



THE NARROW PATH FROM HIGH INFLATION

ESTUDO ESPECIAL
ABRIL 2022

Kinitro
CAPITAL



US THE NARROW PATH FROM HIGH INFLATION

Neste estudo especial analisamos em detalhes a condição atual da economia americana e buscamos apontar os possíveis caminhos para o processo de desinflação.

Em nossa visão, o cenário para a economia americana é muito desafiador. Utilizando parâmetros históricos, um cenário de *soft landing*¹ parece deter baixa probabilidade. No decorrer deste estudo revisitaremos os fundamentos da inflação americana e buscaremos entender qual é o “*narrow path*” ou o caminho estreito que pode levar a um desdobramento mais positivo para o cenário americano.

Veremos que uma desinflação significativa no país demandará uma desaceleração do crescimento para baixo do seu potencial e um ambiente global que não produza novos choques inflacionários.

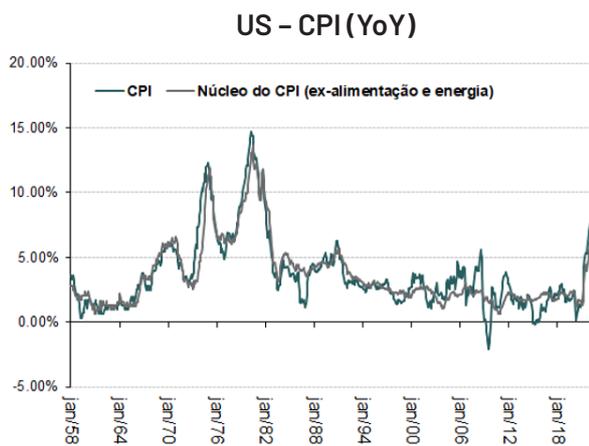
Análise utilizando os dados disponíveis até o dia 09/Maio/2022

¹ Desaceleração da inflação sem que uma recessão ocorra.

US - The Narrow Path from High Inflation

FUNDAMENTOS DA INFLAÇÃO

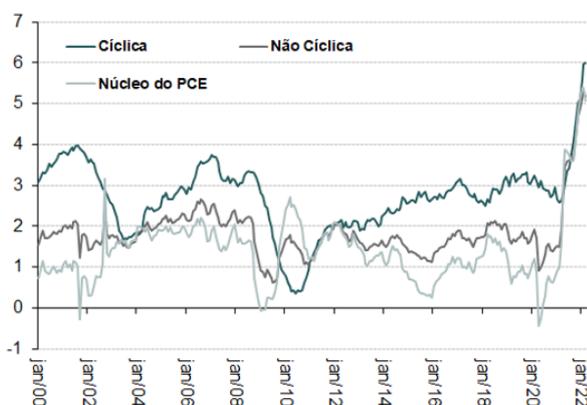
No decorrer dos últimos meses, a inflação nos EUA acelerou significativamente. Todas as suas medidas, incluindo as diferentes formas de núcleo, alcançaram patamares que não eram vistos desde a década de 1980, período historicamente denominado de “*The Great Inflation*”²



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Esse aumento da pressão inflacionária também foi acompanhado por uma deterioração em sua composição. As componentes da inflação mais ligadas ao ciclo econômico aceleraram e derrubaram os argumentos daqueles que acreditavam em um processo inflacionário transitório.

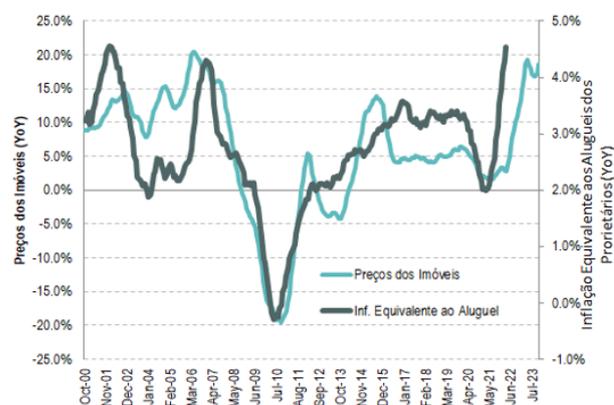
EUA - Inflação Cíclica e Não Cíclica (%YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

A elevação da inflação cíclica³ está muito ligada a dois fatores. Primeiro, a forte demanda no setor imobiliário, que impulsionou os preços dos imóveis e os aluguéis. De acordo com estudo do FED de Dallas, essa pressão inflacionária deve persistir até 2023⁴.

EUA - Preços dos Imóveis (12 meses à frente) vs Inflação Equivalente de Aluguéis



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

O segundo motivo, mais ligado aos fundamentos econômicos em nossa visão, é o rápido aperto no mercado de trabalho americano. Nesse período pós-pandemia, a taxa de desemprego mostrou a mais rápida queda de todos os ciclos registrados desde 1950.

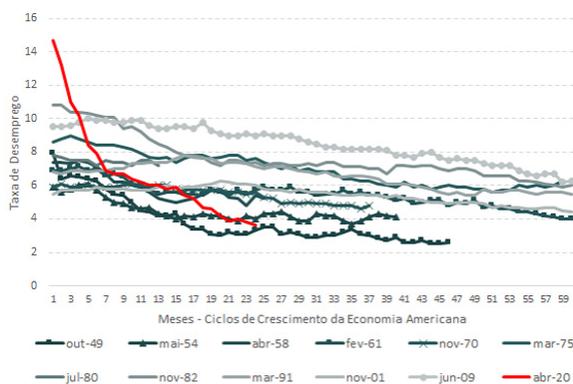
² [FED History - The Great Inflation](#)

³ Para detalhes da inflação cíclica e não cíclica, acessar: [Cyclical and Acyclical Core PCE Inflation](#)

