



mar asset  
management

carta: Dezembro, 2023  
Terra à vista?

*Os navegadores portugueses na Era dos Descobrimentos se utilizavam de diversas estratégias de observação para ajustar suas rotas de navegação. Um dos indicadores mais interessantes era o avistamento de grandes pássaros, que necessitavam de farta alimentação, indicando proximidade de grandes territórios.*

*Durante o ano de 2023 buscamos intensamente albatrozes pelo céu. Finalmente, depois de avistá-lo, viemos o perseguindo nos últimos meses e parece que temos terra à vista.*

Chegamos ao fim de 2023, um ano que se revelou difícil e de performance abaixo das expectativas. Este momento nos leva a uma reflexão profunda sobre como se desenrolou o ano em comparação ao que antecipávamos e como respondemos a discrepância entre expectativa e realidade. A análise de 2023 é crucial não apenas para compreender o passado recente, mas também para organizar nossas ideias rumo a 2024.

Nossa carta de novembro de 2022, intitulada “Em busca do horizonte Gregoriano”<sup>1</sup>, descrevia nossas dúvidas e o pouco que conseguíamos enxergar a frente. A imagem de um céu nublado fundindo-se com o mar naquela capa simbolizava a dificuldade de discernir o horizonte. Agora, ao olharmos para trás e à frente, nos perguntamos: as condições de navegabilidade que prevemos para 2024 mudaram em comparação ao ano anterior?

Esta carta busca tanto revisitar os eventos de 2023, quanto avaliar se as nuvens que obscureciam nossa visão começam a se dissipar, nos permitindo vislumbrar com maior clareza o que o próximo ano pode nos trazer. Nosso foco está na interação entre consumo, inflação, política monetária e seu impacto nas economias e mercados.

---

<sup>1</sup> <https://www.marasset.com.br/site/wp-content/uploads/2022/11/e3a620b1c885f7be825979d3e8f1caa1-1668725362.pdf>

## O ano de 2023

Nossa maior dificuldade em construir um cenário macro mais claro para 2023 se deu pelo antagonismo de nossas previsões econômicas. Havia um conflito direto entre nossas expectativas de crescimentos vigorosos para o PIB e os níveis de aperto monetário já implementados sobre as economias que acompanhávamos.

Diferente da visão consensual do mercado, projetávamos um ambiente de forte consumo das famílias, a despeito de ciclos de aperto monetário bastante agressivos implementados nas principais economias do mundo. Não víamos qualquer efeito relevante sobre os hiatos do produto das economias, que se encontravam estáveis ou, em alguns casos, até mais apertados do que antes do início dos ciclos de alta de juros<sup>2</sup>.

Essa forte atividade econômica dificultaria muito o trabalho dos bancos centrais em controlar a inflação e, por consequência, embarcar em ciclos de cortes de juros.

A dificuldade em observar os efeitos clássicos do forte aperto de política monetária sobre as variáveis econômicas criava um risco relevante de perda de credibilidade dos bancos centrais. Quando isso acontece, há aumento das expectativas de inflação e, conseqüentemente, da probabilidade de um cenário de espiral inflacionária.

Inflação de dois dígitos nas economias desenvolvidas, depois de 40 anos de inflação baixa e controlada, combinada ao tímido efeito do aperto monetário sobre o consumo, era um risco de cauda bastante relevante para o cenário macroeconômico global. Na nossa avaliação, tal possibilidade demandava extrema cautela até que o risco de descontrole inflacionário ou uma necessidade de relevante aperto monetário adicional se dissipasse.

Apesar de, em um primeiro momento, crescimento econômico mais forte ser positivo para ativos de risco, não é clara a resultante caso o vigor das economias demandasse uma resposta ainda mais agressiva dos bancos

---

<sup>2</sup> Favor refir-se a nossas cartas "[Preços e Curvas](#)" e "[Haverá espaço para cortes de juros no Brasil em 23?](#)"

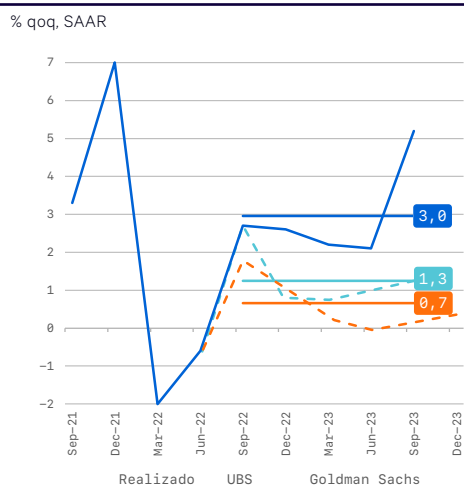
centrais. Como deveríamos combinar essa percepção de crescimento forte com juros estáveis - ou até mais restritivos - em 2023, para finalmente desacelerar as economias e trazer a inflação de volta a meta?

Em suma, tínhamos dois fatores claros atuando sobre os ativos de risco: a atividade econômica robusta impulsionando seus preços para cima e taxas de juros historicamente altas exercendo força gravitacional para baixo.

O elemento econômico arbitrador desse embate entre forças antagônicas seria a inflação. Caso a inflação seguisse o padrão histórico/teórico e permanecesse alta por conta dos hiatos fechados, os ativos de riscos sofreriam. Este cenário reforçaria a convicção de que uma forte desaceleração da atividade seria necessária para controlar a inflação e, provavelmente, demandaria mais esforço em termos de aperto de política monetária. Se a inflação mostrasse comportamento benigno a despeito do crescimento mais forte, o risco de aumentos adicionais das taxas de juros diminuiria de modo significativo.

