



Taxa de juros no Brasil – primeira a subir, primeira a cair?

## Haverá espaço para afrouxamento monetário em 2023?

- Existe hoje uma confiança elevada de que a inflação IPCA convergirá para a meta. A redução do preço das commodities, o arrefecimento da inflação de bens e os efeitos de uma provável recessão no Brasil levariam a uma redução considerável da inflação em 2023. A política monetária no nível atual seria suficiente para uma contração da demanda agregada de modo a garantir o bom andamento do processo de convergência.
- A normalização da inflação abriria espaço para o BCB reduzir a taxa Selic já em meados de 2023. O mercado precifica 375bps de corte de taxa de juros nos próximos dois anos. A taxa terminal do ciclo embutido na curva de juros está próxima de 10% a.a. em meados de 2024. O BCB foi o primeiro Banco Central a aumentar a taxa de juros e seria o primeiro a implementar um ciclo de cortes.
- No segundo semestre de 2021, tínhamos uma visão bem próxima a do mercado. A inflação IPCA era alta por conta dos efeitos passageiros do aumento das commodities, a renda real contraía e a atividade mostrava sinais de perda de ímpeto. Uma vez que a inflação externa fosse controlada, haveria uma rápida convergência para a meta. O trabalho do BCB já estava bem encaminhado.
- No entanto, o ponto de partida agora é muito mais incômodo. A inflação de serviços está próxima as máximas pós-Plano Real, a taxa de desemprego está no nível mais baixo desde 2014, a renda real dos trabalhadores passou de contração para expansão, e a atividade não mostra sinal de arrefecimento.
- Nós concordamos que a inflação externa contribuirá para a redução do IPCA. No entanto, acreditamos que a economia aquecida dificultará o processo de convergência da inflação para a meta. Pelo menos, da parte da inflação mais sensível ao ciclo econômico (serviços).
- O consumo das famílias continuará sendo o motor do crescimento do PIB. A renda disponível das famílias aumentará devido a (i) uma população ocupada mais de 6% acima do nível pré-pandemia, (ii) recomposição real dos salários; (iii) aumento das transferências para as famílias por parte do setor público. Aliado a uma poupança circunstancial ainda alta, essa maior renda irá manter um ritmo de crescimento do consumo superior a 2%.
- Como no caso dos EUA, uma redução da inflação cheia é amplamente esperada para o Brasil. Levar a inflação IPCA dos 12% vistos em junho para, digamos, 6,0%, é a tarefa mais simples e está bem menos condicionada às ações do BCB. A tarefa difícil será levar de 6,0% para os 3,0%, que é a meta oficial para 2024.
- A composição atual da inflação realça essa dificuldade. A inflação de serviços (35% do índice) hoje roda a 8,5% yoy. A inflação de serviços subjacentes, que é a parte mais sensível ao ciclo econômico, está em aproximadamente 11% mom na série com ajuste sazonal. Além disso, a inflação de administrados não deve mais mostrar uma deflação tão intensa em 2023 como ocorreu nos últimos meses.
- Historicamente, os reajustes salariais estão mais relacionados com a inflação de serviços acumulada em 12 meses, enquanto a renda real é deflacionada pelo IPCA corrente. O IPCA

corrente tem mostrado deflação e deve apresentar inflação baixa nos próximos meses por conta da reversão do preço das commodities e bens industriais. A inflação de serviços é mais sensível ao ciclo econômico. Além disso, por conta do efeito base, o indicador acumulado em 12 meses continuará bem mais alto.

- Essa retroalimentação renda-inflação torna o processo de convergência da inflação mais lento. A inflação de serviços alta sustenta o consumo das famílias. E o consumo alto, por sua vez, sustenta uma inflação de serviços alta. A redução da inflação dos outros componentes ajuda por meio do componente inercial. Não obstante, não será por si só suficiente para levar a inflação de serviços para um nível compatível com a meta.
- Nesse sentido, o Banco Central será forçado a manter uma política monetária apertada por um período mais prolongado do que o precificado pelo mercado. Ou, pelo menos, a assimetria nos parece ser em favor da abertura das taxas de juros e não de fechamento.

### **Impulso da renda real manterá consumo das famílias em ritmo alto em 2023**

O crescimento do PIB será, novamente, acima das expectativas em 2023 em nosso ver. O consenso do mercado é de crescimento de 0,5%, com inúmeras casas de pesquisas importantes projetando estabilidade ou mesmo contração do PIB. Nossa expectativa é de crescimento próximo a 2,0%.

O racional para a projeção de forte desaceleração do PIB por parte do consenso é o mesmo por detrás das projeções mais pessimistas para o crescimento desse ano feitas ao final de 2021. Por conta dos efeitos da política monetária mais restritiva, o crédito mostraria forte contração e, por conseguinte, reduziria o ritmo de expansão da atividade.

Como discutimos em nossas últimas cartas, achávamos que fatores idiossincráticos ao momento pós-crise se sobreporiam e a atividade seguiria mais pujante em 2022. Por exemplo, o impulso para o setor de serviços por conta reabertura da economia mais do que compensaria a taxa de juros em nível restritivo.

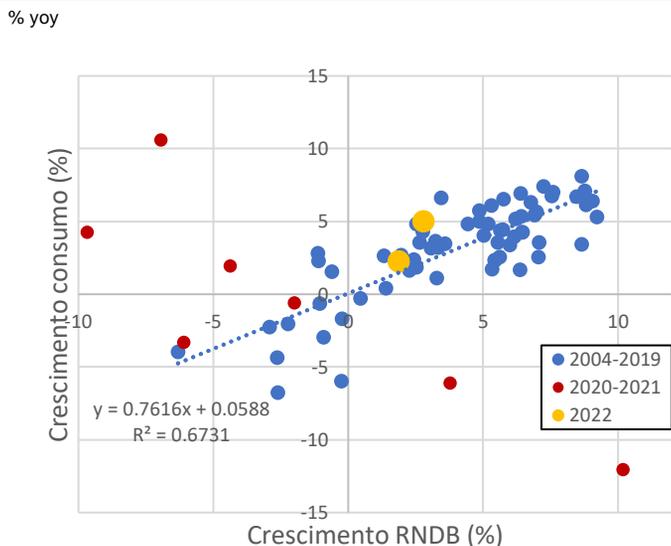
Nossa expectativa é que ocorra o mesmo em 2023, apesar de haver diferenças em relação aos fatores que levarão a uma surpresa positiva. Os efeitos da reabertura e seus impactos inerciais ainda estarão presentes nos próximos trimestres, mas com relevância menor. O motor do crescimento, em nosso ver, será a manutenção da renda das famílias em nível bastante alto.

