



mar asset
management

carta: Junho, 2023

Não necessariamente
sobre política monetária.

Nos últimos tempos, adicionamos mais uma expressão ao nosso quadro de expressões proibidas na Mar Asset, “não necessariamente”.

Este conceito foi habilmente tratado por Ray Dalio em seu livro "Principles": “When you ask someone whether something is true and they tell you that it’s not totally true, it’s probably by-and-large true” (“Quando você pergunta a alguém se algo é verdadeiro e a resposta é que não é totalmente verdadeiro, provavelmente, na maioria das vezes, é verdade”).

Nos diálogos envolvendo ideias, existe uma atração inerente em direção à dicotomia do certo ou errado, uma dualidade "0 ou 1", em que uma ideia pode ser totalmente refutada ou incontestavelmente verdadeira.

Lutamos diariamente para evitar esta atração natural e polarizadora, buscando analisar as ideias de maneira menos determinística e mais probabilística. Assim, à semelhança de Dalio, sempre que se argumenta que uma ideia "não necessariamente" está correta, interpretamos isso como um indicativo de sua força. Se a ideia, em geral, está correta, mesmo que não necessariamente, estamos no caminho certo.

O atual debate sobre as futuras decisões de política monetária no Brasil tem constantemente tangenciado o binômio certo ou errado.

Nossa opinião, fora de moda, de que o Banco Central do Brasil deveria esperar mais tempo do que o mercado prevê para iniciar um possível ciclo de redução de juros tem enfrentado várias críticas válidas. A mais interessante delas sugere que nosso raciocínio estaria demasiadamente alinhado ao dos economistas mais ortodoxos, e que o custo dessa ortodoxia não é compatível com a realidade pragmática da política socioeconômica.

No contexto desse debate de ideias, vale destacar Gabriel Galípolo, economista heterodoxo e recentemente indicado a diretoria de política monetária. Esse economista, com um repertório vasto e diversificado, fez observações e reflexões, em diversos discursos e podcasts sobre política econômica, que consideramos acertadas e pertinentes. Destaca-se particularmente quando questiona a abordagem supostamente determinística que a economia adquiriu com o avanço da modelagem, apesar de a economia ser, em essência, uma ciência social.

A crença inabalável nos modelos pode nos afastar da realidade da política socioeconômica.

Essa reflexão é compartilhada por nós, da Mar Asset. No entanto, a partir deste ponto, surge a indagação, na qual talvez divergimos do novo diretor: como devemos reagir a essa inevitável incerteza? Devemos ignorar os modelos? Ou deveríamos utilizá-los como ferramentas para nos orientar em meio a cenários incertos e turbulentos?

Se a estrutura teórica e as identidades econômicas não estiverem incontestavelmente corretas, mas, em geral, fornecerem estruturas eficazes de organização mental para compreender e refletir sobre problemas complexos, acreditamos que elas são úteis o suficiente para serem consideradas em nossas análises - ainda que de maneira crítica e ponderada.

O perigo de se apoiar excessivamente na expressão "não necessariamente" como argumento principal para descartar os modelos existentes é minimizar o custo percebido de experimentar novas soluções que prometem resultados superiores com custos inferiores.

As experimentações são parte integral da evolução das sociedades, frequentemente denominadas revoluções. No entanto, como toda experimentação ou revolução, os riscos envolvidos são de grande magnitude e, quando avaliados racionalmente ex-ante, muitas vezes deveriam ser evitados.

Dessa forma, enumeramos alguns pontos-chave relacionados ao cenário que circunda a decisão do Banco Central do Brasil (BCB) para iniciar a redução da taxa de juros:

1. A inflação IPCA tem apresentado surpresas recorrentes no sentido de desaceleração.
2. O Real tem se valorizado mesmo diante da queda das commodities.
3. O IGP-M está em acentuada queda.
4. As taxas de juros têm se mantido em patamares muito altos por um período prolongado - mais especificamente, a taxa real ex-ante (taxa pré de 1 ano – IPCA Focus de 1 ano) tem se mantido acima de 6% desde novembro de 2021, ou seja, por quase 20 meses.
5. Os custos de manter altas taxas de juros podem ser muito prejudiciais para a economia.
6. Os modelos do BCB apontam projeção de inflação ao redor da meta para o horizonte relevante.
7. A inflação de serviços, que está mais associada ao ciclo econômico, vem recuando a partir de um nível elevado, porém em velocidade menor que a esperada pelo BCB.
8. O risco de cauda fiscal foi, supostamente, retirado com a aprovação da regra de arcabouço fiscal na Câmara dos Deputados.
9. Apesar das altas taxas de juros, a atividade econômica tem surpreendido os analistas de mercado, mostrando-se mais robusta do que o previsto, seja no setor de serviços e consumo das famílias, seja na esfera agrícola, que de certa forma impacta o resto da economia.
10. O mercado de trabalho continua forte, com renda e massa salarial crescendo em níveis acima do compatível com um processo de desinflação sustentado.
11. Forte impulso fiscal permanente em 2023, similar apenas ao visto em 2009.
12. A taxa de juros neutra pode ser mais alta do que o previsto, fazendo com que os juros atuais não sejam tão contracionistas.
13. As expectativas de inflação para o médio e longo prazo estão acima da meta.

Ao examinar os argumentos acima, notamos que alguns claramente favorecem o início de um ciclo de cortes de juros, enquanto outros defendem a manutenção e prolongamento do período de estabilidade.

Nossa abordagem diante dos fortes argumentos técnicos que se manifestam em ambas as direções não é tentar definir qual deles irá prevalecer, mas sim focar no objetivo original do Banco Central e medir o desvio potencial que cada um dos pontos apresentados poderia causar. Dessa

forma, podemos entender melhor o equilíbrio dos riscos que o Comitê de Política Monetária (Copom) enfrenta em relação ao seu objetivo.

Isso nos permite sair do binário "0 ou 1", ou do "não necessariamente", e nos mover em direção ao cenário mais provável e com menor custo em vista do objetivo único do Banco Central.

Entre os argumentos a favor do corte de juros, o que consideramos mais convincente é a surpreendente desaceleração da inflação de serviços vista ao final do ano passado, a despeito de uma atividade econômica incrivelmente resistente.

No entanto, a força desse argumento também se torna sua maior fraqueza ou risco. O nível surpreendente de desinflação sem uma redução compatível na demanda agregada fragiliza a premissa de que essa desinflação seja sustentável, aumentando a possibilidade de ser algo transitório.

A queda na inflação sem aumento no desemprego pode estimular a demanda, uma vez que atua como um choque de oferta positivo, o que aumenta a renda real da população e abre espaço para mais gastos no orçamento familiar.

A correlação entre inflação e desemprego é uma das mais emblemáticas na economia. Nessa relação, chamada de Curva de Phillips, uma menor taxa de desemprego aumenta a pressão inflacionária e vice-versa.

O Brasil tem um longo histórico inflacionário e, por isso, uma alta transmissão de preços atuais para preços futuros, o que representa uma rigidez estrutural de preços na economia.

O maior risco para um Banco Central na gestão da política monetária é permitir o surgimento ou crescimento da inércia inflacionária. Quanto maior e mais persistente ela for, maior será o custo - em termos de queda da atividade econômica e aumento do desemprego - necessário para trazer a inflação de volta à meta. Em outras palavras, evitar a dor de curto prazo pode resultar em uma dor muito maior no médio e longo prazo.

A inércia inflacionária é o pesadelo de todo banqueiro central, uma vez que só é verificada ex-post, ou seja, após ter ocorrido.

Portanto, como um banqueiro central que quer evitar a inércia inflacionária pode saber se o seu risco está aumentando? Como identificar o risco de seu surgimento de forma antecipada, se ela é uma variável observada a posteriori?

A maneira mais eficaz de evitar a inércia inflacionária é através da manutenção da alta credibilidade do Banco Central. Com essa finalidade, o aperfeiçoamento da política monetária ao longo dos anos evoluiu para o modelo de metas inflacionárias. A melhor métrica da credibilidade do Banco Central é a manutenção das expectativas de inflação na meta pelo maior tempo possível, por isso é recomendável reagir de forma contundente quando ela desvia. Quanto maior a credibilidade do Banco Central, menor será o efeito da variação de preços de curto prazo sobre as expectativas de longo prazo, tornando os ciclos monetários cada vez mais suaves. Quanto mais tempo a inflação fica fora da meta, mais desancoradas se tornam as expectativas futuras, exigindo ciclos mais agressivos.