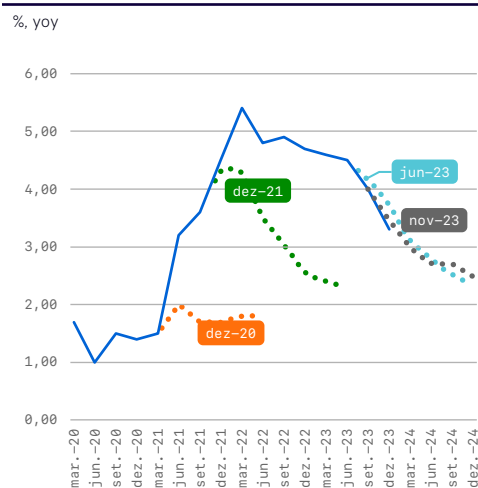
Ao final de 2023, já obtivemos a resposta para esse questionamento. Apesar de o crescimento ter superado até mesmo as projeções mais otimistas, a dinâmica da inflação foi mais benigna do que o consenso do mercado, especialmente que das nossas projeções (Gráfico 2).

Gráfico 1:  
**Crescimento trimestral do PIB nos EUA – realizado vs projetado no 3T22**



Fonte: UBS, Goldman Sachs, Mar Asset Management

Gráfico 2:  
**Core PCE – realizado vs. projetado em diferentes momentos**



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

A significativa redução da inflação global nos surpreendeu. Não conseguimos antecipar esse movimento em nosso portfólio. Sabíamos que os bens industriais e os alimentos deveriam desacelerar globalmente devido ao reequilíbrio das cadeias de suprimentos, porém não esperávamos que essa desaceleração se propagasse tão intensamente para o setor de serviços, historicamente mais sensível aos ciclos econômicos e ao mercado de trabalho.

Diante das surpresas baixistas na inflação de serviços ao longo do ano e de uma análise para compreender esse fenômeno, concluímos que ele se deu pela transmissão de uma intensa queda nos preços dos bens industriais e dos alimentos, que foi muito mais forte do que prevíamos.

Entretanto, se a redução da inflação nos serviços ocorreu devido à transmissão da desaceleração nos preços de bens e commodities, o que aconteceria com esses preços quando a inflação de bens e commodities se normalizasse? E qual seria o cenário inflacionário em cada um dos países após o término desses choques?

A primeira parte da resposta nos pareceu mais simples e convencional: quando os efeitos baixistas nos bens e commodities cessarem, a inflação dos serviços se normalizará conforme o hiato do produto e/ou a situação do mercado de trabalho. Ou seja, inicialmente, todos os países apresentaram uma queda na inflação, inclusive nos setores mais sensíveis ao ciclo econômico, devido à normalização das cadeias globais de suprimentos e queda nos preços das commodities. No entanto, em um segundo momento, a inflação nos setores cíclicos (serviços) se ajustará à situação do hiato e do mercado de trabalho de cada economia. Finalmente experimentaremos o fim da grande sincronização econômica global iniciada em fevereiro de 2020 devido à pandemia de Covid-19.

Essa perspectiva de dessincronização nos processos inflacionários é o que aguardamos para 2024.

## Transição de 2023 para 2024: Terra à vista?

Acreditamos que a consistência dos processos desinflacionários em direção as metas perseguidas por cada banco central é uma derivada da

credibilidade da política econômica e de quanto cada sociedade, e seu “modus operandi” político, toleram de taxa de sacrifício.

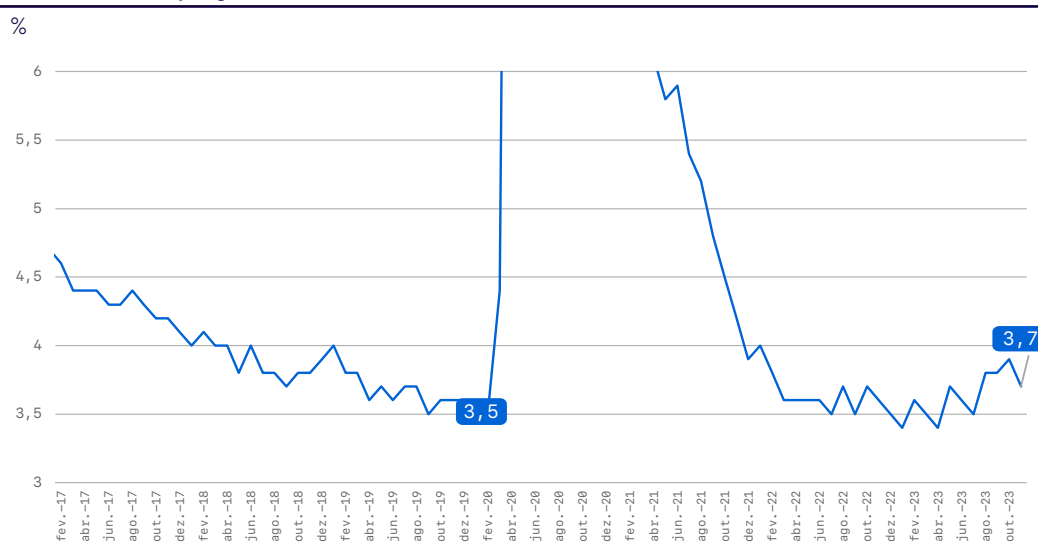
Quanto menor a tolerância política ao sacrifício necessário, mais limitadas se tornam as ações dos bancos centrais e menos consistente deve ser seu processo desinflacionário. Nesse sentido, nomeamos, em nossa carta de setembro<sup>3</sup>, a política econômica do Chile como “Hardish Landing”, dos EUA de “Perfect Landing”, no México de “No Landing” e no Brasil de “Wonderlanding”.