⁴ [Surging House Prices Expected to Propel Rent Increases, Push Up Inflation](#)

US - The Narrow Path from High Inflation

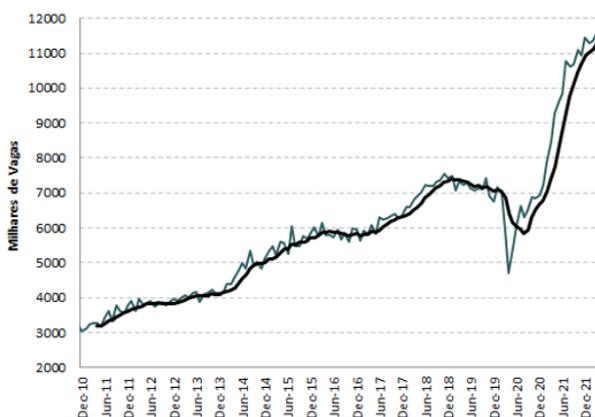
EUA – Ciclos do Mercado de Trabalho (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Não só a queda do desemprego foi expressiva, como também a criação de postos de trabalho. Ela foi tão intensa que hoje o número de postos abertos é o maior da série histórica. O número de vagas abertas nos EUA atualmente é de aproximadamente 11 milhões, patamar sem precedentes na série histórica.

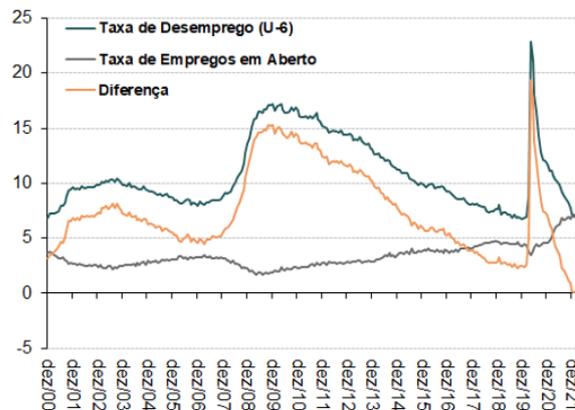
EUA – Vagas em Aberto



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Qual é a consequência desse balanço de poucos desempregados e muitas vagas abertas? O mercado de trabalho mais apertado da história americana. O diferencial entre a taxa de desemprego⁵ e a demanda por trabalho⁶ é a menor já vista, conforme gráfico a seguir.

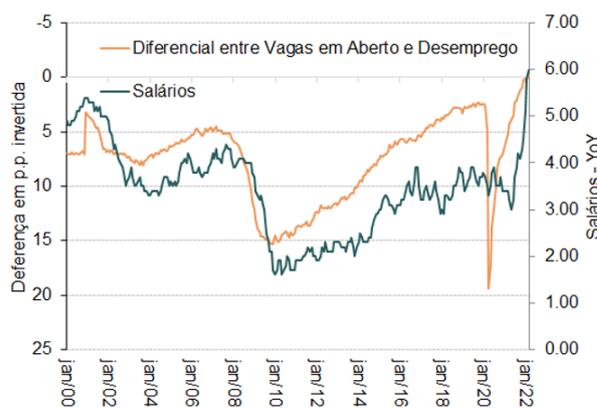
EUA – Taxa de Desemprego e Vagas em Aberto



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Dessa forma, não chega a ser uma surpresa a forte pressão observada nos salários, que também mostra o maior ritmo de crescimento da série.

Taxa de Vagas em Aberto (em p.p.) vs Salários (% YoY)⁷



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Por conseguinte, o aumento nos salários eleva a demanda e os custos para o setor de serviços, retroalimentando e difundindo a inflação por diferentes setores. Assim, nossa visão é que será muito difícil observarmos uma moderação da inflação de serviços, que representa mais de 70% do núcleo do índice de preços ao consumidor (CPI).

⁵ A Taxa de desemprego “U-6” também considera aqueles que estão em postos de meio período como desempregados.

⁶ A taxa de vagas em aberto é o número de vagas dividido pela população economicamente ativa.

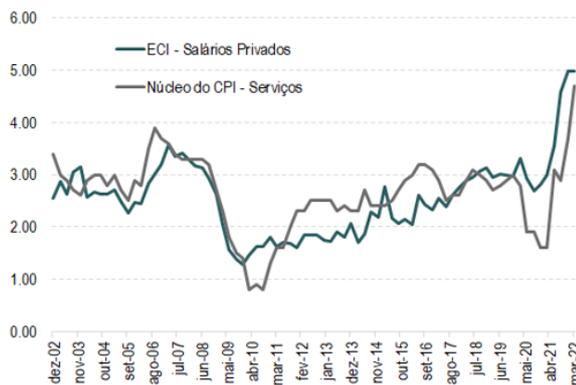
⁷ Utilizamos o “Wage Tracker” do Atlanta FED.

