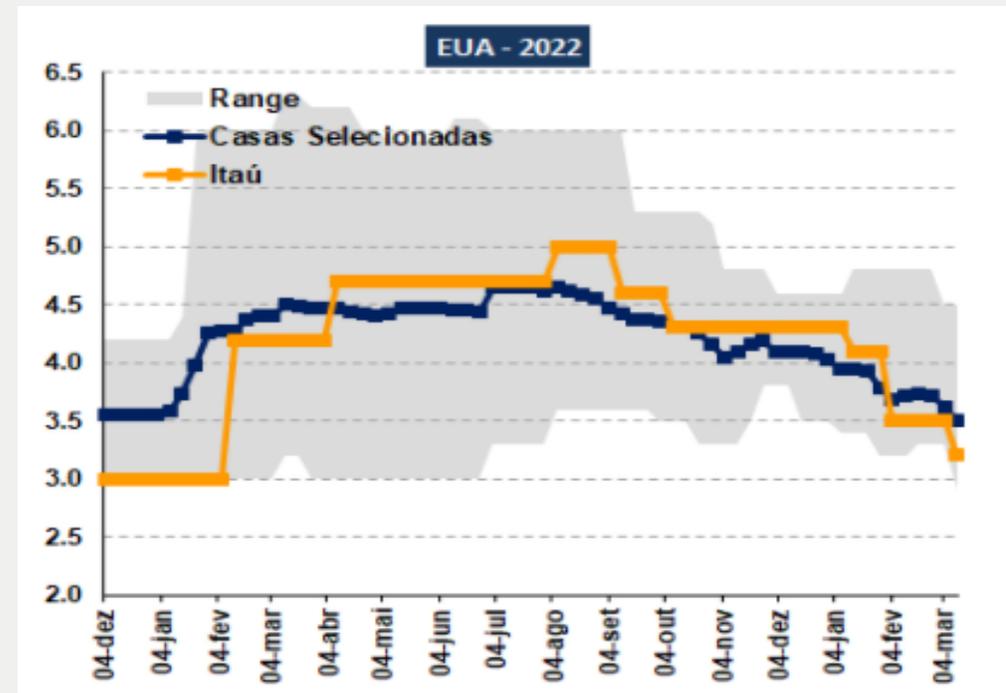
Mercado revisou para baixo crescimento de 2022

- Os indicadores *hard* também mostram desaceleração. As vendas de varejo estão praticamente estáveis desde março e, mais recentemente, os *Capital Good Orders* (Non def.) mostraram desaceleração. Respectivamente, sugerem desaceleração de consumo e investimentos em equipamentos. Essa piora dos indicadores levou o mercado a reduzir as projeções para o crescimento do PIB em 2022.

Retail Sales e Non-def Cap. Goods orders (USD, SA)



Projeção de crescimento do PIB dos EUA em 2022 (% , ante 2021)

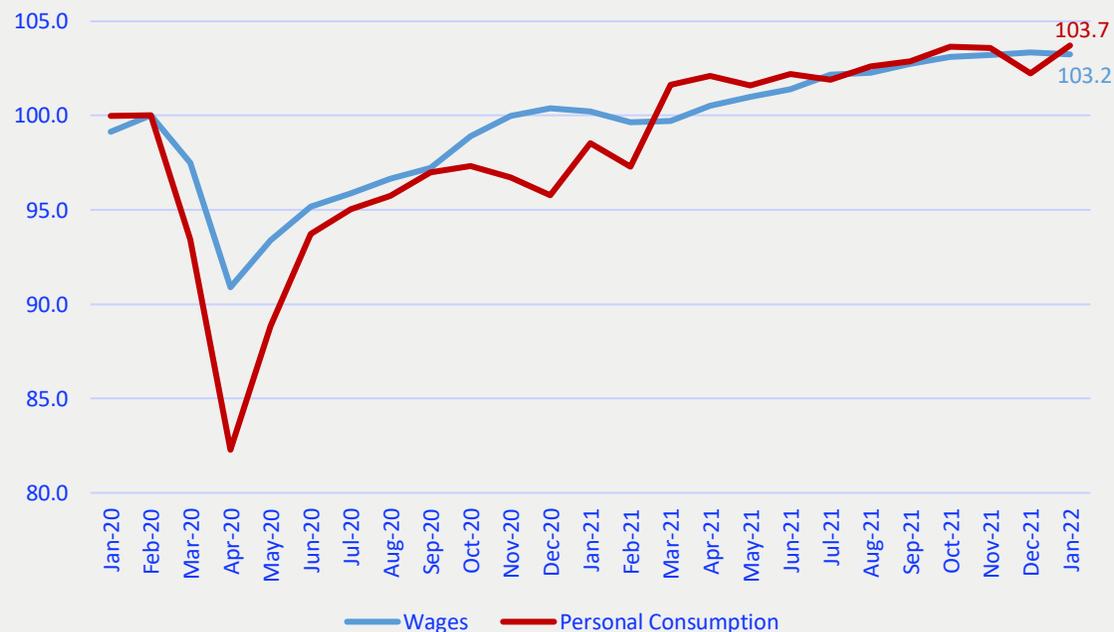


Fonte: BEA, Census, Itáú, Mar Asset Management

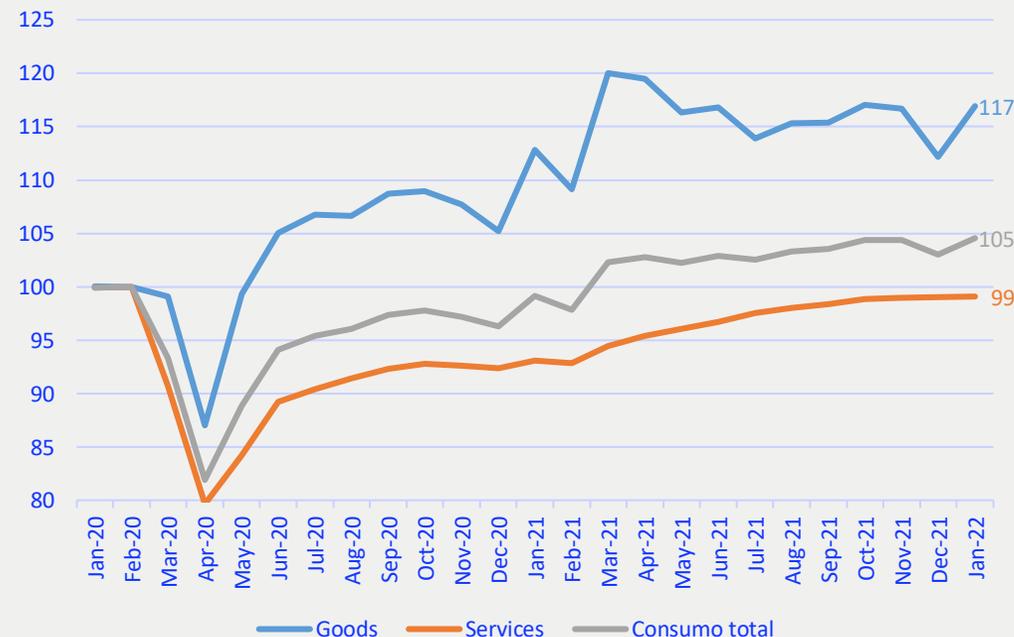
Consumo de bens nos EUA muito acima do pré-crise