A dinâmica da renda disponível é o principal determinante do consumo das famílias. Se a renda continuar aumentado, dificilmente veríamos o consumo contrair (Gráfico 1). E, para 2023, a perspectiva é que a renda seja bem maior, em média, do que foi em 2022.

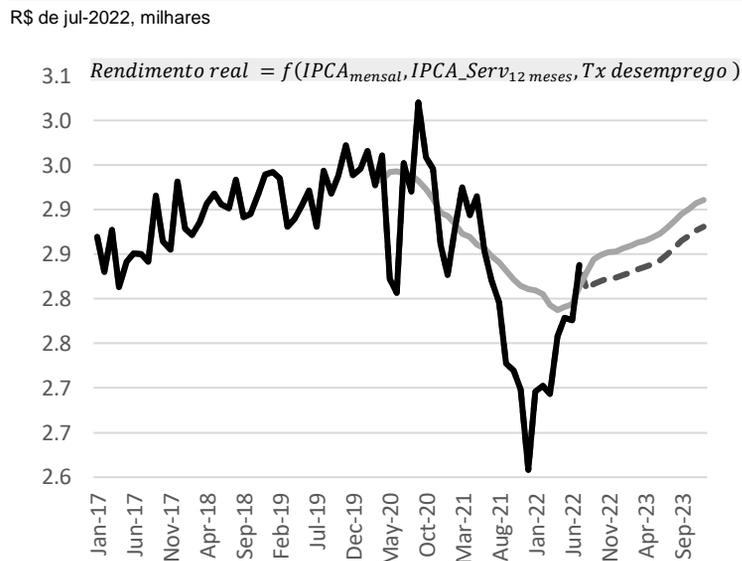
A razão para isso é dupla. A primeira é que o número de pessoas efetivamente trabalhando e recebendo salário será bem maior. Em julho de 2022, a PNAD mostrou uma população ocupada superior a 100 milhões, ante 94 milhões no período pré-pandemia. A segunda é um crescimento do salário real já contratado. Os reajustes nominais seguem, em grande medida, a inflação acumulada em 12 meses, em particular, a inflação de serviços. Como a inflação

acumulada em 12 meses de serviços será maior do que a inflação corrente, os ajustes reais dos salários serão positivos nos próximos trimestres (Gráfico 2)

**Gráfico 1: Relação entre crescimento da Renda Nacional Bruta Disponível (RNDB) e consumo das famílias**



**Gráfico 2: Rendimento real médio observado e projetado**



O crescimento do consumo tende a acompanhar o crescimento da renda disponível salvo em momentos de fortes mudanças da taxa de poupança. No primeiro semestre desse ano, a nossa proxy para a taxa de poupança foi 6,0%, um pouco abaixo da média entre 2013 e 2019 (7,1%). Com exceção do pós-Covid, as oscilações da taxa de poupança não eram muito altas.

Mesmo que haja um aumento considerável da taxa de poupança, ainda julgamos que a assimetria está para um crescimento acima do esperado (Ver Box 1). O consenso entre os economistas é de crescimento de 0,7% do consumo das famílias em 2023. Nossas simulações, apresentadas no Box, ilustram que um crescimento baixo como esse demandaria um aumento da taxa de poupança concomitante a uma piora do mercado de trabalho.

Com uma poupança circunstancial ainda existente e o impulso advindo da reabertura da economia, o mais provável é que a taxa de poupança continue baixa em 2023. Mesmo que haja uma desaceleração do crédito para as famílias, ainda parece haver espaço para um crescimento relevante do consumo.