US - The Narrow Path from High Inflation

| | Média Trimestral da Inflação de Salários acima: | Média Trimestral da Taxa de Desemprego abaixo: | Probabilidade de Recessão (1 ano à frente) | Probabilidade de Recessão (2 anos à frente) | Número de trimestres | Quando os EUA cruzaram esse limite? |
|---|---|--|--|---|----------------------|-------------------------------------|
| Inflação de Salários apenas | 3% | N/A | 28% | 51% | 110 | 2021T3 |
| | 4% | N/A | 33% | 55% | 67 | 2021T3 |
| | 5% | N/A | 37% | 66% | 41 | 2021T3 |
| Taxa de Desemprego apenas | N/A | 6% | 24% | 46% | 115 | 2021T2 |
| | N/A | 5% | 30% | 55% | 64 | 2021T4 |
| | N/A | 4% | 40% | 68% | 25 | 2022T1 |
| Inflação de Salários & Taxa de Desemprego | 3% | 6% | 35% | 63% | 80 | 2021T3 |
| | 3% | 5% | 37% | 63% | 51 | 2021T4 |
| | 3% | 4% | 44% | 65% | 23 | 2022T1 |
| | 4% | 6% | 43% | 70% | 44 | 2021T3 |
| | 4% | 5% | 41% | 62% | 29 | 2021T4 |
| | 4% | 4% | 33% | 60% | 15 | 2022T1 |
| | 5% | 6% | 52% | 91% | 23 | 2021T3 |
| | 5% | 5% | 64% | 100% | 11 | 2021T4 |
| 5% | 4% | 50% | 100% | 8 | 2022T1 | |

Nota: Probabilidade histórica de uma recessão condicionada a diferentes níveis de inflação e desemprego, utilizando dados de 1955 até 2019

EUA – Salários Privados vs Núcleo da Inflação – Serviços (%YoY)



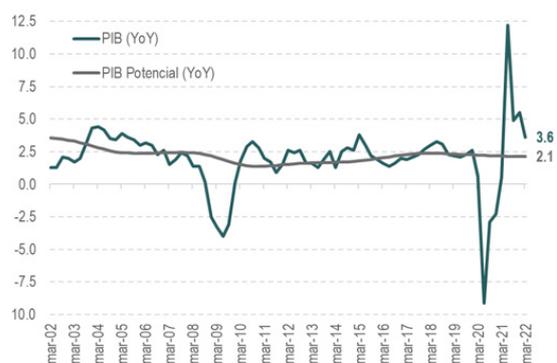
Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Em função desses dois componentes fundamentais (inflação de moradia e salários) a convergência da inflação para a meta do FED⁸ será muito desafiadora. Na história americana nunca um *soft landing* foi alcançado em momentos que a inflação se encontrava em um patamar elevado e a taxa de desemprego tão baixa como a atual. A tabela acima, extraída de um influente artigo americano⁹, mostra que desde a década de 1950 todos os momentos que a inflação superou 5% enquanto a taxa de desemprego se encontrava abaixo de 4% foram seguidos por uma recessão no período de 2 anos.

A falta de precedente histórico já deixa claro o tamanho do desafio da autoridade monetária. Porém, as nuances do momento são mais complexas do que a história sugere.

No decorrer dos próximos parágrafos nos debruçaremos sobre o principal ponto deste estudo: Qual seria o caminho alternativo? Isto é, qual seria o *narrow path* ou “caminho estreito” que poderia retirar a economia americana desse momento de elevada inflação sem que uma recessão seja necessária? Em nossa visão, o primeiro passo para uma moderação da inflação passa pela desaceleração da atividade econômica americana para um ritmo abaixo do seu crescimento potencial, estimado em 2,0% ao ano pelo Congressional Budget Office (CBO).¹⁰

EUA – PIB vs PIB Potencial (%YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

⁸ O banco central americano busca convergir o Core PCE para próximo de 2,0% YoY.

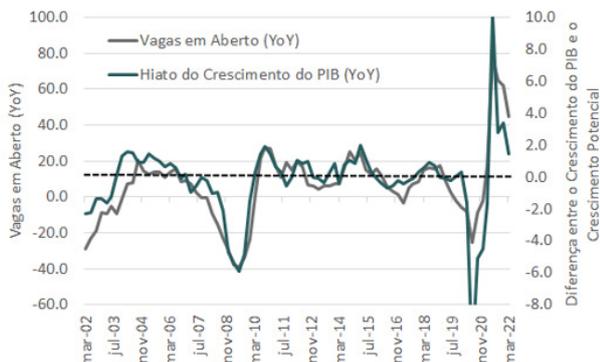
⁹ [A Labor Market View on the Risks of a US Hard Landing.](#)

¹⁰ [Utilizamos o PIB potencial estimado pelo CBO, referência para EUA.](#)

US - The Narrow Path from High Inflation

Conforme pode ser observado no gráfico abaixo, quando o PIB cresce abaixo do seu potencial, é esperado que o número de vagas em aberto apresente moderação.

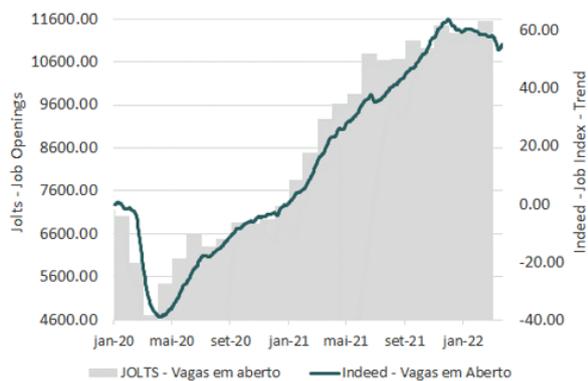
EUA – Diferença de Crescimento do PIB para o Potencial vs Vagas em Aberto (%YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Já começamos a observar um recuo no número de postos de trabalho abertos. A oferta *on-line* sugere que o número de vagas em aberto começou a recuar em abril de 2022¹¹.