- A recuperação do consumo das famílias permaneceu em ritmo bastante forte ao longo do primeiro semestre. A reabertura da economia e os estímulos fiscais fizeram com o que consumo ultrapassasse o nível visto anterior a pandemia.
- O consumo de serviços ainda está abaixo do nível pré-crise. O consumo de bens mostrou forte aumento no semestre após o envio de cheques e ampliação dos programas de suporte às famílias implementados no período. Mais recentemente, o consumo de bens mostra arrefecimento, em linha com as vendas de varejo.

Consumo das famílias e Renda Disponível proveniente de salários (US\$ trilhões, SAAR)



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



Serviços ainda abaixo do pré-crise

- 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, como *professional and financial services*. 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	Set 20 vs. pré-crise	Dez 20 vs. pré-crise	Mar 21 vs. pré-crise	Jun 21 vs. pré-crise	Set 21 vs. pré-crise	Dec 21 vs. pré-crise	Jan 22 vs. pré-crise	Drawdown	Set20 vs. pré-crise	Dez 20 vs. pré-crise	Mar 21 vs. pré-crise	Jun 21 vs. pré-crise	Set 21 vs. pré-crise	Dec 21 vs. pré-crise	Jan 22 vs. pré-crise
Market-based total Consumption	100%	-21%	-3.2%	-4.3%	2.4%	3.2%	3.5%	3.3%	4.9%	-21.4%	-3.2%	-4.3%	2.4%	3.2%	3.5%	3.3%	4.9%
Goods	40%	-14%	8.9%	5.0%	20.2%	17.5%	16.2%	13.1%	17.8%	-5.8%	3.6%	2.0%	8.1%	7.0%	6.5%	5.2%	7.1%
Durable goods:	15%	-21%	13.8%	10.0%	34.2%	25.8%	20.7%	17.6%	26.7%	-3.1%	2.0%	1.5%	5.1%	3.8%	3.1%	2.6%	4.0%
motor vehicles and parts	4%	-28%	14.3%	12.6%	42.5%	22.9%	3.5%	5.8%	21.9%	-1.1%	0.6%	0.5%	1.6%	0.9%	0.1%	0.2%	0.8%
durable goods other than motor vehicles and parts	11%	-19%	13.6%	9.1%	31.3%	26.8%	26.7%	21.8%	28.4%	-2.1%	1.5%	1.0%	3.4%	2.9%	2.9%	2.4%	3.1%
Nondurable goods:	25%	-11%	6.1%	2.1%	12.0%	12.6%	13.5%	10.4%	12.6%	-2.7%	1.5%	0.5%	3.0%	3.2%	3.4%	2.6%	3.2%
food and beverages for off-premises consumption	8%	5%	7.6%	5.6%	13.6%	12.2%	12.9%	10.4%	12.3%	0.4%	0.6%	0.5%	1.1%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%
clothing and footwear	4%	-45%	10.0%	0.2%	23.7%	23.5%	24.7%	15.6%	21.0%	-1.6%	0.3%	0.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.5%	0.7%
gasoline and other energy goods	4%	-33%	-4.4%	-11.8%	-5.2%	0.5%	1.9%	1.8%	-1.4%	-1.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%
other nondurable goods	10%	-3%	7.3%	5.1%	13.0%	13.7%	14.5%	11.9%	15.0%	-0.3%	0.7%	0.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.1%	1.5%
Services:	60%	-26%	-9.6%	-9.5%	-7.0%	-4.3%	-3.0%	-1.7%	-1.8%	-15.7%	-5.8%	-5.7%	-4.3%	-2.6%	-1.8%	-1.0%	-1.1%
Não afetados	20%	0%	0.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%	2.8%	3.7%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%
housing services	15%	0%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
household utilities	2%	-1%	1.9%	5.1%	2.3%	4.7%	1.9%	2.1%	6.7%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
communication services	3%	0%	1.7%	6.0%	7.2%	9.4%	10.3%	9.5%	11.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
Recuperação mais rápida	28%	-37.2%	-9.5%	-9.7%	-6.3%	-3.7%	-1.4%	-0.6%	-1.1%	-10.8%	-2.8%	-2.8%	-1.9%	-0.9%	-0.6%	-0.2%	-0.4%
health care	19%	-35%	-7.1%	-5.5%	-6.0%	-3.6%	-2.4%	-0.7%	-1.1%	-6.8%	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-0.7%	-0.5%	-0.1%	-0.2%
food services and accommodations	7%	-54%	-17.8%	-24.2%	-9.9%	-2.3%	-0.7%	-1.0%	-2.1%	-3.8%	-1.3%	-1.7%	-0.7%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
professional services	1%	-14%	-9.4%	-5.0%	-1.6%	-5.8%	-3.5%	-2.4%	-1.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
household maintenance	1%	-12%	-6.3%	-6.2%	-2.8%	-6.5%	-4.9%	-5.8%	-4.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
financial services and insurance	1%	-19%	-5.3%	-0.9%	1.3%	-10.3%	-4.8%	-1.5%	-0.9%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
Recuperação Lenta	11%	-47%	-29.5%	-30.1%	-26.1%	-19.6%	-16.1%	-12.2%	-13.2%	-5.1%	-3.2%	-3.3%	-2.8%	-2.1%	-1.8%	-1.3%	-1.4%
transportation services	4%	-48%	-30.3%	-30.5%	-26.9%	-19.4%	-13.4%	-8.5%	-10.0%	-1.9%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.4%
recreation services	3%	-53%	-34.3%	-36.0%	-31.4%	-24.8%	-22.6%	-15.2%	-16.5%	-1.7%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
education	2%	-12%	-8.9%	-11.8%	-8.0%	-6.1%	-5.5%	-4.3%	-4.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
personal care and clothing services	1%	-78%	-47.5%	-44.0%	-39.3%	-28.4%	-23.7%	-27.3%	-27.5%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
child care	0%	-60%	-30.7%	-29.5%	-25.5%	-21.5%	-22.2%	-16.7%	-17.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