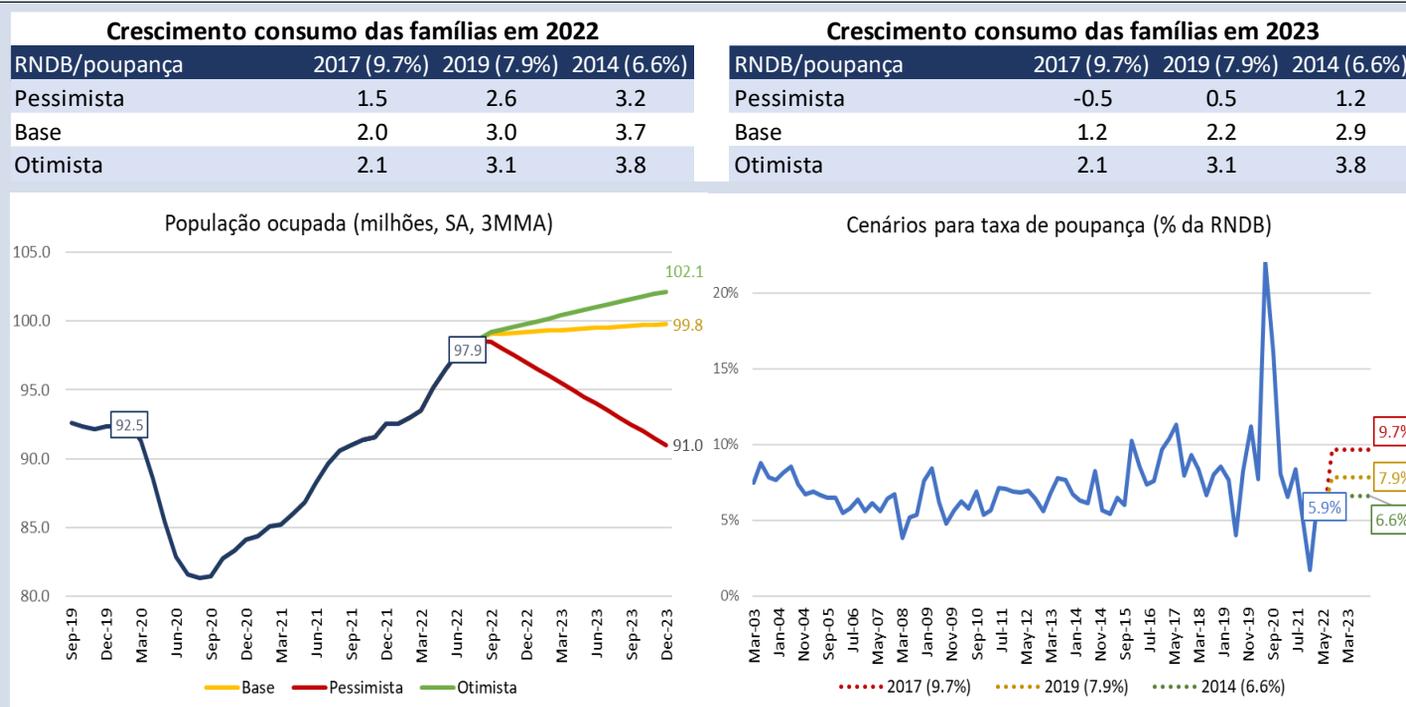
Em nosso ver, os efeitos detratores de crescimento da política monetária não serão predominantes em 2023. Mesmo que sejam, não devem ser suficientes para gerar a necessária desaceleração da demanda compatível com o controle da inflação. Como o ponto de partida da inflação, especialmente de serviços, é muito alta, o Banco Central do Brasil ainda terá que manter a política monetária apertada por um período prolongado.

### Box 1– simulações para crescimento do consumo das famílias em 2023

Consideramos três cenários para a evolução do número de pessoas empregadas (PO) e para a taxa de poupança. Em um cenário base em que a taxa de poupança retorne para um nível parecido com o do pré-crise e a população ocupada siga o padrão demográfico, o consumo das famílias teria um crescimento de 2,2% em 2023. Em um cenário com a taxa de poupança igual a de 2014, que ainda é mais alta do que a vista no primeiro semestre desse ano, o crescimento seria próximo a 3,0%. Apenas nos cenários em que a PO mostre contração ou que a taxa de poupança seja acima da média histórica, o consumo das famílias teria crescimento parecido com o esperado pelo consenso do mercado.

Vários fatores podem explicar movimentos da taxa de poupança. Os indicadores de confiança, de concessão de crédito, efeito riqueza etc., no final das contas, são refletidos diretamente no nível de poupança das famílias. Por exemplo, quanto maior o crédito às famílias, a confiança e a riqueza, maior será o consumo da família em proporção a sua renda. Fazer hipóteses para o comportamento da poupança é uma maneira alternativa para consolidar os efeitos de todas essas variáveis sobre o consumo das famílias<sup>1</sup>.

**Gráfico 3: Simulações para crescimento do consumo das famílias em 2022 e 2023 com base em diferentes hipóteses para taxa de poupança e crescimento da população ocupada**



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

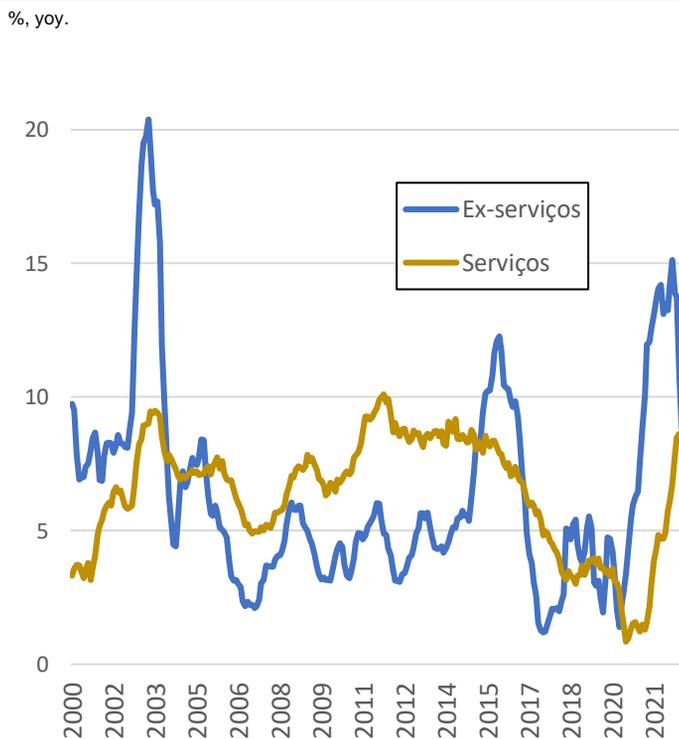
<sup>1</sup> Obviamente, no longo prazo, há uma retroalimentação do nível do consumo para a renda. Por exemplo, mais crédito (consumo) pode implicar em uma geração maior de postos de trabalho no período seguinte e, por conseguinte, um aumento da renda. No curto prazo, no entanto, os efeitos secundários são limitados.

### Composição atual da inflação dificulta convergência

A composição da inflação IPCA hoje é pior do que era ao fim de 2021. Apesar da inflação cheia ter diminuído, a inflação de serviços vem aumentando consistentemente, chegando a 8,5% yoy. A última vez que a inflação de serviços alcançou este nível foi no período entre 2009 e 2015. A estabilidade em torno desse nível por vários anos a despeito das oscilações dos outros componentes ilustra o alto grau inercial da inflação de serviços e o quão difícil é reduzi-la (ver Box 2).