Nos últimos meses, mergulhamos mais profundamente na tese dos EUA e de seu “Perfect Landing”. Diferentemente dos outros países analisados, percebemos que a capacidade dos EUA de atrair mão de obra estrangeira em grande escala os coloca numa posição singular em relação aos vizinhos americanos para estabilizar seu mercado de trabalho.

Apesar do PIB e, especialmente, do consumo das famílias terem superado amplamente as expectativas do mercado em 2023, a taxa de desemprego se encontra em nível superior ao pré-pandemia, quando a inflação era compatível com a meta (Gráfico 3).

Gráfico 3:

#### Taxa de desemprego nos EUA



Fonte: BLS, Mar Asset Management

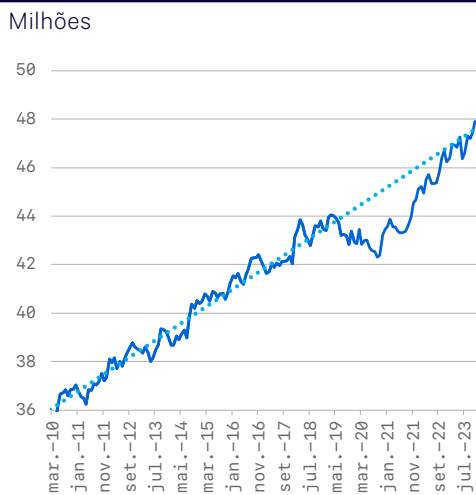
<sup>3</sup> <https://www.marasset.com.br/site/wp-content/uploads/2023/09/5b8a245e37d7bbc3e4862159380e1e67-1696273592.pdf>

A atração de quase cinco milhões de trabalhadores estrangeiros nos últimos três anos gerou um choque positivo na oferta de mão de obra, ajudando o Fed a evitar o principal risco de períodos de alta inflação: o aumento contínuo dos salários (Gráfico 4).

Isso nos leva a acreditar que o mercado de trabalho atingiu ou está muito próximo de atingir um nível que não seja inflacionário.

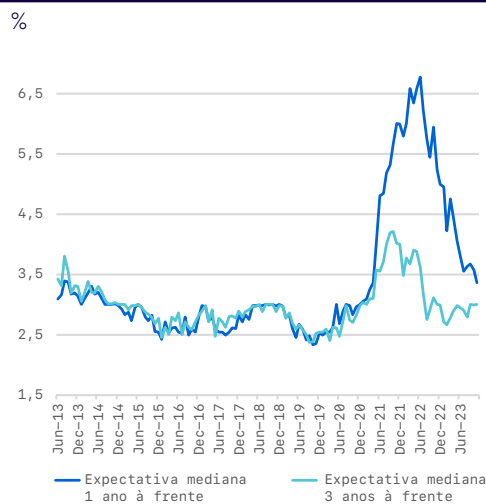
Nosso principal receio em relação à inflação nos EUA era a possibilidade de o Fed perder o controle das expectativas inflacionárias, o que poderia desencadear uma espiral de preços e salários. Contudo, ao longo de 2023, observamos que a credibilidade do Banco Central americano se manteve intacta. As expectativas de inflação permaneceram ancoradas e a espiral nos salários foi evitada (Gráfico 5).

Gráfico 4:  
**População estrangeira em idade ativa nos EUA**



Fonte: BLS, Mar Asset Management

Gráfico 5:  
**Expectativas de inflação nos EUA**



Fonte: NY Fed, Mar Asset Management

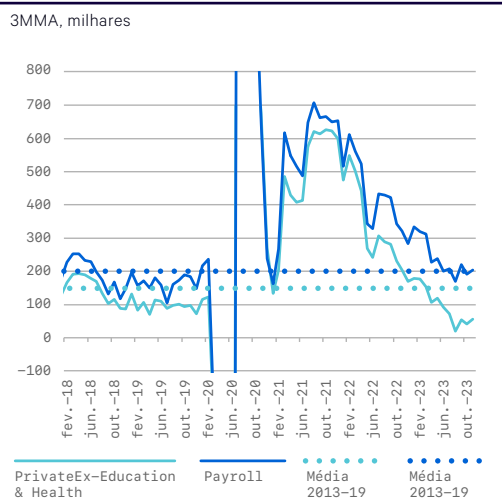
Assim, o risco predominante para a política monetária americana passou a ser uma possível reaceleração da economia em 2024, colocando em perigo o processo de redução da inflação. Por isso, nossa pesquisa e reflexão se concentraram em entender os pormenores da dinâmica do consumo das famílias em 2023 e como ele se comportará no futuro. Nossa conclusão é que o risco de reaceleração é baixo.

Duas variáveis são chave para determinar o fundamento do consumo americano: renda e poupança.

Em relação à renda, em 2023, vimos um aumento significativo nos salários devido à reposição da forte inflação do período anterior, enquanto a acentuada queda da inflação corrente liberou mais orçamento para ser gasto. Para frente, esperamos que os salários sigam em trajetória de desaceleração, compatíveis com um mercado de trabalho mais equilibrado e menor pressão altista via canal da inércia.