Taxa de desemprego recuou para 3,8% em fevereiro

- A taxa de desemprego recuou para abaixo de 4,0% nos últimos meses depois de ter chegado a 14,8% em abril de 2020. No entanto, a diferença entre a taxa atual e o pré-crise seria maior não fosse a menor taxa de participação. Ajustando para a taxa de participação antes da crise, o desemprego estaria em 5,8%.
- Não há um claro segmento da sociedade que mostra um piora mais estrutural da taxa de desemprego. Todos os grupos etários e etnias recuperaram a maior parte da forte contração do emprego em relação ao pré-crise. Parece que a taxa de desemprego total serve como uma proxy bastante razoável para o desemprego das minorias.

Taxa de desemprego (%)



Taxa de desemprego e de participação por grupo etário e etnia (%)

	Unemployment rate			Participation rate		
	Feb-20	Apr-20	Jan-22	Feb-20	Apr-20	Jan-22
Total	3.5	14.7	4.0	63.4	60.2	62.2
Age						
24-	7.8	27.4	8.3	57	49.2	55.6
25-55	3.0	12.8	3.5	83	79.9	82
55+	2.6	13.6	3.1	40.3	38.5	39.1
Gender						
Women	3.4	16.1	3.9	57.9	54.6	56.8
Men	3.5	13.5	4.1	69.3	66.1	67.9
Demographics						
White	3.0	14.1	3.4	63.3	60.3	62
Black	6.0	16.6	6.9	63.2	58.5	62
Latino	4.4	18.8	4.9	67.9	63.1	66.2

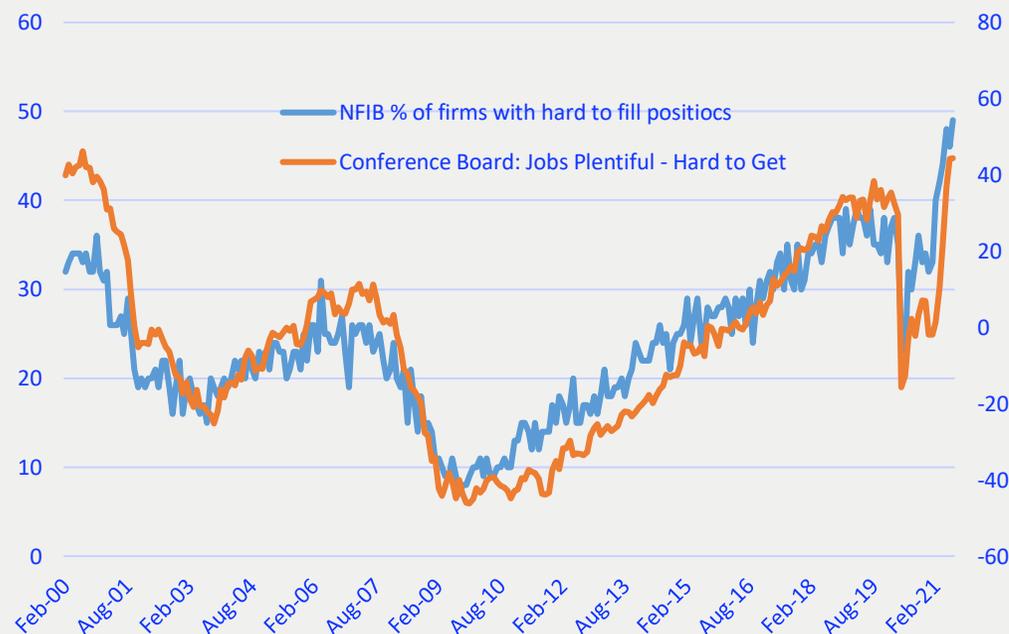
Demanda por trabalhadores é a maior da história

- O número de vagas abertas no mercado de trabalho dos EUA era superior a 10 milhões em julho de 2021. Esse foi o maior valor da série histórica e está 3,9 milhões acima do pré-crise.
- Os indicadores *soft* de demanda por trabalhador mostra situação qualitativamente similar. A porcentagem das firmas que afirmam estar com dificuldades de contratar aumentou para 49% ao final de julho, maior nível da série histórica. Já a diferença dos trabalhadores que consideram o seu trabalho *plentiful* versus aqueles com dificuldade em encontrar trabalhos também está em níveis muito altos para o padrão histórico.

Job Openings nos EUA (milhões, SA)



Jobs Plentiful minus hard to find and firms with difficulty to fill positions(%)



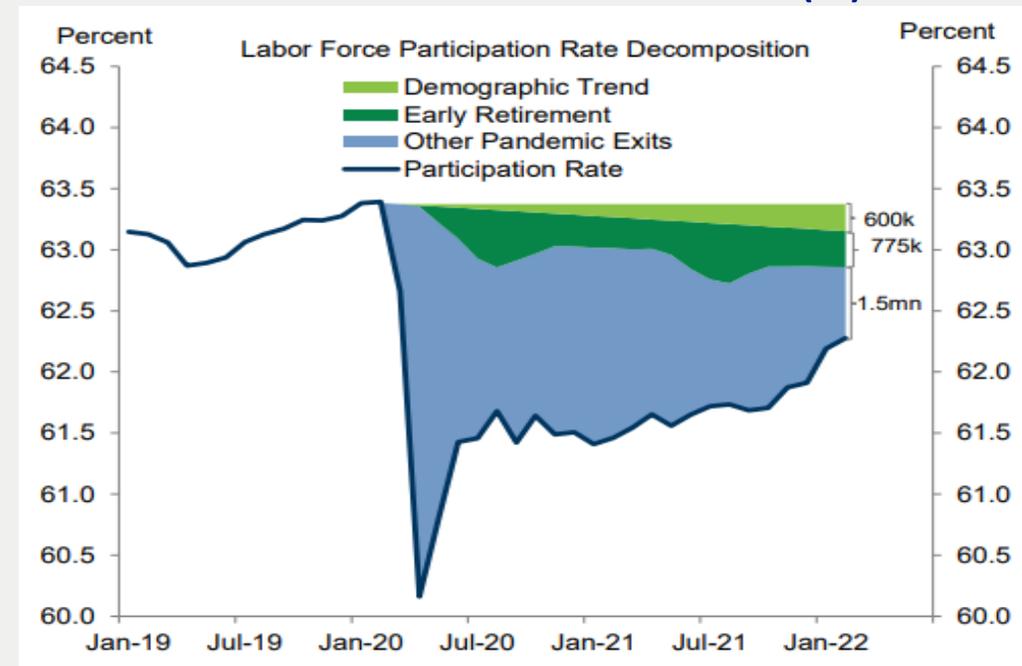
Número de trabalhadores ainda abaixo de Fev-2020

- O número de pessoas empregadas (*Nonfarm Payroll*) está 3 milhões abaixo do nível pré-crise. Isso representa uma recuperação de ~85% da perda inicial de postos de trabalho por conta da pandemia.
- Parte da redução do número de empregados tende a ser permanente. A tendência demográfica e a quantidade de trabalhadores que decidiram antecipar a aposentadoria explica quase a metade da redução do número de trabalhadores frente ao pré-pandemia.