Em outras palavras, a credibilidade do Banco Central é o cerne do sistema de metas de inflação e sua perda é o risco de cauda a ser evitado, pois acarreta custos muito altos para a economia do país, como vivenciado entre 2011 e 2016 no Brasil.

A abordagem tradicional de transmissão de política monetária ocorre através da alteração das taxas de juros, que impacta o custo do crédito, altera a demanda, afeta o desemprego e muda os salários.

Dito de outra forma, para conter um processo inflacionário, o Banco Central eleva os juros, o crédito fica mais caro, a demanda se contrai, o desemprego aumenta, os salários caem e, finalmente, a inflação diminui.

Obviamente, a realidade tem a palavra final e “não necessariamente” todas as etapas do modelo precisam ser verificadas para observarmos um processo desinflacionário. Contudo, quando temos o resultado, desinflação, ocorrendo sem que as etapas anteriores sejam verificadas, a convicção de que o processo desinflacionário seja estrutural fica consideravelmente debilitada.

Outro argumento relevante e frequentemente usado para defender a redução dos juros é o custo social nefasto da manutenção de juros altos por um período prolongado. Do ponto de vista da política monetária, o custo social, o aumento do desemprego, está associado ao processo de

convergência da inflação para a meta. Atualmente, apesar de toda a intensidade da crítica por parte dos atores de mercado em relação à taxa de juros, o nível de desemprego é muito baixo em comparação com nossos padrões históricos, 8,1%, ao mesmo tempo em que a massa salarial e a renda real estão acelerando. Portanto, em termos de custos sociais, não vemos evidências empíricas que deveriam pressionar o BCB a antecipar uma queda significativa nos juros.

Ainda que o modelo de projeção do BCB venha a apresentar inflação ao redor da meta para o horizonte relevante de política monetária, convém constatar que, historicamente, tais modelos subestimaram de maneira recorrente a inflação efetiva.

Em 2016, o ex-presidente do BCB Ilan Goldfajn enfrentou críticas e pressões semelhantes para iniciar um ciclo de cortes, mas naquela época o desemprego estava claramente acima da taxa natural de desemprego, em torno de 12%, e mesmo assim ele esperou até que o nível de incerteza sobre o processo de desinflação diminuísse, antes de iniciar o ciclo de cortes.

Sobre a aprovação do arcabouço fiscal simbolizar a retirada do risco de cauda na dinâmica dívida/PIB, temos dificuldade em admitir a ideia.

Ao projetarmos a relação do endividamento público seguindo a regra do arcabouço recém aprovado, sem qualquer arrecadação extraordinária, terminaríamos o atual mandato com aumento de 18 p.p., levando a dívida bruta a 91% do PIB. Tal variação é coincidentemente igual ao aumento gerado durante os seis anos de mandato da presidente Dilma Roussef, tendo como ponto de partida uma diferença marcante: enquanto no governo Dilma a dívida bruta inicial era de 52% do PIB, atualmente, ela está em 73%.

Ou seja, a retirada do risco de cauda está mais relacionada à intenção de aumento de arrecadação prometida pelo governo, do que na capacidade de ajustes das contas públicas promovida pela execução do arcabouço em si.

Por isso, nossa abordagem se concentra em avaliar os riscos que o BCB consideraria em sua decisão de política monetária.

Dessa forma, temos dificuldade em vislumbrar o benefício para a atual diretoria em correr o risco de antecipar o ciclo de quedas antes dos vetores econômicos ficarem mais claros nessa direção.

Acreditamos que o argumento mais poderoso para a manutenção da taxa de juros é o nível de incerteza que o momento atual apresenta ao se analisar os dados econômicos, em especial a baixa sensibilidade do consumo ao aperto monetário.

Como mencionamos antes, é surpreendente que, apesar da taxa de juros real ex-ante ter estado acima de 6% por 20 meses, a demanda tenha sentido tão pouco a contração monetária. Vale lembrar que o próprio horizonte de política monetária do BCB é de 12 a 18 meses.