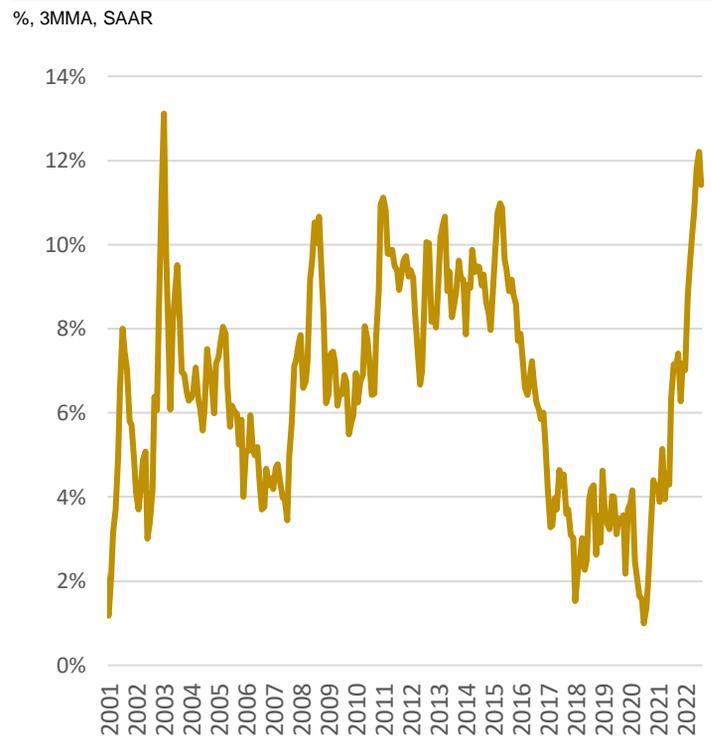
Ademais, é a inflação de serviços subjacentes que explica a maior parte desse movimento<sup>2</sup>. Com ajuste sazonal, a inflação mensal desse subgrupo vem rodando próximo a 11% anualizada. Esse componente, que é sensível ao ciclo econômico, deve permanecer em nível alto enquanto a atividade continuar resiliente.

**Gráfico 4: Composição da inflação IPCA – serviços e ex-serviços**



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

**Gráfico 5: Inflação de serviços subjacentes**



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

<sup>2</sup> A inflação subjacente de serviços exclui da inflação de serviços as variações nos preços de alguns grupos como turismo; serviços domésticos; cursos e comunicação. Estes grupos, por fatores diversos (i.e.: excesso de volatilidade; metodologia de cálculo), dificultam a identificação da tendência inflacionaria no setor de serviços. Ver mais em “Inflação no setor de serviços”, do Relatório de Inflação de setembro de 2016 ([link](#)).

## Box 2 – Inércia Serviços vs. Ex-Serviços

Os serviços são o grupo com inflação mais estável ao longo do tempo. Diferente de alimentos e bens industriais, geralmente, os custos relacionados com a prestação de serviços não dependem de fatores climáticos, da taxa de câmbio ou de preços das commodities no mercado internacional, que são muito voláteis por natureza. Isso faz com que os reajustes nos preços dos serviços sejam muito menos frequentes e muito mais dependentes da recomposição do valor real (inércia) e da expectativa de inflação adiante.

Essa suposição é empiricamente observável. Quando regredimos a inflação trimestral de cada grupo em suas próprias defasagens (quatro trimestres), encontramos empiricamente o quão mais inercial é a inflação de serviços vis a vis os outros grupos. Primeiro, os coeficientes para serviços somam 0,85, o que implica que 1p.p a mais de inflação acumulada em quatro trimestres implica, na média, uma inflação corrente de serviços 0,85% maior. Em comparação, o coeficiente para ex-serviços é de 0,64. Além disso, as quatro defasagens são capazes de explicar 71% da inflação trimestral do grupo dos serviços. A maior parte da inflação de serviços é explicada (correlacionada) pela inflação passada. Em contrapartida, as defasagens explicam apenas 43% da inflação ex-serviços.

Um exercício simples ilustra o quanto a composição atual da inflação IPCA mais concentrada em serviços desfavorece o processo de convergência. Quando calculamos a “inércia” com base na contribuição dos serviços e ex-serviços para a inflação IPCA cheia, vemos que ela aumentou bastante ao longo dos últimos trimestres. Isso ocorreu por conta da maior contribuição da inflação de serviços, mais inercial, para o índice cheio.

Gráfico 6: Grau de inércia de cada grupo

$$\pi_t^j = cte + \sum_{i=1}^4 \varphi_i^j \pi_{t-i}^j + \varepsilon_t$$

*j = inflação de serviços, administrados  
alimentos, industriais e ex-serviços*

	Somatório coeficientes ( $\sum \varphi_i$ )	R <sup>2</sup>
Serviços	0.85	0.71
Administrados	0.54	0.20
Alimentação	0.46	0.27
Industriais	0.56	0.27
Ex-serviços	0.64	0.43

Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 7: Estimativa de coeficiente inercial do IPCA