Nonfarm Payroll (AS, milhões)



Decomposição da taxa de participação do mercado de trabalho dos EUA (%)



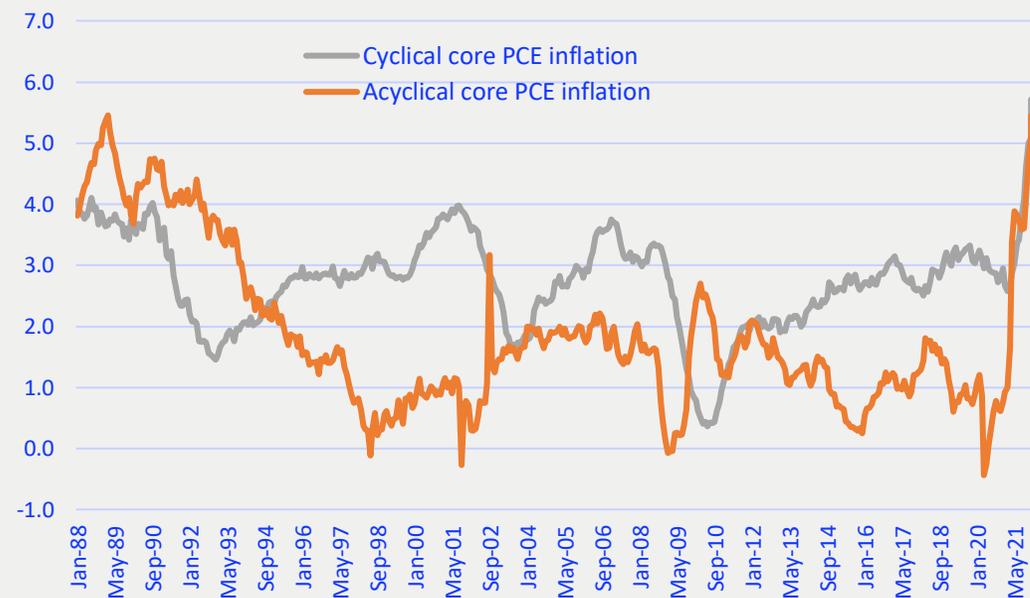
Inflação nos EUA – componentes cíclicos vs. acíclicos 1

- O núcleo de inflação PCE atingiu o maior nível desde o início dos anos 1990. Desde a crise de 2008, o núcleo da inflação raramente tinha ultrapassado o ponto central da meta do Fed, de 2,0%. 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 um aumento maior no atual cenário.
- O surto recente de inflação foi inicialmente explicado pelo componente acíclico. A inflação dos cíclicos mostrou forte aumento a partir de 2021, corroborando a visão de que não são apenas choques de oferta que explicam a inflação alta atual.

Inflação Núcleo PCE



Núcleo PCE – cíclicos vs. acíclicos



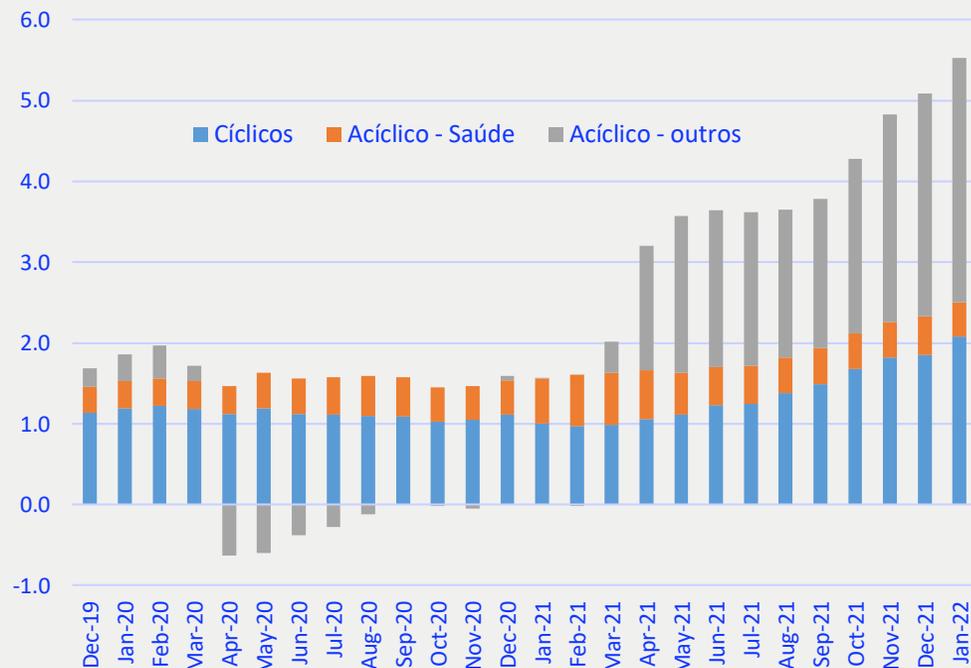
Inflação nos EUA – componentes cíclicos vs. acíclicos 2

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		

Automóveis tem a maior contribuição dentre acíclicos

- Dentre os acíclicos, os principais contribuidores para o aumento do núcleo de inflação do PCE em 12 meses foram alguns bens, veículos e serviços diretamente afetados pela pandemia, como passagens aéreas e hotéis.