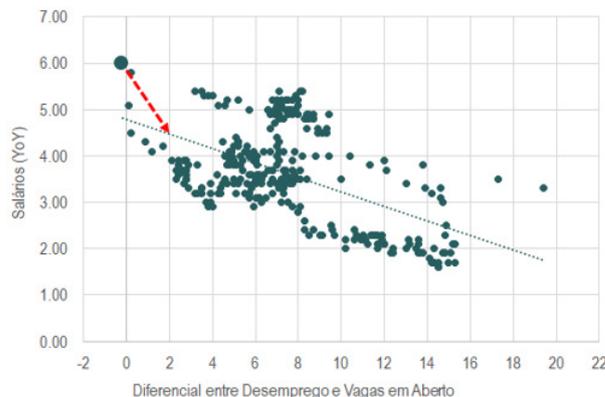
EUA – Vagas em Aberto – JOLTS vs Indeed



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Nossa leitura é que o diferencial entre a taxa de vagas em aberto¹² e a taxa de desemprego precisa recuar em 2 p.p. (queda de 3,2 milhões de vagas) para que os salários desacelerem para um ritmo próximo de 4,5%YoY. Vale notar que uma queda de postos de trabalho dessa magnitude ainda deixaria o número de vagas abertas acima do maior nível alcançado no pré-pandemia (7 milhões de vagas).

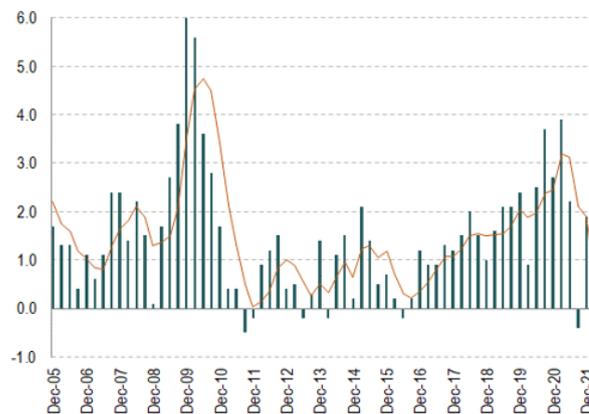
Diferencial Entre Vagas e Desemprego vs Salário (%YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Caso a produtividade mantenha crescimento próximo de 2,0% YoY, esse ritmo de crescimento do salário seria compatível com uma inflação próxima de 2,5% YoY. Desnecessário dizer que a queda recente da produtividade tornou o ajuste ainda mais difícil.

EUA – Produtividade Americana (%YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Consideramos esse reequilíbrio do mercado de trabalho o fator mais importante para que a moderação da inflação seja atingida. Como vimos acima, o crescimento precisará desacelerar para perto de 1,5% YoY. Dedicamos a última parte dessa carta às perspectivas de crescimento para a economia americana. Antes disso, debateremos os fatores não fundamentais (mais idiossincráticos) que estão afetando a inflação americana.

¹¹ [Para maiores detalhes sobre os dados do Indeed.](#)

¹² Número de vagas dividido pela população economicamente ativa.

US - The Narrow Path from High Inflation

A REVERSÃO DE ALGUNS HOQUES INFLACIONÁRIOS TAMBÉM PÔDE-RIA AJUDAR...

INFLAÇÃO DE *COMMODITIES*

Nos últimos 24 meses, o índice de *commodities* CRB¹³ subiu aproximadamente 80%. Isso fez o passado recente entrar para a história como um dos períodos de maior aumento nos preços das *commodities* das últimas 4 décadas.

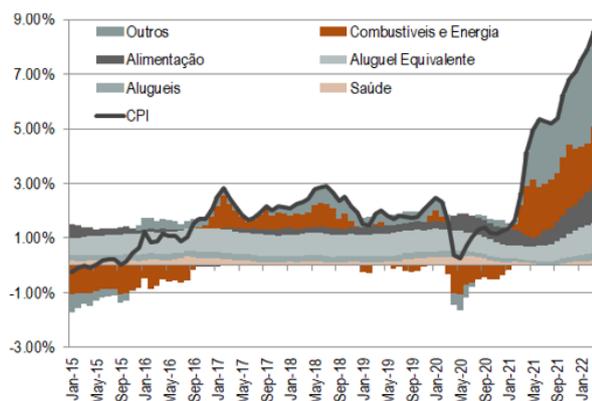
CRB – Índice de Preços de Commodities



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Como um exemplo claro dessa forte pressão inflacionária, destacamos a elevada contribuição da energia para o CPI americano (+2,2 p.p.).

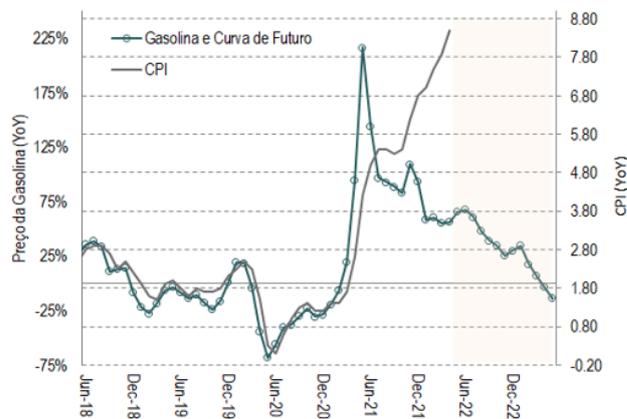
EUA – Composição do CPI (YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Caso o petróleo apresente um comportamento mais moderado em 2022 - fique entre \$100 e \$120 - podemos ver uma desaceleração importante do CPI ao longo dos próximos meses.