A baixa sensibilidade da demanda agregada ao ciclo de juros não é exclusividade nossa; essa mesma característica tem sido observada ao redor do mundo devido à maneira sem precedentes em que os estímulos fiscais foram implementados durante a pandemia. Alguns BCs de países desenvolvidos estão estendendo seus ciclos de altas após anunciarem o fim do processo de aperto.

De certa forma, é como se os defensores do início antecipado do ciclo de cortes acreditassem que o lag da política monetária para a inflação fosse menor do que para a demanda, desemprego e salários, como se o efeito contracionista "pulsasse" as fases intermediárias e afetasse diretamente a inflação, o ponto final do processo.

Concordamos que em economia as coisas nem sempre acontecem conforme o esperado. Mesmo assim, ainda parece improvável que um processo desinflacionário ocorra de maneira sustentada sem que presenciemos algum efeito na cadeia de eventos: desaceleração da atividade, crescimento do PIB abaixo do potencial, aumento do desemprego e queda dos salários.

O risco de um ciclo antecipado é que o atual processo desinflacionário seja temporário e que os fundamentos econômicos que continuam fortes sejam revitalizados por uma eventual queda dos juros e passem a ser um forte limitador da queda ou até mesmo um acelerador da inflação, especialmente caso tenhamos qualquer mudança no benigno cenário externo.

A sociedade geralmente avalia um banqueiro central de maneira retroativa, raramente lembrando-se das motivações contextuais que direcionaram suas decisões passadas. A principal métrica de avaliação é se conseguiram manter a inflação próxima da meta estabelecida e evitaram o crescimento da inércia inflacionária. As trajetórias de Arthur Burns nos

EUA e de Alexandre Tombini no Brasil são lembradas como exemplos de líderes do banco central que, ao tentarem excessivamente amenizar os custos para controlar a inflação, geraram custos sociais ainda maiores ao não cumprir suas metas.

Em contraste, a gestão do ex-presidente Ilan Goldfajn, apesar de ter sido bastante criticada na época por sua demora em iniciar o ciclo de cortes - houve um intervalo de 15 meses entre o fim do ciclo de alta e o primeiro corte em um cenário de alto desemprego - foi posteriormente celebrada. Ele terminou seu mandato com elogios por ter mantido sob controle as expectativas e por ter conseguido reduzir a Selic ao seu nível mais baixo até então.

Infelizmente, a única maneira de avaliar a gestão de risco de um banco central é através do tempo e do monitoramento das consequências de suas decisões. A atual administração tem sido criticada por ter sido excessivamente dovish durante o ciclo de baixa. Parece arriscado que o mesmo erro seja cometido duas vezes na mesma direção: antecipar o ciclo de relaxamento com base na queda da inflação atual sem verificar as variáveis fundamentais que indiquem a sustentabilidade do processo.

A nosso ver, para um banco central cujo principal objetivo é a meta de inflação e a consequente prevenção da inércia inflacionária, isso representaria um risco assimetricamente negativo.

Ainda assim, não necessariamente, o BCB estaria equivocado ao antecipar um ciclo de afrouxamento monetário em um momento de aceleração do crescimento da massa salarial real, surpresas positivas recorrentes no nível de atividade, incertezas sobre o nível de juros neutro e inflação de longo prazo desancorada. No entanto, de forma geral, parece sensato evitar a crença de que “dessa vez é diferente” e adiar o início dos cortes de juros por mais tempo, com o objetivo de coletar mais informações e dissipar incertezas em torno deste início de ciclo.

Isso é particularmente importante para mitigar a percepção da sociedade de que o BC possa tomar decisões por pressão política, o que poderia colocar em risco a sua credibilidade e conseqüentemente levar a uma alteração na meta implícita de inflação percebida pelo mercado. Em tempos de importantes sinais antagônicos e largas caudas de risco presentes, acreditamos que paciência, consistência e parcimônia são conceitos úteis a serem considerados pelos policy makers.

GRÁFICO 1:

Tabela contida na apresentação do Presidente Roberto Campos Neto no dia 5/6/23. Indicadores econômicos sugerem menor flexibilidade para corte de juros em comparação com outros momentos em que ciclos de redução de juros foram iniciados.