Decomposição da contribuição para a inflação do Núcleo do PCE (%)



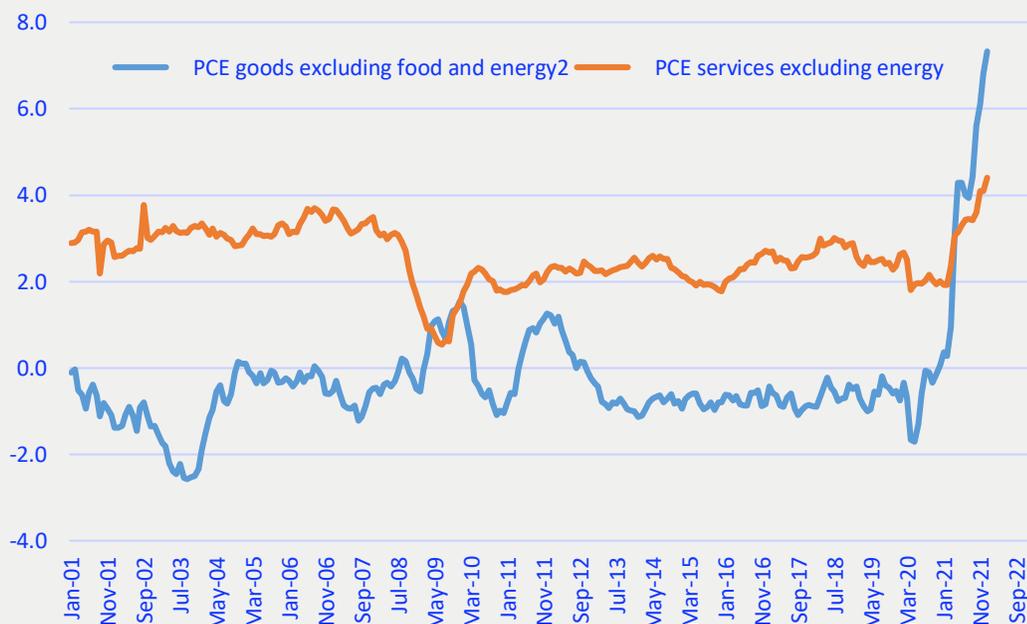
Decomposição da contribuição dos acíclicos para o Núcleo PCE (% yoy)

	Dec-19	Apr-20	Dec-20	Jan-22	Jan. vs. pré-crise
Núcleo PCE	1.66	0.81	1.52	5.71	4.05
<i>Cíclicos</i>	1.14	1.12	1.11	2.08	0.94
<i>Acíclicos</i>	0.55	-0.28	0.48	3.45	2.90
Saúde	0.32	0.35	0.43	0.42	0.10
Outros acíclicos	0.23	-0.63	0.05	3.03	2.80
Motor vehicles and parts	-0.01	-0.13	0.19	1.14	1.15
Other durable goods	-0.03	-0.06	-0.08	0.08	0.11
Clothing and footwear	-0.05	-0.20	-0.15	0.13	0.18
Pharmaceutical and other medical products (40 and	0.12	0.04	-0.10	0.07	-0.04
Air transportation	0.03	-0.13	-0.15	0.10	0.07
Accommodations	0.01	-0.06	-0.05	0.12	0.12
Financial services and insurance	0.19	0.04	0.11	0.35	0.16
Demais acíclicos	-0.03	-0.13	0.28	1.04	1.06

Inflação de bens muito acima do nível histórico

- O grande aumento do núcleo de inflação PCE nos últimos meses foi devido aos bens industriais. A inflação do grupo atingiu 4,0%, muito acima do padrão histórico.
- A inflação de serviços também mostrou um recrudescimento nos últimos meses, refletindo reabertura e um mercado de trabalho mais apertado.

Inflação de bens e serviços PCE (% yoy)



	Peso	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Sep-21	Dec-21	Jan-22
Personal consumption expenditures	100	1.9	1.9	1.7	1.3	4.4	5.8	6.1
PCE food and energy	13.3	3.1	0.4	1.7	-0.2	10.2	13.1	12.7
PCE excluding food and energy2	86.7	1.7	2.1	1.6	1.5	3.7	4.9	5.2
PCE goods excluding food and energy2	27.3	-0.9	-0.5	-0.5	0.1	4.4	6.8	7.3
PCE services excluding energy	60.3	2.6	2.9	2.4	2.0	3.4	4.1	4.4
Durable goods	14.8	-1.8	-1.1	-2.0	1.4	7.4	10.5	11.6
Market-based PCE motor vehicles and parts	3.6	-0.4	0.4	0.4	3.6	11.9	17.4	18.6
Market-based PCE durable goods other than motor vehicles and pa	10.8	-2.4	-1.8	-2.9	0.1	3.9	4.4	5.6
Nondurable goods	24.2	1.5	0.1	1.5	-0.9	5.4	7.7	7.2
Market-based PCE food and beverages purchased for off-premises	8.2	0.9	0.8	0.8	3.9	4.1	5.7	6.6
Market-based PCE clothing and footwear	3.0	-1.9	0.2	-1.5	-4.6	2.8	5.7	3.8
Market-based PCE gasoline and other energy goods	3.1	10.8	-1.6	7.8	-15.0	41.1	47.9	36.3
Market-based PCE other nondurable goods	9.5	0.7	0.0	1.7	-0.3	0.8	2.1	2.5
Services:								
Market-based PCE services	50.7	2.0	2.6	2.1	2.0	3.2	4.1	4.4
Of which:								
Market-based PCE housing services	14.8	3.3	3.3	3.4	2.2	2.8	3.7	4.0
Market-based PCE household utilities	2.4	3.0	2.1	-0.3	2.8	6.9	7.9	10.5
Market-based PCE health care	16.1	1.6	1.9	1.8	2.6	2.5	2.7	2.4
Market-based PCE transportation services	2.7	0.5	3.6	2.2	-2.6	5.8	8.6	7.9
Market-based PCE recreation services	2.0	3.3	2.2	2.2	1.9	3.3	3.3	4.7
Market-based PCE food services and accommodations	5.0	2.1	2.4	2.4	2.9	6.0	7.6	7.6
Market-based PCE financial services and insurance	0.9	0.5	6.3	-1.4	0.5	-3.3	0.7	10.7
Market-based PCE other services	6.7	0.2	2.3	1.0	1.1	1.9	2.8	2.9
Of which:								
Market-based PCE communication services	2.5	-5.4	-2.8	-1.2	-1.9	-0.8	0.0	0.4
Market-based PCE education	1.8	2.5	2.8	1.7	1.4	1.8	1.8	1.8
Market-based PCE professional services	1.2	1.9	5.5	-0.1	1.3	2.2	3.6	3.9
Market-based PCE personal care and clothing services	0.7	0.8	4.2	3.1	4.0	2.8	5.1	5.2
Market-based PCE child care	0.2	1.7	1.9	3.3	2.2	2.4	2.7	2.6
Market-based PCE household maintenance	0.5	3.1	5.0	2.5	4.4	7.7	8.8	8.2