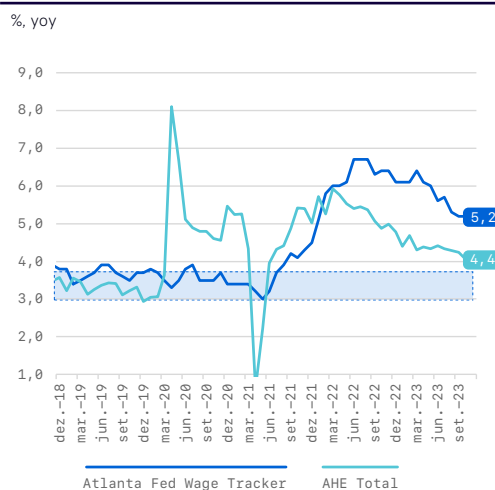
Além dos salários reais, três importantes propulsores do crescimento da renda das famílias em 2023 não estarão presentes em mesma intensidade em 2024. Primeiro, a partir de outubro deste ano, houve o retorno do pagamento do serviço da dívida relacionado com empréstimos estudantis. Segundo, o crescimento das transferências governamentais será bem menor. Finalmente, o mercado de trabalho já mostra um ritmo de criação de vagas muito menos intenso. O mais provável é que essa tendência de declínio se intensifique nos próximos meses, dado que apenas dois setores (Saúde e Setor Público) explicam quase todo o ganho do payroll dos últimos seis meses.

Gráfico 6:  
**Novas contratações nos EUA**



Fonte: BLS, Mar Asset Management

Gráfico 7:  
**Inflação de Salários nos EUA –Average Hourly Earnings, Atlanta Wage Tracker**



Fonte: BLS, Atlanta Fed, Mar Asset Management

Mas a variável que mais nos chama atenção é a taxa de poupança corrente. Atualmente, a taxa está próxima dos níveis mais baixos da história



(Gráfico 8). Aliada ao fim do estoque de poupança circunstancial acumulada durante a pandemia, representa uma importante limitação à reacceleração do consumo.

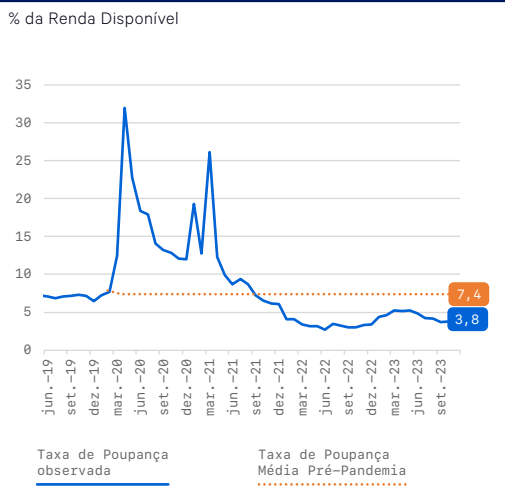
O consumo das famílias é a resultante da renda total subtraída do montante poupado. A proporção da renda que não é gasta em consumo é chamada de taxa de poupança.

Para entender se o padrão de consumo está normalizado, comparamos a taxa de poupança atual com a média histórica. Se o fluxo de poupança estiver abaixo da média histórica, as famílias estão gastando mais da renda do que o usual, o que pode ser um indicador de desaceleração do consumo no futuro.

Considerando o consumo robusto das famílias em 2023, não é surpreendente que a taxa de poupança tenha sido baixa.

Admitindo um retorno gradual da taxa de poupança em direção a normalidade, só teríamos reacceleração do consumo caso o payroll voltasse a crescer em pelo menos 300 mil empregos ao mês (Gráfico 9).

**Gráfico 8:**  
**Taxa de poupança das famílias nos EUA**



Fonte: BEA, Mar Asset Management

**Gráfico 9:**  
**Simulações para crescimento do consumo das famílias em 2024 sob diferentes hipóteses para crescimento médio do payroll e da taxa de poupança**

	50	100	150	200	250	300
3.50	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1	3.3
3.75	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8	3.0
4.00	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7
4.25	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.4
4.50	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0	2.2
4.75	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	1.9
5.00	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.6
5.25	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1	1.3
5.50	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	1.0

Fonte: BLS, BEA, Mar Asset Management

A desaceleração na geração de novos empregos medida pelo payroll, a consistente queda nos salários nominais e a taxa de poupança em níveis

tão baixos reduzem consideravelmente o risco de reaceleração da economia americana em 2024. Isso sustenta o processo de desinflação nos setores cíclicos, impulsionado inicialmente pela normalização das cadeias de suprimento.

A consolidação de um sólido processo de desinflação nos EUA será determinante para a dinâmica dos preços dos ativos de risco em 2024.

O horizonte, que parecia nebuloso no final de 2022, parece estar se delimitando com maior clareza no final de 2023.

## A Tese do Waller/Taylor

Christopher Waller, um dos sete Governadores do Fed com voto permanente nas reuniões do FOMC, foi o principal defensor da viabilidade do “soft landing”. Quando essa tese foi apresentada em julho de 2022<sup>4</sup>, gerou amplo debate no mundo acadêmico e entre os economistas de mercado devido à sua originalidade e à estreita trajetória que a economia deveria percorrer para alcançar tal objetivo. Foi o típico argumento “desta vez é diferente”, pois nunca havia ocorrido um caso de redução da inflação da magnitude requerida no atual ciclo sem uma desaceleração significativa da economia.

Apesar do ceticismo inicial em relação às suas ideias, seu cenário tem se mostrado o mais acurado. Waller tem conquistado cada vez mais credibilidade dentre os membros do conselho do Fed e no mercado financeiro.

Recentemente, durante uma conferência em 28 de novembro, o Governador Waller chamou a atenção nossa e dos mercados ao defender o debate sobre o corte de juros caso a inflação continue se comportando de maneira benigna, mesmo sem uma forte desaceleração da atividade econômica<sup>5</sup>.