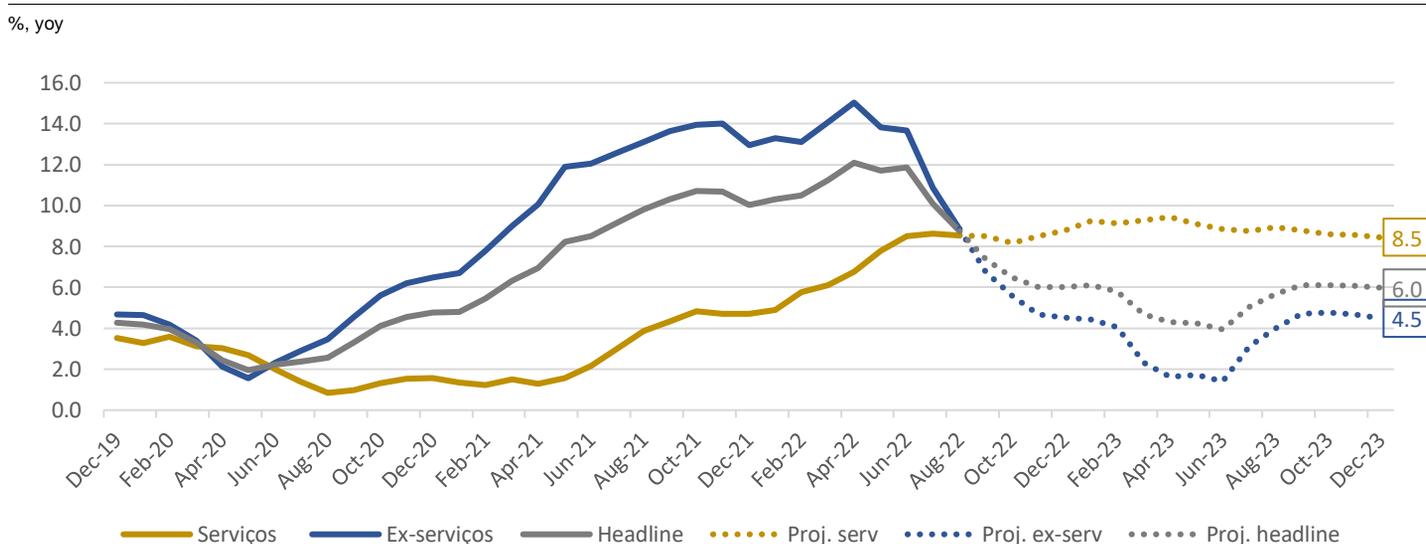


Fonte: IBGE, Mar Asset Management

A redução esperada da inflação dos outros grupos não deve ser suficiente para levar a inflação IPCA para “em torno” da meta. O mais provável é que haja uma redução significativa da inflação ex-serviços, principalmente de bens industriais e de alimentos, nos próximos trimestres. Isso levará a inflação cheia para níveis bastante baixos em um primeiro momento por conta de efeito base. No entanto, ao final de 2023, dificilmente veremos a inflação IPCA abaixo de 6%. Isso porque serviços representam 35% do índice. Uma inflação de serviços de 8,0% yoy seria compatível com o IPCA abaixo de 4,0% (definição de “em torno da meta” do Copom<sup>3</sup>) apenas se a inflação ex-serviços fosse inferior a 2,0%.

Não há razões, à priori, para acreditarmos em uma inflação tão baixa ex-serviços. Pelo menos, não de maneira permanente. Portanto uma condição necessária para a convergência do IPCA para em torno da meta é que a inflação de serviços mostre arrefecimento.

**Gráfico 8: Projeção para inflação IPCA de serviços e ex-serviços**



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

### Qual foi o custo de controlar a inflação em 2015-2017?

A última vez que houve uma forte redução da inflação foi no período entre 2015 e 2017. A inflação IPCA passou de 10,7% em dezembro de 2015 para 2,5% em agosto de 2017. A inflação de serviços, que passou cinco anos entre 8% e 10% yoy, recuou para 4,5% em dezembro de 2017 e para 3,9% em meados de 2018. A expectativa do BCB e do mercado é que processo similar ocorra nos próximos trimestres.

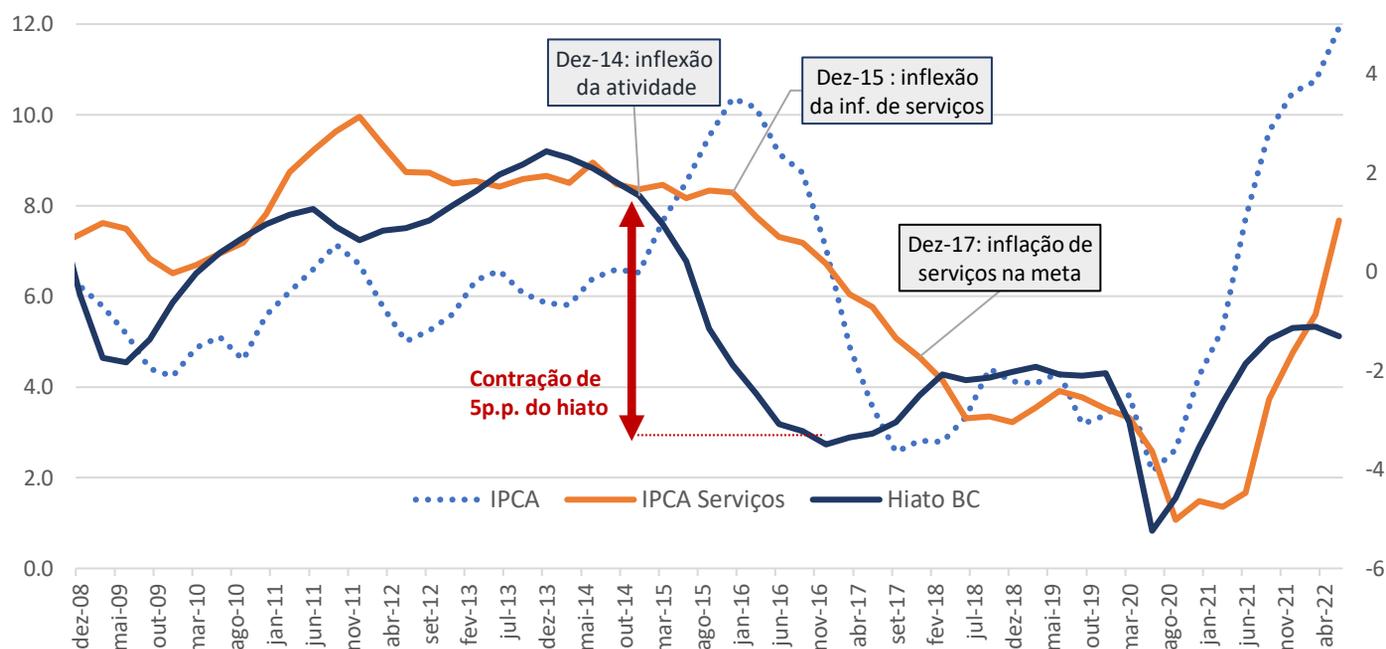
No entanto, temos dúvidas sobre aspectos temporais, sobre o esforço necessário para o controle da inflação (taxa de sacrifício) e, no final das contas, sobre o tamanho do ajuste da política monetária que seria compatível com esse controle. No período 2015-2017, o hiato do produto recuou de +2,0% do PIB ao final de 2014 para -3,5% em dezembro de 2016. Ou seja,