Inflação alta é generalizada entre bens de consumo

Componente	Peso	Inflação	Contribuição	Componente	Peso	Inflação	Contribuição	Componente	Peso	Inflação	Contribuição
Motor vehicle rental	0.12	30.2	0.04	Musical instruments (part of 80)	0.05	3.5	0.00	Package tours	0.04	1.3	0.00
Net purchases of used motor vehicles (56)	1.44	27.4	0.39	Water transportation (65)	0.01	3.4	0.00	Amusement parks, campgrounds, and related recreational services	0.22	1.2	0.00
Major household appliances	0.46	14.3	0.07	Small electric household appliances	0.09	3.4	0.00	Net household insurance (111)	0.07	1.0	0.00
Natural gas (28)	0.39	12.6	0.05	Rental value of farm dwellings (22)	0.13	3.4	0.00	Higher education (97)	1.19	0.9	0.01
Moving, storage, and freight services	0.11	11.0	0.01	Hospitals (51)	7.29	3.4	0.25	Corrective eyeglasses and contact lenses	0.25	0.9	0.00
Portfolio management and investment advice services	0.99	10.1	0.10	Repair of furniture, furnishings, and floor coverings	0.01	3.3	0.00	Miscellaneous household products	0.23	0.8	0.00
Domestic services	0.18	7.8	0.01	Repair of household appliances	0.05	3.3	0.00	Legal services	0.70	0.8	0.01
Pension funds	0.35	7.1	0.03	Electricity (27)	1.39	3.3	0.05	Professional association dues	0.04	0.8	0.00
Jewelry	0.52	7.0	0.04	Hospital and nursing home services	8.49	3.3	0.28	Net health insurance (112)	1.74	0.6	0.01
Furniture	1.18	6.4	0.08	Labor organization dues	0.08	3.3	0.00	Photo studios	0.02	0.6	0.00
Foundations and grantmaking and giving services to households	0.03	6.4	0.00	Motor vehicle parts and accessories (58)	0.61	3.1	0.02	Luggage and similar personal items (part of 119)	0.25	0.5	0.00
Tobacco (127)	0.59	6.3	0.04	Live entertainment, excluding sports	0.08	2.8	0.00	Electric appliances for personal care	0.08	0.4	0.00
Social assistance	0.91	6.1	0.06	Museums and libraries	0.05	2.8	0.00	Hair, dental, shaving, and miscellaneous personal care products except	0.63	0.4	0.00
Bicycles and accessories	0.05	6.0	0.00	Motion picture theaters	0.02	2.8	0.00	Membership clubs and participant sports centers	0.29	0.1	0.00
Pleasure boats, aircraft, and other recreational vehicles	0.44	6.0	0.03	Nursing homes (52)	1.19	2.7	0.03	Air transportation (64)	0.52	0.0	0.00
Hairdressing salons and personal grooming establishments	0.25	5.9	0.02	Nursery, elementary, and secondary schools (98)	0.29	2.6	0.01	Motorcycles	0.11	0.0	0.00
Other household services	0.21	5.8	0.01	Imputed rental of owner-occupied nonfarm housing (21)	10.91	2.6	0.29	Pets and related products	0.59	-0.1	0.00
New motor vehicles (55)	2.20	5.7	0.13	Clothing repair, rental, and alterations	0.02	2.5	0.00	Nonprescription drugs	0.65	-0.4	0.00
Flowers, seeds, and potted plants	0.29	5.6	0.02	Repair and hire of footwear	0.00	2.5	0.00	Commercial banks	0.58	-0.5	0.00
Maintenance and repair of recreational vehicles and sports equipment	0.04	5.6	0.00	Miscellaneous personal care services	0.35	2.5	0.01	Cosmetic / perfumes / bath / nail preparations and implements	0.46	-0.5	0.00
Watches	0.09	5.5	0.00	Outpatient services	7.63	2.5	0.19	Internet access (72)	0.60	-0.5	0.00
Household paper products	0.31	5.3	0.02	Outdoor equipment and supplies	0.04	2.5	0.00	Motor vehicle leasing	0.54	-0.6	0.00
Tools, hardware, and supplies	0.25	5.3	0.01	Ground transportation (63)	0.23	2.5	0.01	Sewing items	0.02	-1.0	0.00
Postal and delivery services (68)	0.09	5.2	0.00	Rental of tenant-occupied nonfarm housing (20)	3.91	2.4	0.09	Other depository institutions and regulated investment companies	0.93	-1.1	-0.01
Televisions	1.08	5.0	0.05	Group housing (23)	0.01	2.4	0.00	Household linens	0.43	-1.1	0.00
Religious organizations' services to households	0.05	4.8	0.00	Life insurance (110)	0.68	2.4	0.02	Clothing and footwear	2.99	-1.1	-0.03
Cable, satellite, and other live television services	0.58	4.8	0.03	Accounting and other business services	0.21	2.3	0.00	Games, toys, and hobbies	1.28	-1.1	-0.01
Social advocacy and civic and social organizations	0.07	4.7	0.00	Commercial and vocational schools (99)	0.30	2.2	0.01	Spectator sports	0.06	-1.2	0.00
Tires	0.29	4.6	0.01	Photo processing	0.01	2.2	0.00	Financial service charges and fees	0.70	-1.4	-0.01
Accommodations (104)	0.56	4.6	0.03	Parking fees and tolls	0.10	2.1	0.00	Telecommunication services (71)	1.78	-1.7	-0.03
Laundry and drycleaning services	0.07	4.5	0.00	Accessories and parts	0.33	2.0	0.01	Trust, fiduciary, and custody activities	0.11	-2.0	0.00
Motor vehicle maintenance and repair (60)	1.17	4.4	0.05	Child care	0.22	2.0	0.00	Net motor vehicle and other transportation insurance (116)	0.53	-2.1	-0.01
Securities commissions	0.25	4.1	0.01	Nonelectric cookware and tableware	0.23	1.9	0.00	Prescription drugs	3.22	-2.4	-0.08
Household cleaning products	0.33	4.0	0.01	Other video equipment	0.16	1.9	0.00	Film and photographic supplies	0.01	-2.7	0.00
Veterinary and other services for pets	0.26	3.9	0.01	Clocks, lamps, lighting fixtures, and other household durables	0.55	1.6	0.01	Audio equipment	0.38	-3.2	-0.01
Other recreational services (81, 94, and part of 92)	0.34	3.9	0.01	Educational books (96)	0.08	1.5	0.00	Therapeutic medical equipment	0.27	-3.5	-0.01
Food services	4.59	3.9	0.18	Video and audio streaming and rental	0.28	1.5	0.00	Other medical products	0.05	-3.5	0.00
Personal computers/tablets and peripheral equipment	0.83	3.8	0.03	Funeral and burial services	0.20	1.4	0.00	Dishes and flatware	0.20	-4.8	-0.01
Repair and rental of audio-visual, photographic, and information processing equipment	0.06	3.8	0.00	Carpets and other floor coverings	0.21	1.4	0.00	Computer software and accessories	1.37	-5.9	-0.08
Gambling (91)	0.72	3.7	0.03	Window coverings	0.22	1.3	0.00	Telephone and related communication equipment	0.84	-15.6	-0.13
Magazines, newspapers, and stationery (part of 90)	0.61	3.6	0.02	Recreational books (part of 90)	0.19	1.3	0.00	Calculators, typewriters, and other information processing equipment	0.02	-15.6	0.00