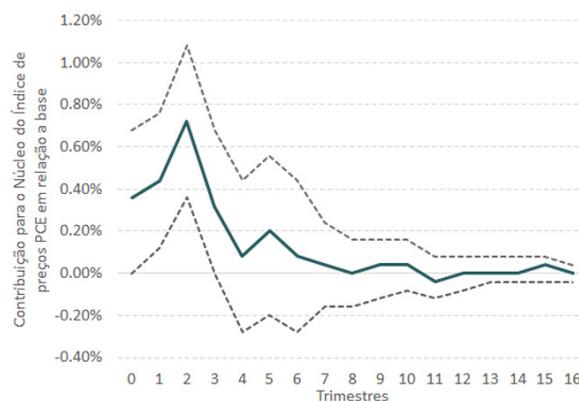
EUA – Gasolina vs CPI (YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Os efeitos de segunda ordem dos consecutivos choques no preço do petróleo também são muito relevantes no núcleo de inflação. Um choque de 40% (próximo do que aconteceu no primeiro trimestre de 2022) tende a elevar a inflação no Núcleo do PCE (Core PCE) em aproximadamente 0,6 p.p. Ou seja, dentro dos núcleos de inflação americanos existe uma grande contribuição do forte aumento de preço do petróleo.

EUA – Resposta do Core PCE a um Choque de Petróleo



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

O grande desafio em relação a essa pressão inflacionária de energia é que os fundamentos ainda são altistas¹⁵. Como exemplo, destacamos o nível de investimento do setor, que se encontra no patamar mais baixo das últimas décadas.

¹³ [Composição do índice de commodities.](#)

¹⁴ [Oil Price Pass-Through into Core Inflation.](#)

¹⁵ [Ole Hansen: The Commodity Supercycle Has Begun.](#)

US - The Narrow Path from High Inflation

MSCI Global – Setores de Materiais e Energia

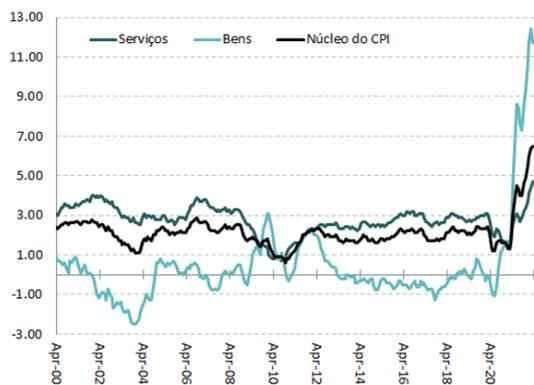


Fonte: Saxo Group.

REVERSÃO DA INFLAÇÃO DE BENS

A reversão da inflação de bens também é fundamental para que ocorra uma moderação mais significativa dos núcleos do CPI. Nos últimos 12 meses, a inflação de bens contribuiu com 2,9 p.p. para o Núcleo do CPI (Core CPI).

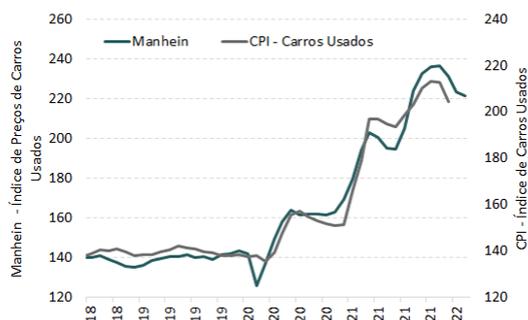
EUA – Abertura do Núcleo do CPI (YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

No decorrer das últimas semanas, começamos a observar sinais incipientes de moderação da inflação de automóveis. O índice de preços de carros usados, por exemplo, recuou nos últimos 4 meses.

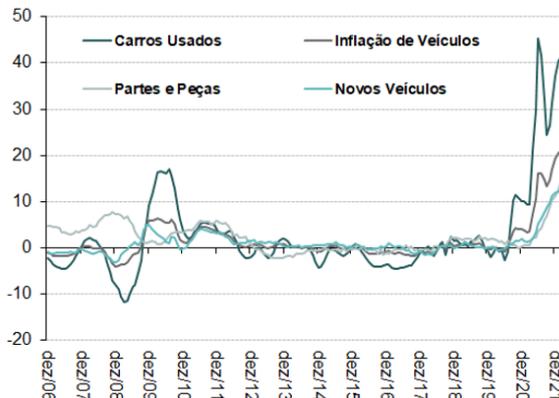
EUA – Inflação de Veículos – Manheim vs CPI



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Caso a inflação de automóveis recue para perto de zero ao longo do próximo ano, isso reduziria em 1,65 p.p. o Núcleo do CPI.

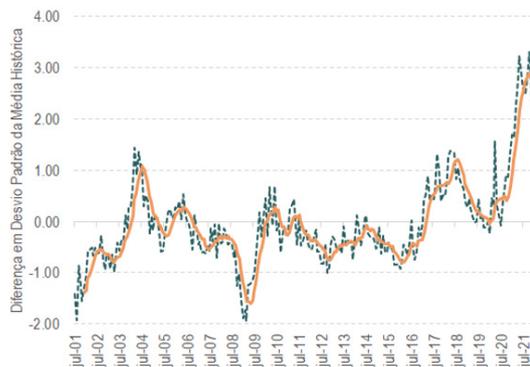
EUA – CPI de Veículos (YoY)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

O índice que mede as pressões inflacionárias de *supply chain* (dos canais de oferta) começou a mostrar reversão ao longo dos últimos meses, mas seu patamar ainda é muito elevado. Os custos de fretes com contêiner também estão recuando.

Índice de Tempo de Entrega¹⁶



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Preço do Transporte em Contêineres



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

¹⁶ Utilizamos a diferença em desvio padrão da média histórica dos índices de Suppliers Delirey Time do ISM, Filadélfia FED PMI e Richmond FED PMI.

US - The Narrow Path from High Inflation

Por outro lado, os novos *lockdowns* implementados na China aumentaram os atrasos no setor industrial da segunda maior economia do mundo. Isso pode atrapalhar as cadeias globais ao longo dos próximos meses e manter os preços dos insumos industriais pressionados.