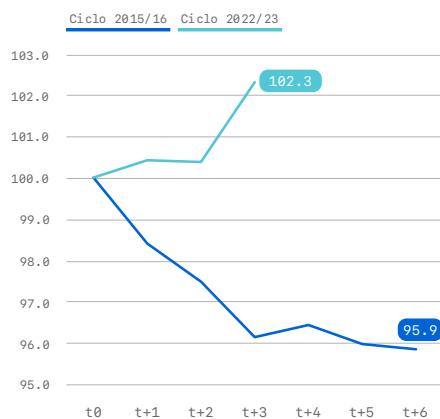
%				
Desvios em relação à meta. (em p.p.)	JAN/09	AGO/11	OUT/16	ATUAL
Implícitas 1 ano à frente	-0,5	1,6	1,4	0,6
Implícitas 2 anos à frente	-0,4	1,5	0,8	1,5
Implícitas 5 anos à frente	0,1	1,3	0,7	2,3
Implícitas 10 anos à frente	0,5	1,4	0,9	2,6
Focus 12 meses à frente	0,3	0,9	0,5	1,4
Focus 1 ano à frente	0,0	0,7	0,5	1,0
Focus 2 anos à frente	0,0	0,0	0,0	0,9
Núcleos MM3M SAAR	-1,0	2,2	0,7	2,3
Serviços subjacente MM3M SAAR	2,6	4,7	1,7	2,9
Indicadores Selecionados	JAN/09	AGO/11	OUT/16	ATUAL
PIB mesmo ano	-0,1%	4,0%	-3,3%	1,8%
PIB 1 ano à frente	7,5%	1,9%	1,3%	1,3%
Desemprego	8,0%	7,3%	12,3%	8,2%
Caged MM3M	-69.072	124.549	-103.183	182.865
Caged acumulado 12 meses	1.207.536	1.778.675	-1.519.087	1.894.784
Crédito direcionado (% do total)	32,9%	38,8%	50,2%	40,9%
Crescimento do crédito 12 meses	29,6%	19,2%	-1,9%	11,1%

Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 2:

Durante os 16 meses em que a Selic ficou estável antes do ciclo de corte do Ilan, o PIB decresceu 4% e abriu um grande hiato na economia.

Index, PIB, Trimestre do fim do ciclo de alta = 100

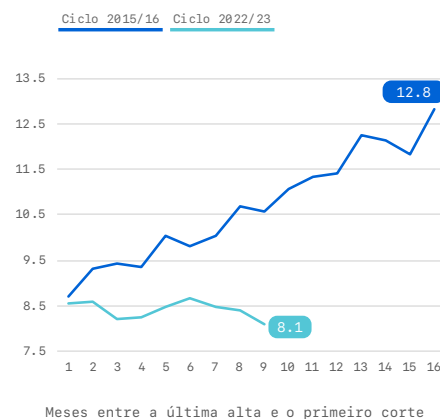


Fonte: IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 3:

A taxa de desemprego subiu mais de 4 p.p. e se encontrava muito acima da Nairu. O mercado de trabalho não exercia pressão inflacionária.

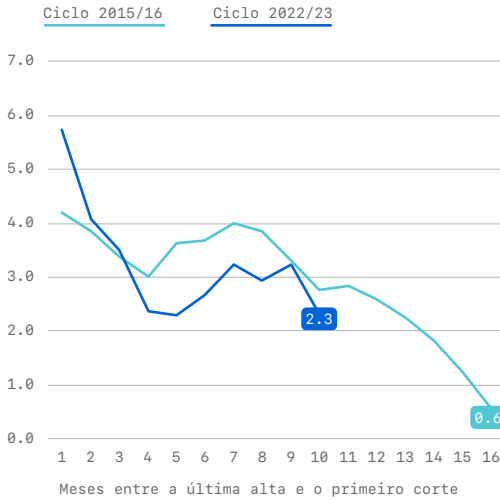
%, Taxa de desemprego, mensalizada e dessazonalizada



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 4:
Ciclo de cortes só se iniciou quando a inflação subjacente demonstrava clara tendência em direção a meta...