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, Q&A da apresentação do Banco Central de 23 de junho, minuto 58' ([link](#)).

uma diferença de mais de 5p.p. do PIB. Além disso, a inflação de serviços começou a desacelerar de maneira relevante apenas no início de 2016, muito tempo depois do início do colapso da atividade econômica (final de 2014). A inflação de serviços só voltou a ser compatível com a meta à época (4,5% yoy) em dezembro de 2017.

**Gráfico 9: Hiato do PIB, inflação IPCA de serviços e do índice cheio**

% do PIB, % yoy

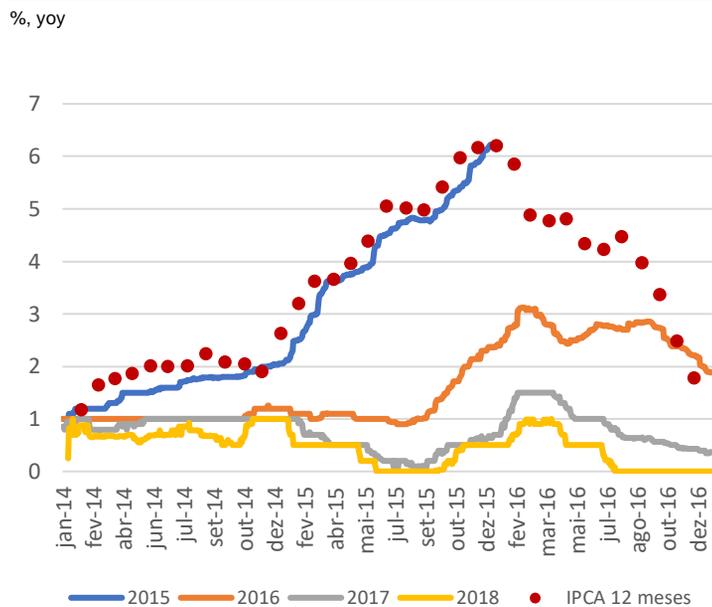


Fonte: IBGE, BCB, Mar Asset Management

Atualmente, o que estamos vendo é um PIB ainda em aceleração e o hiato do produto andando na direção contrária ao compatível com o controle da inflação. Nossa visão mais otimista para atividade implica que esse continuará sendo o caso em 2023.

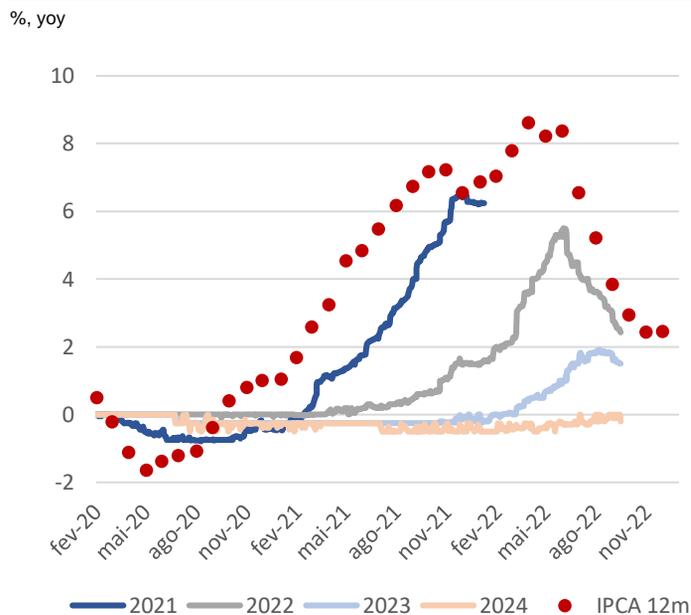
Pelo lado positivo, a diferença é que partimos hoje de um hiato já negativo (ou não tão positivo) como em 2014 e a desancoragem das expectativas é menor (Gráficos 8 e 9). Além disso, em 2015, o País passou por um processo de ajuste de preços administrados que estavam represados (como energia elétrica) e de forte depreciação da taxa de câmbio, o que manteve a inflação IPCA ex-serviços em nível bastante alto por todo ano. A taxa de sacrifício para o controle da inflação será menor do que foi àquela época. Não obstante, a inflexão da atividade ainda nem começou no atual ciclo, o que sugere que o problema inflacionário ainda está longe de ser resolvido.

**Gráfico 10: Desvio das expectativas de inflação para o final de cada ano feitas entre 2015 e 2016**



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

**Gráfico 11: Desvio das expectativas de inflação para o final de cada ano feitas entre 2021 e 2022**



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

### **Inflação deverá ser o maior problema de 2023, não o fiscal**

Um mercado de trabalho pujante, com um aumento substancial da renda das famílias, diminui as pressões para que um novo governo tome medidas populistas. A melhora do poder de compra das famílias já trará uma sensação de bem-estar para a população que pode ser potencializada no caso de uma reversão da forte inflação de alimentos vista nos últimos anos. Além disso, todos os candidatos mais bem colocados nas pesquisas de opinião já se comprometeram com um aumento do valor do Auxílio Brasil em 2023, o que já atende a demanda de curto prazo por políticas de distribuição de renda.