China - PMI Industrial - Tempo de Entrega

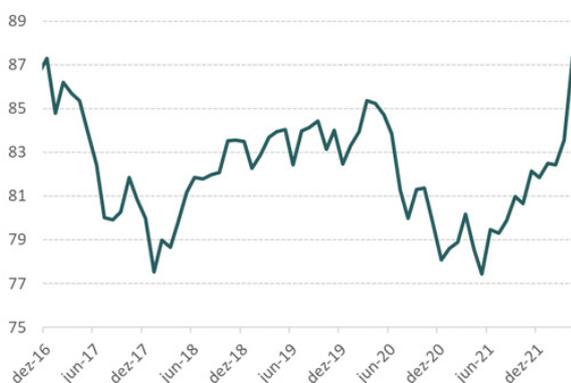


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

FORTALECIMENTO DO DÓLAR AMERICANO (USD)

Por fim, destacamos o impacto do fortalecimento do USD. No primeiro trimestre de 2022, o USD se valorizou 6% frente a uma cesta ponderada dos parceiros comerciais.

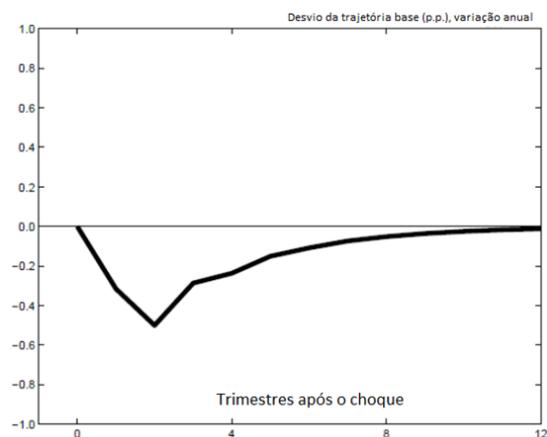
EUA - Dólar em Relação a Cesta de Parceiros Comerciais



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Essa valorização tende a reduzir o Core PCE em -0.3 p.p. no decorrer dos próximos 3 trimestres¹⁷.

EUA - Efeito de 10% da Valorização do Dólar sobre o Core PCE



Fonte: Federal Reserve.

Levando em consideração todos esses elementos, conseguimos construir cenários para a inflação americana que sejam compatíveis com sua concretização.

Nossa leitura é que uma convergência do Core PCE para a meta de 2,0% só será possível se a grande maioria desses choques, que influenciaram a inflação recentemente, mostrar comportamento benigno ao longo dos próximos meses.

O cenário base é uma desaceleração importante do crescimento com a manutenção da inflação acima da meta do FOMC. Mas ainda que seja improvável, um *soft landing* não é impossível. No decorrer dos próximos parágrafos descrevemos em detalhes nosso cenário de crescimento para a economia americana.

SOFT LANDING - IMPROVÁVEL, MAS NÃO IMPOSSÍVEL

Nosso cenário base para a economia americana ainda é de crescimento. Mas a desaceleração da economia em um ambiente de persistência inflacionária não chega a ser uma perspectiva animadora. Em nossa leitura, para que o cenário prospectivo se torne mais benigno precisaremos que parte relevante dos fatores idiossincráticos que pressionaram a inflação ao longo dos últimos meses contribua para sua moderação.

¹⁷ [The Transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation.](#)

US - The Narrow Path from High Inflation

| Data | Cenário Base* | | Estabilidade do Petróleo ² | Reversão da Inf. de Veículos ³ | Fortalecimento de 10% do USD frente aos parceiros comerciais |
|-----------|---------------|----------|---------------------------------------|---|--|
| | GDP | PCE Core | PCE Core ¹ | PCE Core ² | PCE Core ³ |
| 1ºTrim/22 | 3.6% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.2% |
| 2ºTrim/22 | 3.3% | 4.9% | 4.8% | 4.7% | 4.7% |
| 3ºTrim/22 | 3.1% | 4.6% | 4.3% | 4.1% | 4.0% |
| 4ºTrim/22 | 2.0% | 4.1% | 3.9% | 3.5% | 3.4% |
| 1ºTrim/23 | 1.8% | 3.3% | 3.1% | 2.7% | 2.6% |
| 2ºTrim/23 | 1.6% | 3.1% | 2.9% | 2.5% | 2.4% |
| 3ºTrim/23 | 1.3% | 3.0% | 2.8% | 2.4% | 2.3% |
| 4ºTrim/23 | 1.0% | 3.0% | 2.8% | 2.4% | 2.3% |

* Contempla petróleo a \$130; desaceleração da inflação de veículos para 5%YoY e estabilidade do USD.

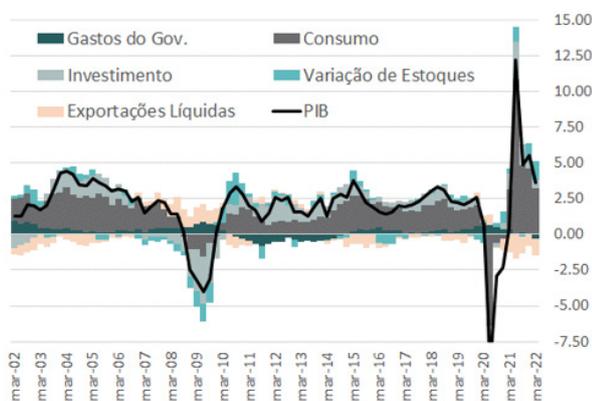
1 - Cenário Base e petróleo a \$100

2 - Volta da Inflação de Veículos para zero.

3 - Continuação da valorização do USD até 10% no ano.

Em relação ao PIB, primeiro é importante ressaltar que o ponto de partida é de um elevado ritmo de crescimento. Em 2021, o PIB cresceu 5,5%.