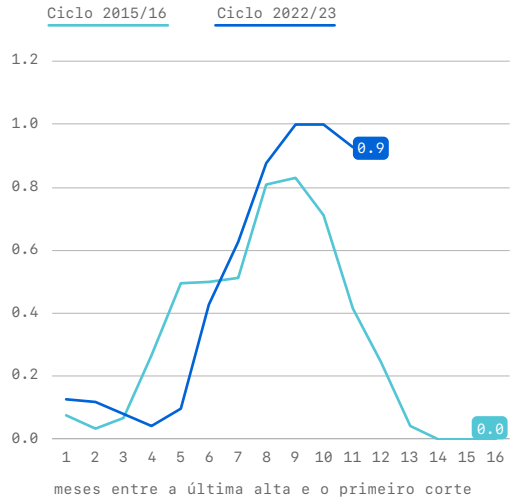
%, inflação Média dos Núcleos (3MMA, AS, diferença em relação a meta)



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 5:
... e expectativas de inflação em horizontes médios estavam ancoradas.

%, expectativa de inflação 2 anos à frente (diferença em relação a meta)



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

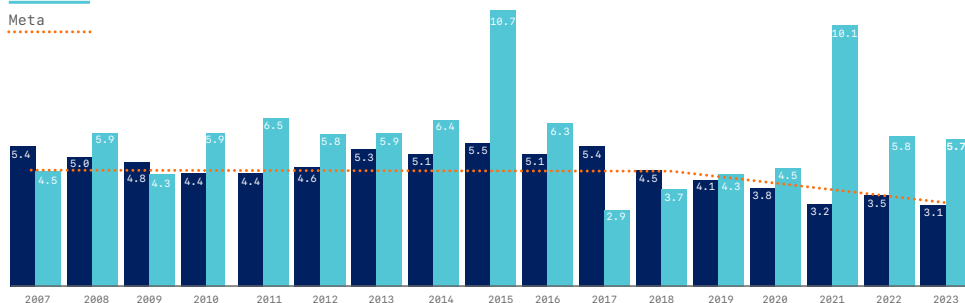
GRÁFICO 6:
Modelos do Banco Central subestimaram a inflação IPCA no médio prazo em quase todos os anos.

%, inflação IPCA observada vs. projetada no RTI de março do ano anterior

Projeção feita no RTI de Março do ano anterior

Observado

Meta



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

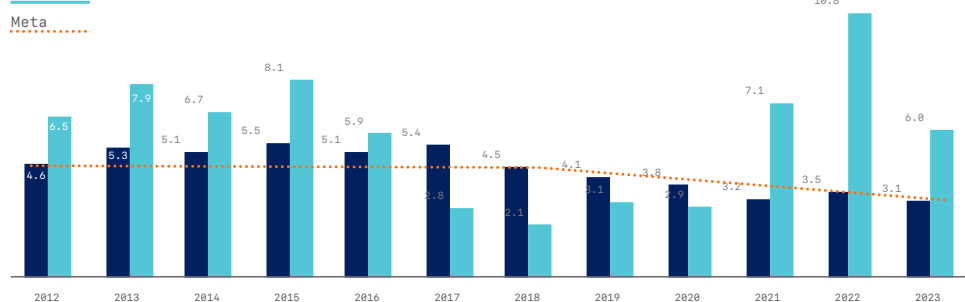
GRÁFICO 7:
O mesmo é válido quando consideramos os núcleos de inflação IPCA.