---

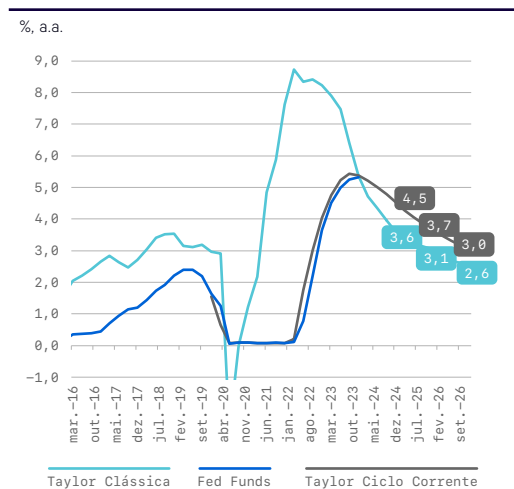
4 <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>.

5 <https://www.reuters.com/markets/us/feds-waller-increasingly-confident-policy-is-right-spot-2023-11-28/>.

O argumento balanceado de Jerome Powell, presidente do Fed, sobre o equilíbrio dos riscos entre subir, de menos ou mais, os juros, recebeu uma nova abordagem. Waller sugere que, a partir de agora, para alcançar o “soft landing”, o Fed deve observar modelos clássicos de política monetária, como a Regra de Taylor, ao tomar decisões.

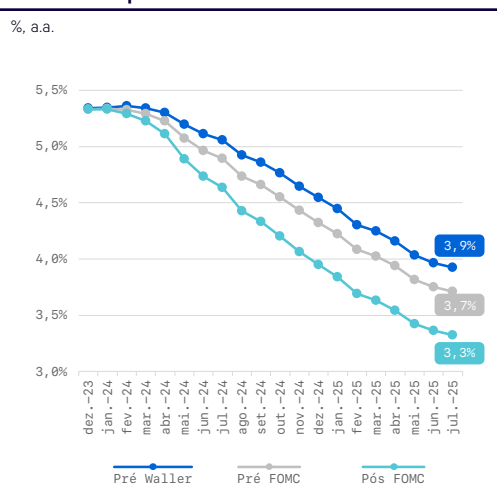
As Regras de Taylor tradicionais já apontam para a possibilidade de corte de juros na primeira reunião de 2024 (Gráfico 10). Essa “retomada” do uso da Regra de Taylor como referência para decisão de política monetária provocou um forte movimento baixista na curva de juros americana, ao trazer a ideia de uma antecipação do início do ciclo de afrouxamento monetário (Gráfico 11).

**Gráfico 10:**  
Regras de Taylor vs Fed Funds vigentes



Fonte: Fed, Mar Asset Management

**Gráfico 11:**  
Curva de juros dos EUA em diferentes momentos – antes do discurso do Waller, antes e depois do FOMC de dezembro



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

No mesmo discurso, Waller abordou outra questão crucial para os mercados e para o debate sobre política monetária: uma mudança na taxa de juros neutra dos EUA.

A importância dessa reflexão se deve ao fato de que a taxa neutra é a principal referência para o ponto final do ciclo de afrouxamento monetário a ser aplicado pelo Fed.

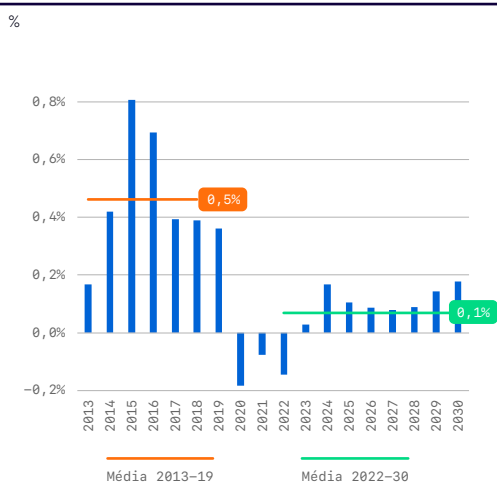
Segundo Waller, e nós concordamos, não há dados consistentes que indiquem uma mudança significativa na taxa neutra de juros. A taxa exigida pelos títulos americanos tem declinado consistentemente ao longo dos últimos 20 anos, embora o retorno do investimento no setor privado tenha se mantido estável. Até a pandemia, o desafio do Fed era lidar com uma inflação abaixo da meta, por que daqui para frente a dinâmica se inverteria?

Acreditamos que a inflação basal na economia americana é influenciada por variáveis mais estruturais, como demografia, produtividade, tecnologia, expectativas de inflação bem ancoradas e credibilidade do dólar (Gráficos 5, 11 e 12). Essas características parecem não ter sido alteradas apesar das turbulências macroeconômicas causadas pela Covid-19.

Após a dissipação de todos os choques, esperamos testemunhar mais uma vez a rejeição de uma tese criada no período de turbulência macroeconômica recente e amplamente aceita pelo mercado, que, em nossa opinião, carece de fundamentos.

Gráfico 12:

#### Crescimento da população entre 25 e 64 anos

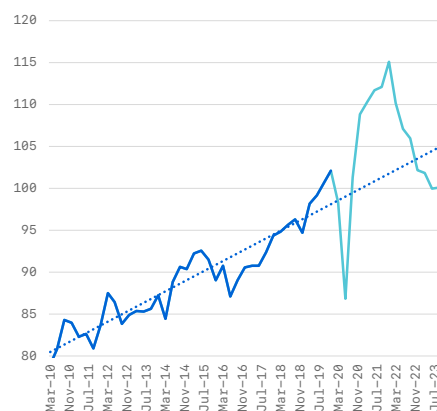


Fonte: CBO, Mar Asset Management

Gráfico 13:

#### Produtividade total dos fatores nos EUA

Número índice, 2019 = 100



Fonte: San Francisco Fed, Mar Asset Management

A tese de que a inflação seria estruturalmente mais alta está ancorada em fatores como desglobalização, transição energética e riscos geopolíticos. Porém, o processo desinflacionário corrente nos indica uma queda de preços mais forte e estrutural do que se imaginava, contrapondo a percepção de efeitos inflacionários permanentes. Acreditamos que após os choques de demanda e oferta observados desde a pandemia, devemos

voltar a níveis próximos de inflação e juros praticados pré-pandemia. Ainda assim, uma taxa neutra mais alta está refletida na precificação do mercado, que não contempla uma Fed Funds retornando ao nível de longo prazo indicado pelo Fed.