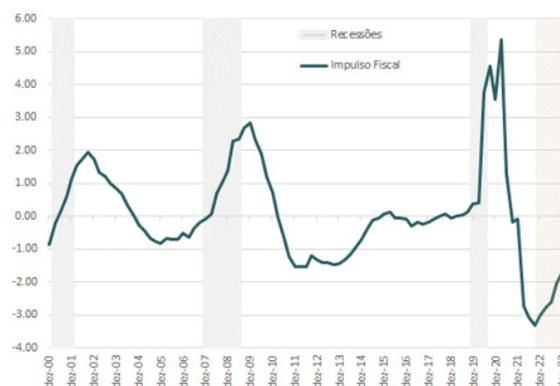
EUA - Abertura do PIB (YoY)



Fonte: Bloomberg, Elaboração: Kínitro Capital.

Mas existe uma importante mudança de política econômica acontecendo. A política fiscal contribuirá de forma significativamente negativa para o crescimento em 2022. O impulso fiscal tende a ficar perto de -2,5 p.p. no ano.¹⁸

EUA - Impulso Fiscal para o PIB (em p.p.)*



Fonte: Bloomberg, Elaboração: Kínitro Capital.

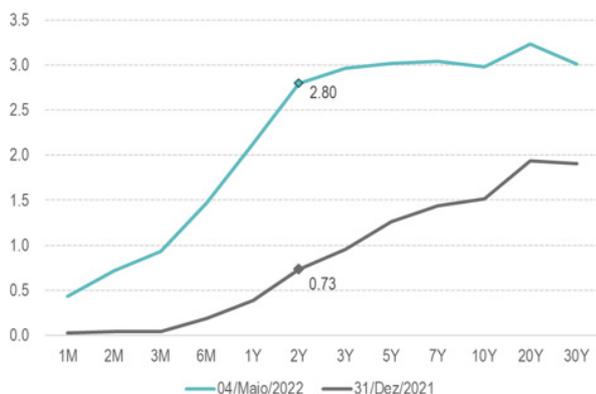
*Projeções na área amarela

O movimento de normalização da política monetária também contribuirá negativamente para o crescimento do PIB. Desde dezembro de 2021, a curva de juros americana subiu aproximadamente 210 pontos base (p.b.).

¹⁸ [Hutchings Center Fiscal Impact Measure](#)

US - The Narrow Path from High Inflation

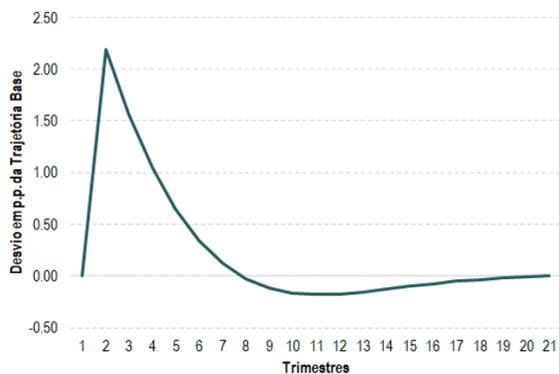
EUA – Curva de Juros



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

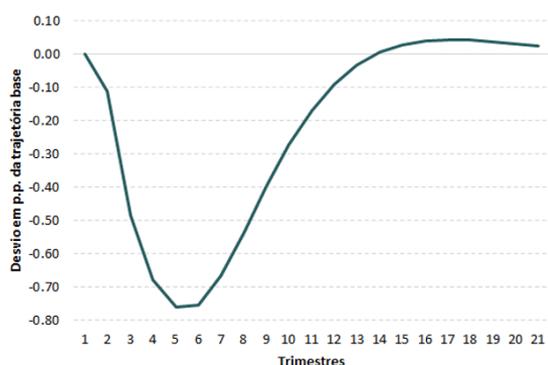
Nossa estimativa¹⁹ é que um choque de juros dessa magnitude tende a reduzir o PIB em aproximadamente -0,8 p.p. em 5 trimestres. Assim, somando o impulso fiscal e o monetário, nossa perspectiva é que o PIB americano desacelere para próximo de 2,0%YoY no final de 2022.

EUA – Choque de Fed Funds



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

EUA – Resposta do PIB ao Choque de Juros



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Note que o choque já empregado de juros seria compatível com uma desaceleração significativa do crescimento, mas que a princípio não implicaria em uma recessão.

Os modelos são simplificações da realidade, então vale a pena olhar outros fatores que tendem a funcionar como amortecedores desse choque negativo de demanda e ajudar a economia a evitar uma desaceleração mais pronunciada do que a estimada.

O primeiro ponto que ressaltamos está do lado da oferta e deve ajudar a manter a dinâmica dos investimentos: os baixos estoques da economia americana. No setor imobiliário, observamos o patamar mais baixo de estoque sobre vendas da série histórica.

EUA – Estoques de Casas Existentes em Meses de Venda



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Isso tende a sustentar a dinâmica positiva do setor da construção e a contrabalançar parcialmente o forte aumento dos juros das hipotecas.

EUA – Investimento no Setor da Construção



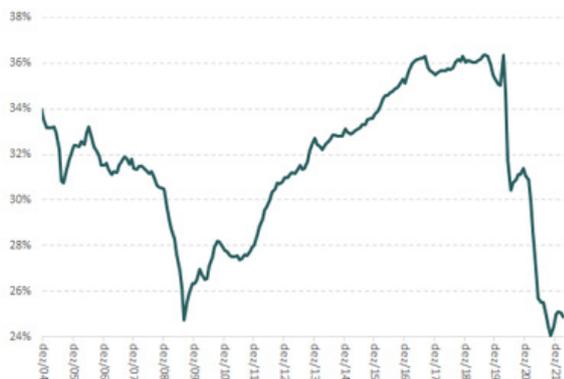
Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

¹⁹ [A Small Quarterly Projection Model of the US Economy](#)

US - The Narrow Path from High Inflation

Em relação à indústria de transformação, os estoques também se encontram em patamar muito baixo. Destacamos o setor automotivo, que detém participação relevante no PIB e muito arrasto na cadeia produtiva.