Na nossa visão, o custo para a manutenção do teto de gastos não será alto neste primeiro momento, com alguma flexibilização para atender a extensão de alguns programas já adotados esse ano. No entanto, a falta de pressão da sociedade para mais gastos públicos reduz o incentivo do governante tomar o risco de piorar o arcabouço fiscal de maneira relevante o suficiente para levar os agentes econômicos a duvidar da sustentabilidade fiscal do País.

Em nosso ver, a questão fiscal não deverá ser a principal força motora (doméstica) para a volatilidade do preço dos ativos. A inflação tem potencial para ser o grande problema macro no primeiro ano do novo governo.

### **Implicações para os preços do mercado e estratégia do Mar Absoluto**

Uma inflação eventualmente mais resiliente e que demande uma política monetária mais austera por um período prolongado reduzirá os cortes da taxa de juros precificados na curva para 2023. Além disso, trará dúvidas sobre o verdadeiro nível da taxa real de equilíbrio da economia, o que teria implicações para as taxas de juros mais longas<sup>4</sup>.

O BCB implementou entre 2021 e 2022 o maior ciclo de aumento da história, levando a Selic de 2,0% para 13,75%. A taxa real ex-ante de um ano está entre 6%-7% a.a. desde outubro de 2021 e, mesmo assim, a atividade seguiu surpreendendo e crescendo acima do potencial. Por ora, a visão geral é que o impacto da política monetária é só uma questão de tempo. Seria apenas pelo fato de que a política monetária opera com defasagens incertas e temporalmente variáveis.

Um cenário como o descrito acima, em que a atividade, mercado de trabalho e inflação de serviços permaneçam resilientes ao longo de 2023 levaria a uma desconfiança genuína sobre a efetividade da política monetária. Já seriam dois anos com juros reais elevados sem uma resposta da atividade. O argumento de defasagens mais longas seria colocado em xeque. Seria apenas uma questão de uma defasagem mais longa, ou de ineficácia da política monetária?

Esse cenário demandaria uma cautela maior em relação a condução da política monetária. Os modelos tradicionais de medição de taxa de juros neutra apontariam para níveis mais próximos aos pré-2016, bem como haveria revisões sobre o verdadeiro grau de ociosidade da economia. As expectativas de inflação para 2023 e 2024 seriam revisadas para cima. No mínimo, esse cenário não seria compatível com a quantidade de cortes da taxa Selic precificados hoje na curva de juros.

Nós concordamos que a taxa Selic atual é restritiva em tempos normais. No entanto, fatores cíclicos expansionistas como reabertura, utilização da poupança circunstancial e recomposição da renda real, se sobrepõe e continuarão se sobrepondo aos efeitos contracionistas da política monetária. Eventualmente, esses fatores cíclicos se dissiparão e a política monetária terá o seu efeito contracionista. Em nosso ver, a diferença é que esse processo será bem mais longo do que a defasagem usual de três a quatro trimestres estimadas pelos modelos tradicionais.

---

<sup>4</sup> Discutimos esse ponto no contexto dos EUA em nossa carta “Preços e Curvas” ([link](#)).

## Gráfico 12: Taxa de juros real ex-ante de 1y no Brasil

% a.a.



Fonte: Bloomberg, BCB, Mar Asset Management

Diante do cenário base de resiliência do crescimento, fiscal equilibrado, mas com inflação se mantendo em patamares altos, gostamos de posicionar o nosso portfólio comprado em ações de empresas que se beneficiam da demanda local forte e que apresentam valuations descontados junto a posições tomadas em DI. A assimetria desse portfólio nos parece bastante vantajosa.

A curva de juros precifica um ciclo de corte de 375bps a partir do segundo semestre de 2023, o que levaria a taxa Selic terminal de cerca de 10% a.a ao fim do ciclo. Nos parece difícil uma redução da taxa de juros dessa magnitude no próximo ano, se considerarmos um cenário onde a inflação termina 2023 com uma inflação de serviços ainda muito alta.

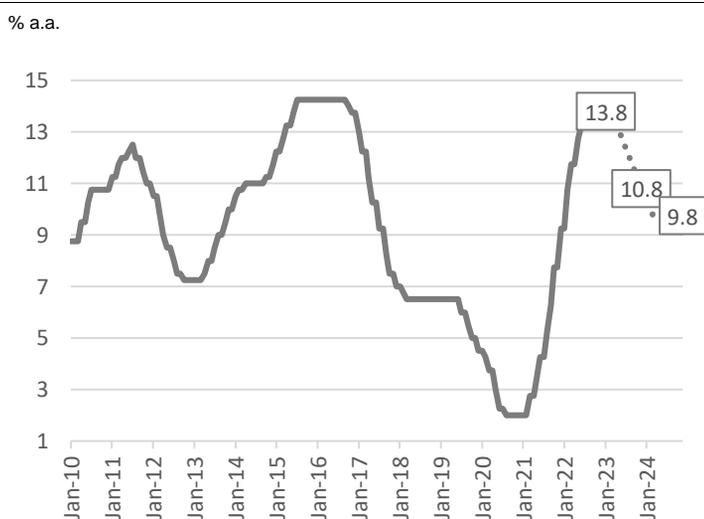
Nesse caso, observaremos uma abertura da curva de juros condizente com a manutenção da taxa atual por um período bastante prolongado e prêmios de inflação elevados no longo prazo. No book de renda variável, acreditamos que os patamares de juros elevados já estão bem precificados nos múltiplos atuais das empresas e a continuidade do crescimento econômico, somados a entregas operacionais bem-sucedidas dos planos de negócios das empresas que investimos, permitiriam uma boa performance das nossas ações.

Caso estejamos errados no nosso cenário e a inflação desacelerar de maneira mais rápida que o esperado, acreditamos que a precificação atual de cortes nos dá uma proteção ao tomado em juros. Considerando o ponto de partida do hiato do produto e a inflação de serviços em patamares elevados, ainda que declinantes, parece difícil que o BCB não mantenha a taxa de juros em patamares restritivos, ainda que o nível de restrição possa ser menor.