Aumento generalizado da inflação de serviços

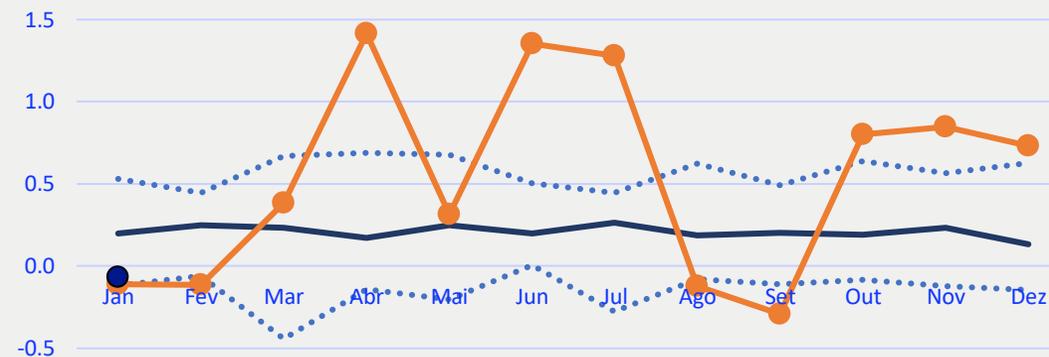
- Com a economia retornando à normalidade, a inflação de serviços vem mostrando resultados superiores a mediana histórica.
- A abertura mostra um aumento generalizado. Ambos serviços mais sensíveis a reabertura econômica, como os outros serviços mostram esse padrão. Em particular, os últimos meses mostraram um aumento da inflação de OER, componente de maior peso e inércia do PCE.

Inflação de serviços ex-energia e sensíveis a reabertura* (% mom, SA)

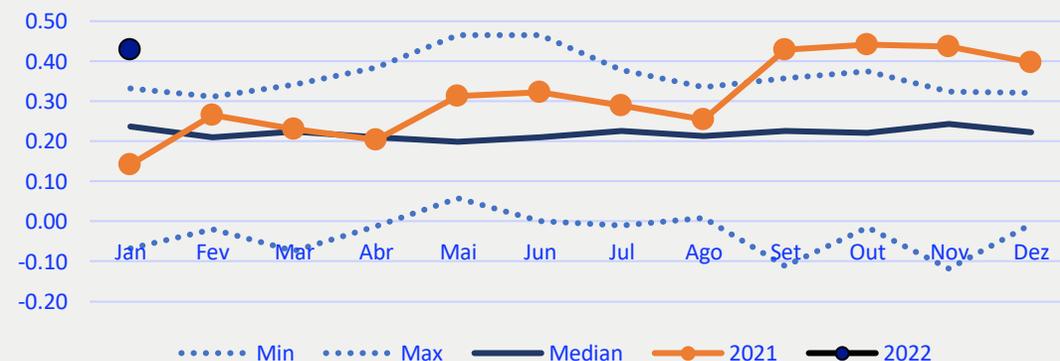


Inflação de diferentes grupos de serviços (% mom)

Serviços Reabertura



OER



*Serviços sensíveis a reabertura: Air transportation, Food service and accommodation e Recreational services

Inflação de bens continua elevada

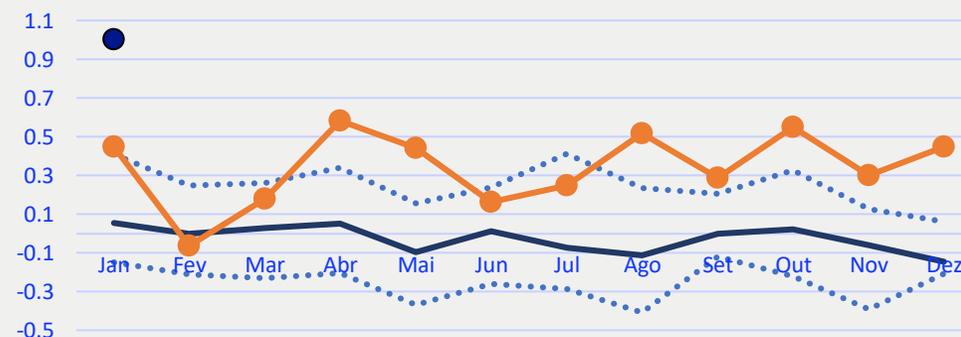
- A forte demanda por bens levou a inflação do grupo aos maiores níveis em vários anos. Em particular, a inflação de Veículos foi o principal driver do grupo em 2021 por conta dos problemas de falta de oferta de semicondutores.
- Não obstante, a inflação dos outros bens também foi bastante forte no primeiro semestre de 2021, muito provavelmente devido aos estímulos fiscais no período (envio de cheques).