Por isso, o debate sobre o afrouxamento dos juros nos EUA ocorre em duas frentes: o momento para o início do ciclo de cortes e a taxa final do ciclo.

Embora Waller tenha abordado ambos os temas, o mercado reagiu fortemente à ideia de antecipação, mas timidamente à noção de juros neutros mais baixos.

## O Pivô do FOMC

Não era evidente como o FOMC reagiria em um contexto de inflação em declínio e atividade econômica ainda robusta, caracterizando o cenário de “soft landing”. A tese do Waller nos parecia coerente, mas restava saber se essa tese era uma opinião isolada ou um consenso dentro do comitê de política monetária. A reunião do FOMC em dezembro confirmou esta última hipótese.

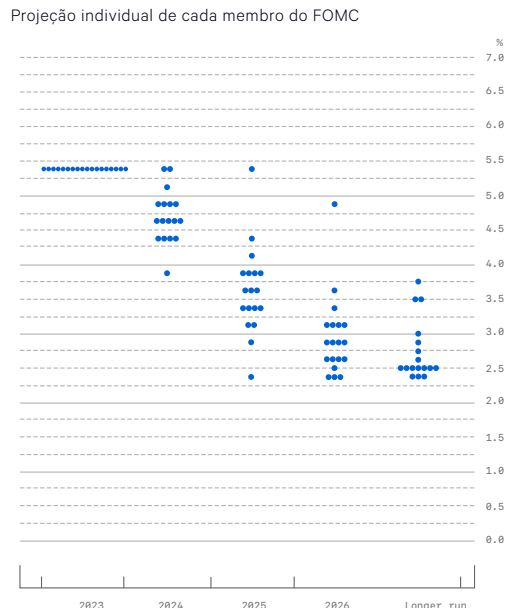
A reunião endossou a ideia de que a mera queda da inflação seria suficiente para dar início a um ciclo de redução de juros. A comunicação do FOMC foi explícita ao introduzir a discussão sobre o início de cortes de juros como natural, evidenciado tanto nas projeções do SEP quanto nos comentários de Powell na coletiva de imprensa.

Gráfico 14:  
**Projeções econômicas do último SEP em comparação com as de setembro**

Percent					
Variable	Median				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September Projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
September Projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	
Core PCE inflation	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriated policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projections	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

Fonte: Fed, Mar Asset Management

Gráfico 15:  
**“Dot Plot” da reunião do FOMC de dezembro**



Fonte: Fed, Mar Asset Management

O Presidente do Fed passou várias mensagens na linha mais acomodatória (dove). Por exemplo, enumerou, mais de uma vez, uma série de variáveis que indicam um mercado de trabalho mais balanceado e afirmou categoricamente que o processo estava ocorrendo de maneira mais fácil do que o esperado neste estágio mais avançado de convergência da inflação para a meta.

Mais do que uma mudança de visão sobre o cenário econômico prospectivo, a reunião de dezembro explicitou uma mudança de percepção sobre a função reação do FOMC. Os diretores não estão sendo “dovish” porque possuem uma visão muito mais otimista para a projeção de inflação ou de aumento de desemprego. Mas sim porque vêem o risco de uma inflação descontrolada ter diminuído substancialmente nos últimos meses. Portanto, podem fazer ajustes no grau de restrição para não colocarem em risco o outro mandato – o de pleno emprego. Essa é uma mudança muito relevante e o mercado reagiu coerentemente a essa nova informação.

Inicialmente, seguir uma Regra de Taylor parecia contrário à percepção do mercado de que o Fed sinalizava uma política de juros “higher for longer”. No entanto, uma análise mais detalhada revela que a terminologia

utilizada pelo Fed sempre foi diferente: “restrictive for longer”, ou seja, uma abordagem restritiva por mais tempo.

A diferença na terminologia é relevante, pois o conceito de “juros restritivos” se refere a juros reais acima do neutro. Quando a inflação cai, os juros reais aumentam. Assim, para manter os juros reais estáveis, o Fed deveria reduzir os juros nominais, a taxa de Fed Funds, na mesma magnitude da queda da taxa de inflação. Essa tese abriria espaço para cortes em um horizonte não muito distante caso a inflação continuasse mostrando uma dinâmica benigna tal qual nos últimos meses.

O maior risco para a tese de “juros restritivos” era a de que um corte prematuro poderia levar a uma possível reaceleração do consumo e suspender o processo de convergência da inflação. Como já mencionamos, vemos consistência no processo de desinflação e um baixo risco de uma reaceleração intensa da atividade americana.

Por outro lado, o risco a ser considerado pelo Fed em relação ao “higher for longer”, ou seja, manter os juros nominais estáveis por um longo período e, conseqüentemente, mais restritivos em termos de juros reais, é a possibilidade de forçar a economia a um “hard landing”.

Observamos o Fed atento a esse risco. Embora identifiquemos poucos sinais de uma possível recessão nos dados de atividade, não podemos descartar efeitos cumulativos ainda não percebidos da política monetária sobre a atividade. Neste momento, a poupança circunstancial se esgota, a taxa de poupança corrente permanece historicamente baixa, o impulso fiscal deve ser nulo ou negativo para 2024, e o esperado “wall of maturity” – uma concentração de vencimentos de dívidas corporativas que precisariam ser roladas a taxas muito mais altas que suas emissões originais – se aproxima.