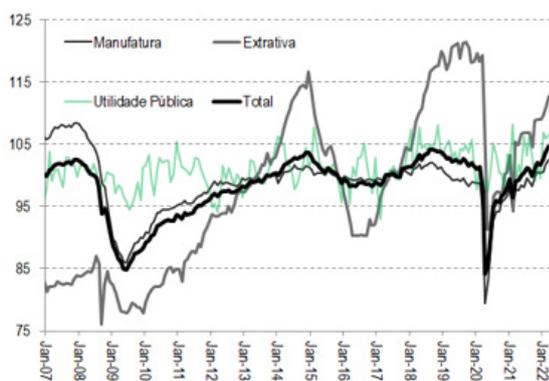
EUA – Estoques de Veículos em Dias de Vendas



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Por fim, a indústria extrativa também apresenta forte dinâmica de crescimento, impulsionada pela escassez global de *commodities*.

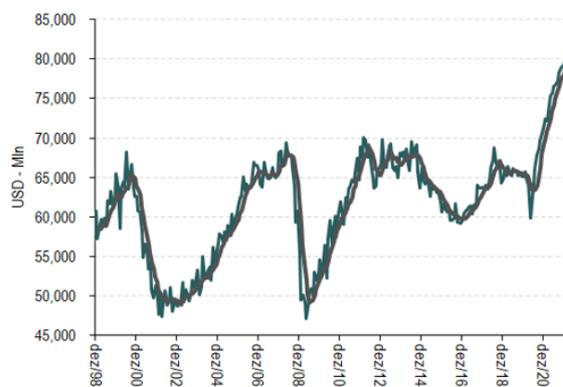
EUA – Abertura da Produção Industrial (número índice)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Essa dinâmica positiva em diversos setores tende a sustentar o crescimento dos investimentos, que hoje apresenta uma das melhores performances já registradas na série histórica.

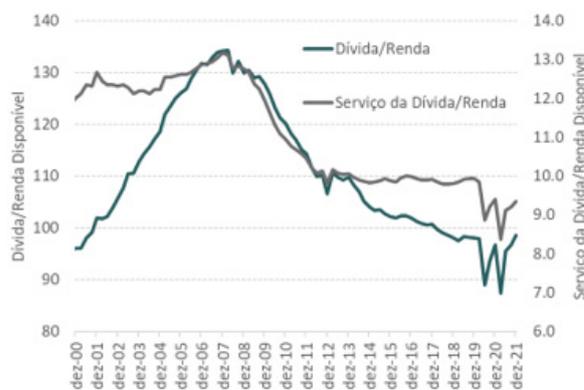
EUA – Demanda por Bens Duráveis



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Pelo lado da demanda, o que se destaca é a saúde do balanço das famílias. O endividamento e o serviço da dívida das famílias americanas estão nos mínimos históricos.

EUA – Dívida e Serviço da Dívida em Relação a Renda

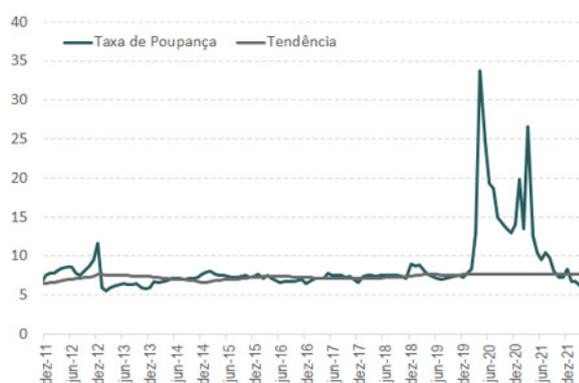


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Somado a isso, no decorrer dos últimos dois anos, o excesso de poupança foi significativo. Com os repasses promovidos pelo governo americano durante a pandemia, a taxa de poupança das famílias ficou muito acima da sua média histórica.

US - The Narrow Path from High Inflation

EUA – Taxa de Poupança vs Tendência



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Isso levou a um acúmulo significativo de poupança, frente a dinâmica que vigorava anteriormente. Hoje, as famílias detêm quase 2 meses de gastos de excesso de poupança. Dessa forma, a baixa alavancagem, em conjunto com o excesso de poupança, tende a dar resiliência para o consumo no país, que representa mais de 60% do PIB pela ótica da demanda.

EUA – Acúmulo de Poupança em Relação ao Consumo (em meses de consumo)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

Dessa forma, o baixo nível dos estoques e o saudável balanço das famílias podem funcionar como importantes amortecedores, sustentando a demanda agregada e o crescimento do PIB.

EM RESUMO

Para que a economia americana deixe esse cenário de elevada inflação sem passar por uma recessão, nos parece necessário que os fundamentos do crescimento (balanço das famílias e investimento) consigam absorver o forte aumento de juros, e que os choques inflacionários que vimos em 2021 (*commodities* e problemas nas cadeias produtivas) não se repitam ao longo dos próximos meses.

Por outro lado, vale notar que novos choques inflacionários deixarão o cenário de crescimento ainda mais desafiador.

Nesse sentido, não precisamos dizer que o caminho é sinuoso, mas é sempre importante buscarmos entendê-lo, pois o cenário pode se mostrar melhor do que o esperado.

Kínitro
CAPITAL



KINITRO.COM.BR