Inflação de bens industriais, mediana e máxima entre 2002 e 2019 (% mom, SA)

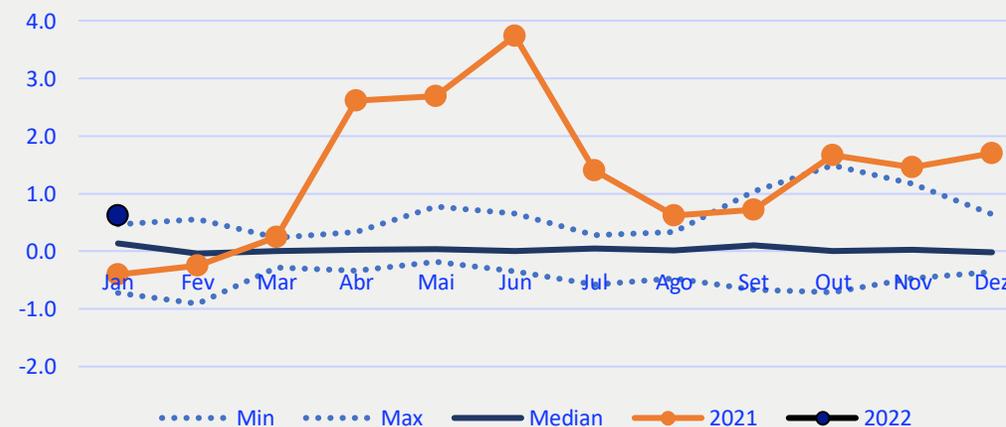


Inflação de diferentes grupos de bens (% mom)

Core Goods ex-veículos



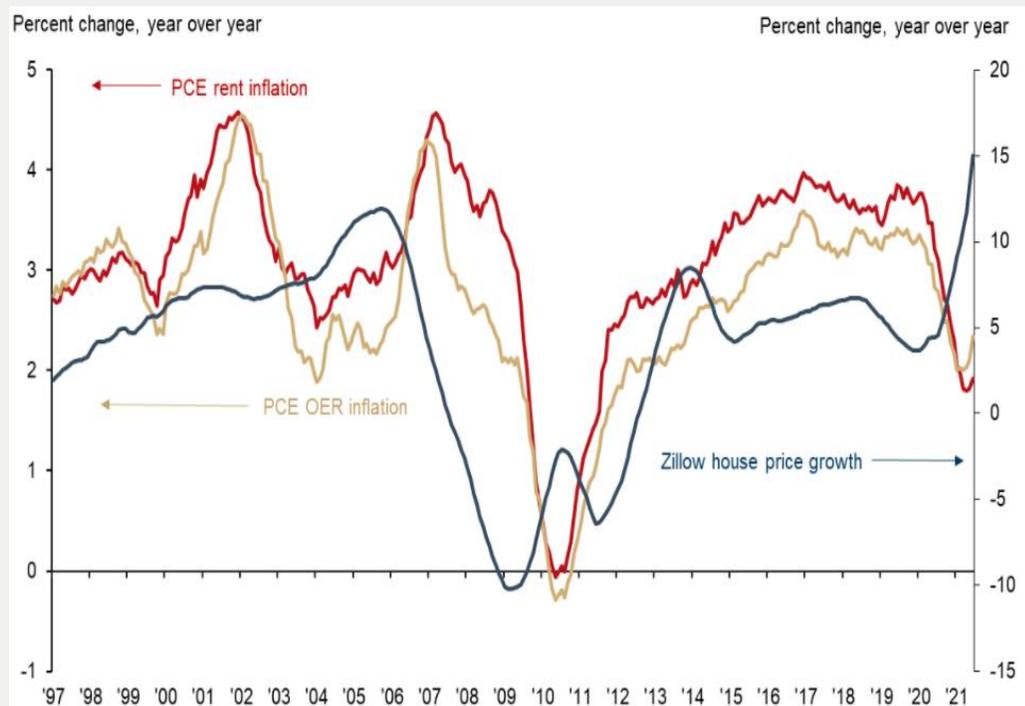
Veículos



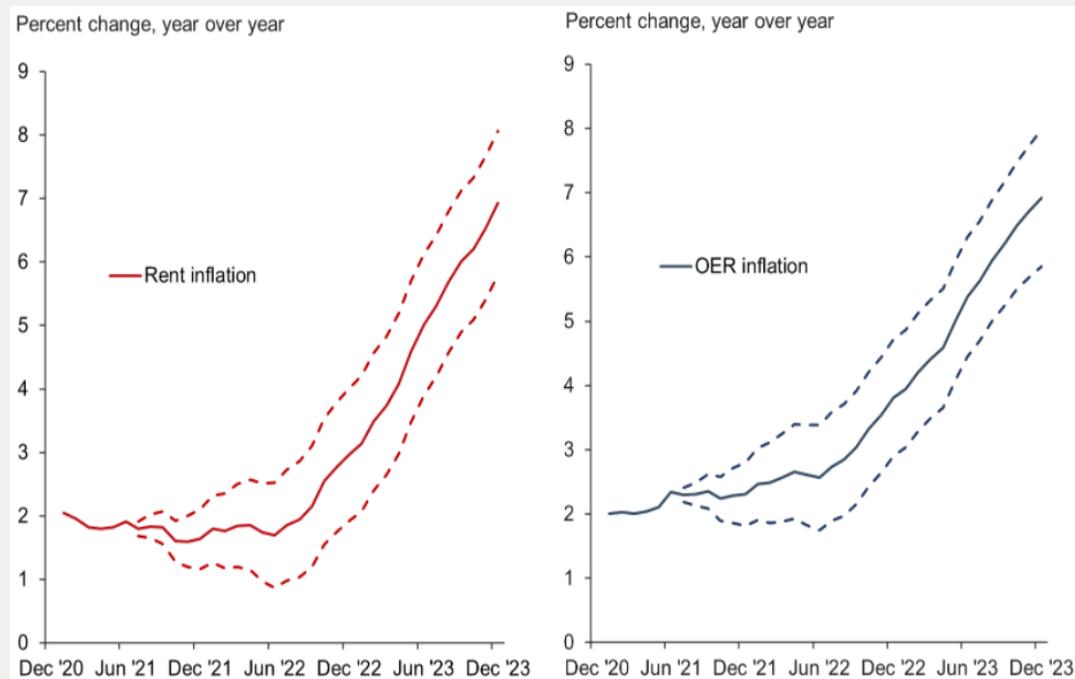
Inflação de aluguel é risco para inflação de longo prazo

- O grupo Housing (Shelter) representa, aproximadamente, 17% e 40% dos núcleos do PCE e do CPI, respectivamente. Esse peso elevado e a característica inercial do grupo fazem com que ele seja o principal driver de baixa frequência dos núcleos de inflação.
- O forte aumento de preços das casas visto em 2021 ainda não foi refletido nos números de inflação. Projeção do Fed de Dallas é que o impacto será substancial e mais apertado a partir do segundo semestre de 2022.

Inflação de aluguéis, OER e do índice Zillow de preços de casas (% yoy)



Projeção de inflação de aluguéis e OER do Dallas Fed (% yoy)





mar asset
management

Igor Galvão

55 21 99462 3359

igalvão@marasset.com.br

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

marasset.com.br