Consideramos improvável o cenário de “hard landing”. Nas atuais precificações, acreditamos mais na convergência do mercado a uma taxa final de ciclo próxima de 2,5% do que em grandes surpresas na antecipação do ciclo. Ainda assim, caso ele aconteça, a “Fed Put” deveria ser acionada. Nossa exposição se beneficiaria da antecipação dos cortes de juros que deveriam conter parte do aumento da volatilidade e da queda dos preços das ações.

Posições em juros curtos americanos têm sido nossa principal estratégia macro nos últimos meses.

## Brasil

No Brasil, tese semelhante foi adotada pelo Banco Central para iniciar seu ciclo de cortes em 2023. Em nossa carta de junho, “Não necessariamente sobre política monetária”<sup>6</sup>, expressamos dificuldade em acreditar na consistência desse processo desinflacionário. Ao contrário dos EUA, vemos o cenário brasileiro como frágil. As expectativas de inflação de longo prazo continuam acima da meta. A atividade econômica, especialmente o consumo das famílias, surpreende a cada divulgação do PIB. O mercado de trabalho apresenta desequilíbrio, com a taxa de desemprego em níveis historicamente incompatíveis com uma inflação na meta.

A política fiscal permanece frouxa e preocupante, especialmente quando combinada com o ciclo político. A abordagem do governo Lula e seu partido em relação à política econômica ao longo dos ciclos eleitorais é mais uma variável de risco para o cenário fiscal. Esses aspectos indicam um caráter temporário no processo desinflacionário brasileiro. Houve uma sincronia na desinflação global devido à normalização das cadeias de suprimento e à queda das commodities, mas a dessincronização desse processo se dará devido às características específicas de política econômica e social de cada país, o que limita a atuação dos bancos centrais.

No caso brasileiro, acreditamos que essas limitações são reais, a resistência à desaceleração econômica e ao aumento do desemprego, que promoveriam o reequilíbrio do mercado de trabalho, é politicamente insuportável. Os riscos de reversão da forte desinflação de serviços observada em 2023 são relevantes para 2024. Se estivermos corretos, à medida que os choques baixistas de inflação se dissiparem, a inflação de serviços responderá a situação do mercado de trabalho e assim se estabilizará bem acima da meta de 3%.

A combinação de alguma desaceleração econômica e tensões pré-eleitorais, que definirão a base de apoio municipal para as eleições de 2026,

---

6 <https://www.marasset.com.br/site/wp-content/uploads/2023/06/1200af7601d986625cd76b867f17c444-1687205414.pdf>



cria um cenário político-econômico brasileiro muito mais complexo do que o dos EUA para 2024.

Ainda assim, apesar da dessincronização no pouso inflacionário e das peculiaridades de cada economia, não podemos deixar de observar que se o nosso cenário para a economia americana se concretizar, teremos um ano muito positivo para ativos de risco em geral durante 2024.

Apesar de percebermos um fundamento macroeconômico menos sólido no Brasil, um ambiente global mais estável pode tornar os agentes de mercado menos exigentes com a política econômica nacional. Acreditamos que a chave para a estabilidade dos mercados no Brasil foi a sequência de surpresas de inflação para baixo em 2023. Se essa dinâmica mudar, o equilíbrio dos ativos brasileiros também será afetado, assim como o ambiente político nacional.

## Ações

Após um ano de alta volatilidade, o mercado de ações brasileiro encerrou 2023 de forma saudável. Em relação à nossa exposição a ações, após um início de ano com baixa alocação dada as incertezas estruturais consideradas, elevamos gradualmente nossa exposição ao longo do segundo trimestre, sendo bastante criteriosos na seleção das empresas. Priorizamos companhias capazes de navegar positivamente mesmo em um ambiente macroeconômico complexo, identificando oportunidades com perspectivas favoráveis para os próximos anos.

Para 2024, vislumbramos um ambiente global de mercado mais estável do que há um ano, o que nos deixa mais confiantes de que a capacidade empresarial das companhias de nosso portfólio será a principal influência sobre o preço de suas ações.

Nossa estratégia de investimento em ações segue uma abordagem concentrada, com a maior parcela da alocação dedicada a algumas teses específicas. Sobre o portfólio que começamos o novo ano, há empresas que mantemos posições há mais tempo e que continuam negociadas abaixo do que consideramos seu valor justo, como é o caso da Equatorial, BTG Pactual e Eneva.

Ainda que de forma resumida, julgamos interessante compartilhar o porquê seguimos investidos em duas das principais teses.

A Equatorial é consenso entre grande parte dos fundos de ações brasileiros, o que nos deixa um tanto desconfiados sobre a real oportunidade de investimento. Com um retorno acumulado da ordem de 25% a.a. desde o seu IPO, não é de hoje que nos fazemos esse questionamento. Afinal, será possível a companhia continuar gerando retornos a taxas significativamente acima de seu custo de capital? E não estaria isso refletido no preço de suas ações? Sendo assim, redobramos nossos esforços de análise, e a resposta até aqui tem sido quase sempre a mesma: continuamos vislumbrando um retorno potencial bastante elevado.

Nos últimos três anos, a empresa passou por um de seus momentos de maior atividade com M&As. Com um histórico bem-sucedido de alocações de capital assertivas, a companhia realizou investimentos em volumes bastante significativos, de cerca de R\$22 bilhões. Apesar de sua alavancagem ter atingido níveis historicamente altos (cerca de 4x a Dívida Líquida/EBITDA), as aquisições realizadas nos deixam otimistas com as oportunidades que enxergamos à frente. Em especial, as perspectivas das concessões de Goiás (CELG-D) e do Rio Grande do Sul (CEEE), são bastante animadoras.