Por outro lado, a perspectiva de um ciclo de corte de juros se realizando de maneira mais imediata seria um poderoso catalizador para a reprecificação dos múltiplos das ações. Esse seria um cenário bastante positivo para as nossas ações, que superariam em larga escala eventuais perdas no tomado em juros.

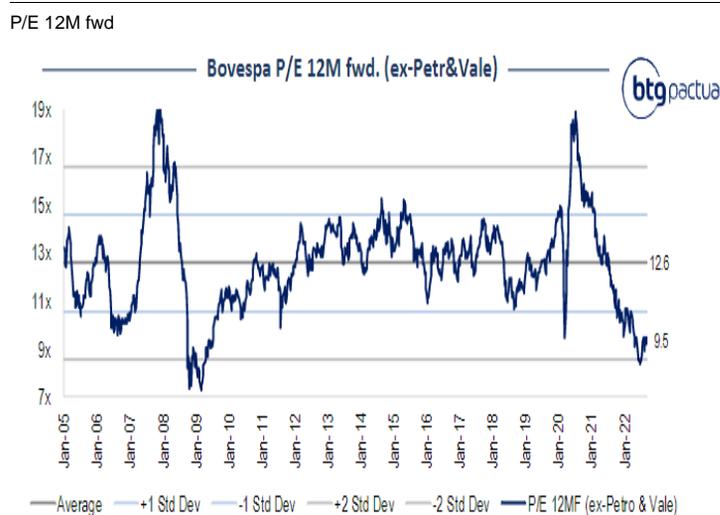
Por fim, não podemos descartar cenários mais agressivos de aversão a risco, sejam eles provocados por fatores externos (e.g., uma reprecificação mais extensa das taxas de juros longas americanas com eventual discussão sobre a taxa de juros neutra dos EUA) ou internos (descontrole fiscal com medidas insustentáveis de gastos ou um novo arcabouço fiscal com falhas estruturais). Nesse caso, sofreríamos na nossa posição em ações, mesmo considerando os valuations atuais bem defendidos, mas o tomado em juros serviria de defesa.

**Gráfico 13: Taxa Selic observada e projetada pelo mercado**



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

**Gráfico 14: Valuation do Ibovespa ex- Petrobras e Vale**



Fonte: BTG, Mar Asset Management

### Sobre modelagem e conjuntura no mundo pós-Covid

Acreditamos que o cerne da nossa discordância em relação ao consenso seja por conta da modelagem econômica. A crise de Covid e a guerra da Ucrânia provocaram choques na economia e respostas de autoridades fiscais e monetárias nunca vistas na história. Os efeitos deletérios desses choques e respostas ainda são muito presentes e formam as principais forças por detrás da dinâmica da economia global. Tanto em relação a inflação, como da atividade.

Nos EUA, por exemplo, o arcabouço para analisar a inflação pressupunha uma Curva de Phillips flat. Esse foi o modelo que perdurou nas últimas décadas e não havia razões claras de porque ele não seria válido no pós-crise. Com esse arcabouço em mente, o Fed e o mercado (e nós também) entendiam o grande choque inflacionário de 2021 como algo passageiro e derivado de um desbalanceamento pontual da oferta e demanda por bens no mundo. Com a normalização dessa oferta e o aumento da inflação de serviços e salários, percebeu-se que a

hipótese sobre a inclinação da Curva de Phillips não era mais compatível com a realidade. De fato, o mercado de trabalho apertado contribuía para manter a inflação acima da meta.

Similarmente, modelos tradicionais de projeção de crescimento do PIB vêm apontando para uma desaceleração da atividade desde o início de 2021 no Brasil por duas principais razões:

- Primeiro era por conta da consolidação fiscal em 2021. A visão era que a diminuição considerável do valor e escopo do Auxílio Brasil seria um impulso fiscal negativo enorme e, portanto, um drag relevante para o crescimento do PIB. No entanto, a expansão fiscal foi diferente no atual ciclo. As transferências para as famílias foram feitas em 2020, mas como a economia estava fechada, não foram transformadas em aumento de gastos em sua maior parte (poupança circunstancial). Os efeitos da expansão fiscal feitas em 2020 estão sendo sentidos até hoje, a medida em que essa poupança é utilizada. No final das contas, o crescimento do PIB em 2021 foi 4,6% ante expectativa de 3,3% em novembro de 2020<sup>5</sup>.
- Segundo, por conta do aperto das condições monetárias. A visão consensual era que o aumento da taxa Selic implementado em 2021 levaria o País a uma contração da atividade no início de 2022. O impulso advindo da reabertura da economia, sobretudo do setor de serviços, muito mais do que compensou o aperto das condições financeiras. O crescimento do PIB esperado para o ano está mais próximo de 3,0% ante as expectativas próximas a zero feitas ao final de 2021.

Nossa visão é que o mesmo ocorrerá ano que vem. O consenso é de crescimento do PIB de 0,5% em 2023. A razão para esse baixo crescimento é a mesma que foi utilizada para 2022 – os efeitos defasados da política monetária pesarão sobre o desenvolvimento da economia. No entanto, acreditamos que esses efeitos negativos serão mais uma vez compensados por outros relacionados à saída da economia da crise. Em 2022, o principal impulso positivo foi a reabertura da economia. Em 2023, será advindo do crescimento da renda disponível real das famílias.

Em suma, nossa visão é que modelos econômicos que funcionam bem em situações normais tiveram eficácia reduzida para projeção nesses anos pós-Covid. O nosso foco foi tentar entender os aspectos conjunturais derivados das especificidades dos choques pós-Covid. Mais do que para projetar um número específico para o crescimento do PIB, nos preocupamos em identificar os riscos que não são considerados nos modelos canônicos e, portanto, onde pode estar a assimetria em relação ao consenso de mercado.

---

<sup>5</sup> Pesquisa Focus de 13/11 ([link](#)).

**mar** asset  
management

**RI - Igor Galvão**

55 21 99462 3359

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

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

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