O turnaround dessas concessões segue um modelo já bem executado em outras áreas gerenciadas pela Equatorial, um processo que acompanhamos de perto, tanto como investidores quanto como membros do conselho de administração da empresa desde 2016. Acreditamos que esses novos ativos (que incluem também a concessão do Amapá) podem representar mais de 30% do valor de equity da companhia ao longo dos próximos três anos.

Com as aquisições recentes, somadas aos investimentos orgânicos previstos para as concessões mais maduras, como Maranhão e Pará, bem como aquelas em estágio avançado de turnaround, como Piauí e Alagoas, prevemos uma expansão de quase 40% da Base Regulatória de Ativos (RAB) da companhia até o final de 2026, com alto retorno sobre o capital investido. Além dos ativos de distribuição, os ativos de transmissão e geração também farão importante papel na geração de caixa.

Olhando para a frente, acreditamos que os próximos anos representarão um importante “de-risk” da tese de investimento, com uma forte desalavancagem e consolidação das aquisições já feitas, colocando a empresa em uma posição privilegiada para novas oportunidades de investimento. Esperamos que melhorias operacionais e um “re-rating” que reflita melhor o risco do negócio mantenha a companhia na mesma trajetória que a trouxe até aqui, com um retorno potencial superior a 25% ao ano nos próximos anos.

Nossa história como investidores do BTG começou no primeiro dia de cota do Mar Absoluto, em fevereiro de 2019. Na época, acreditávamos que o banco havia sido capaz de superar os problemas de imagem, o que ficava claro ao observar a retomada do crescimento das linhas de negócio de fee com clientes. Víamos ainda uma oportunidade interessante sendo construída com a entrada no varejo, tanto via bancos digitais quanto replicando o modelo XP de escritórios de Agentes Autônomos.

A execução foi impecável, levando o lucro do banco de R\$2,8 bilhões em 2018 para mais de R\$10 bilhões em 2023. Além disso, o aumento da capilaridade na distribuição - evidente ao observarmos o crescimento dos depósitos, que passaram de R\$17 bilhões no 1T19 para R\$108 bilhões no 3T23 - reduziu significativamente seu nível de risco e custo de capital para uma companhia sob a liderança de um empresário capaz de identificar excelentes oportunidades de alocação de capital.

Mesmo com o desafio maior de crescer o lucro a partir dessa nova base, vemos muitas oportunidades nas várias linhas de negócios do banco, seja aumentando a carteira de crédito a empresas, hoje em R\$160 bilhões (comparada aos R\$517 bilhões do Bradesco, por exemplo), seja nas áreas de fees com clientes (como asset e wealth), seja como resultado de uma eventual recuperação do mercado de capitais (que não teve um único IPO nos últimos dois anos).

O *financial deepening* brasileiro veio para ficar. O número de CPFs investindo na B3 multiplicou por 10x desde 2018, a bancarização atingiu quase 100% da população adulta (com uma média de 5 contas correntes por CPF), e o acesso a qualquer produto financeiro é tão simples quanto desbloquear o celular. O amadurecimento do mercado de capitais deve continuar por muitos anos, e investir no BTG, com um valor de mercado

de R\$140 bilhões, ou pouco mais de 11x o lucro esperado para 2024, ainda parece ser uma excelente oportunidade.

Além dos investimentos mais longevos, há também novas oportunidades que identificamos ao longo de 2023. É o caso de Alupar, GPS, Hapvida e Vivara.

De uma maneira geral, nosso portfólio é composto por empresas com ativos capazes de gerar bastante fluxo de caixa e uma ampla avenida para realocar esse capital a uma alta taxa de retorno pelos próximos anos. Combinação ainda não refletida totalmente em seu valor de mercado.

Por outro lado, desinvestimos de uma das principais teses de ações em 2022, a Petroreconcavo. Esse foi o grande erro do ano, embora tenha sido uma posição vencedora para o fundo desde o seu início.

O que nos levou inicialmente a investir na empresa foi o potencial dela se tornar uma produtora de gás com maior estabilidade de demanda e contratos mais longos, ao mesmo tempo que gerava caixa suficiente para fornecer ótimo carregamento ao investimento durante essa transformação. Porém, novas informações divulgadas em 2023 acabaram invalidando nossa tese inicial, ao revelar que o custo para o ramp-up de produção dos campos adquiridos seria muito mais alto do que estimávamos, eliminando boa parte do fluxo de caixa para o acionista, e aumentando consideravelmente o risco do investimento.

Com isso, a relação risco-retorno da tese deixou de ser atrativa, em especial em um setor no qual preferimos ser sempre mais cautelosos, como a atividade de produção de commodities.

O ano de 2023 foi de intensa reflexão, e evolução, sobre nossa maneira de investir em ações, que esperamos compartilhar em breve. Ainda assim, a quem despertar maior interesse nas teses específicas, disponibilizamos materiais detalhados de algumas delas em nosso site<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> <https://www.marasset.com.br/conteudo-mar/>

Para concluir, gostaríamos de expressar nossa gratidão pelo apoio e confiança dos nossos investidores, que preferimos chamar de sócios, ao longo desta jornada de investimentos. Em momentos nos quais nossa performance não refletiu totalmente nossa dedicação e esforço, a confiança dos nossos investidores em nossa capacidade de alocação de capital nos ajuda a manter o foco para transformar dedicação, experiência e criatividade em valorização da cota de nossa única estratégia de investimentos.

Feliz 2024.

**mar** asset  
management

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

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

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º

andar, leblon • 22440 034

[marasset.com.br](http://marasset.com.br)