%, núcleo EX3 vs. projetado no RTI de março do ano anterior

Projeção feita no RTI de Março do ano anterior

IPCA-EX3

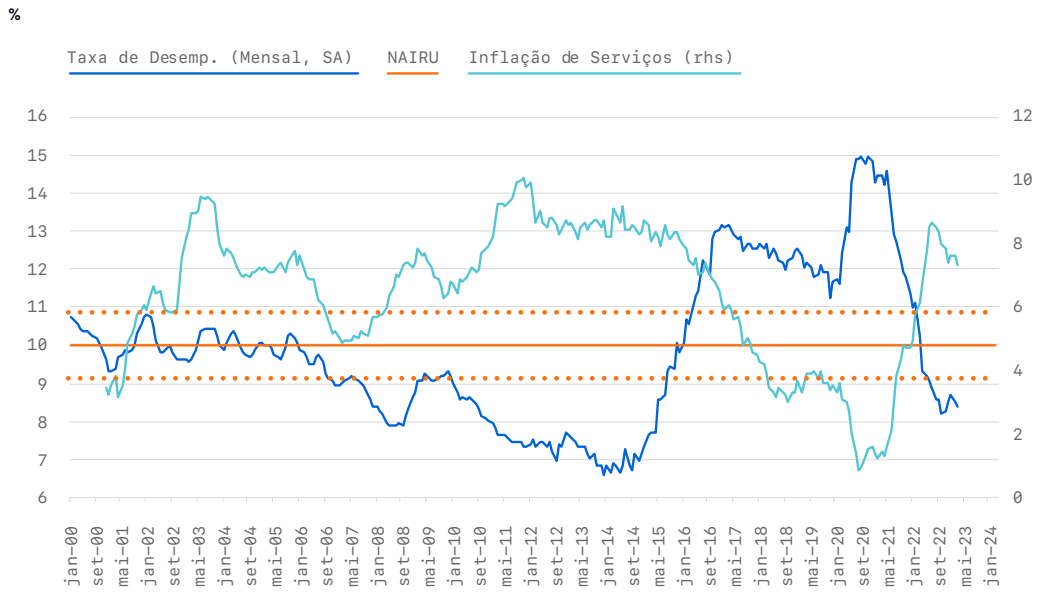
Meta



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

Curva de Phillips

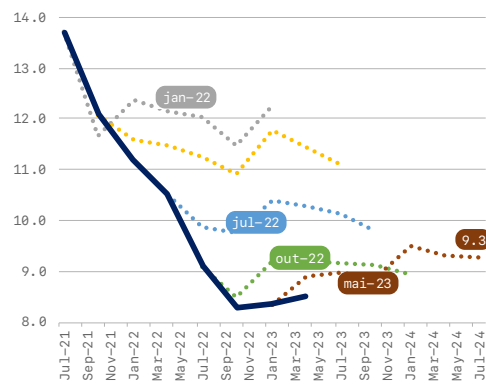
GRÁFICO 8:
Uma taxa de desemprego bem abaixo da Nairu e inflação de serviços muito alta não prescrevem redução do aperto monetário.



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 9:
O mercado superestimou a taxa de desemprego na maior parte deste ciclo econômico.

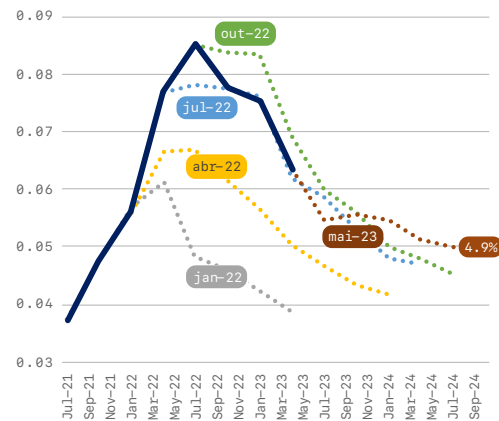
Taxa de Desemprego: Realizado vs Projetado Focus
 (% , 3MMA, NSA)



Fonte: IBGE, BCB, Mar Asset Management

GRÁFICO 10:
Depois de sequenciais surpresas altistas da inflação de serviços, recentemente o grupo mostrou dinâmica mais benigna. Sustentável?

Inflação de serviços: realizado vs. projetado Focus
 (% , acumulada em 12 meses)

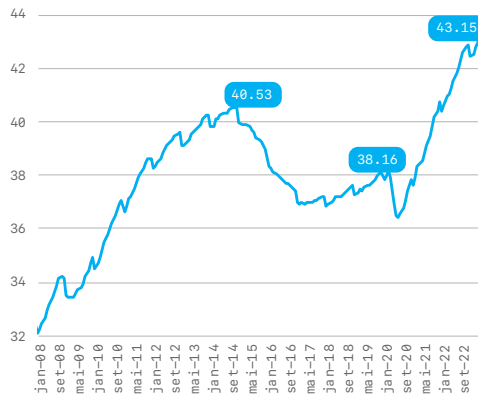


Fonte: IBGE, BCB, Mar Asset Management

Atividade Econômica

GRÁFICO 11:
A população empregada voltou a aumentar nos últimos meses a despeito da política monetária ainda apertada. Até onde irá esse movimento?

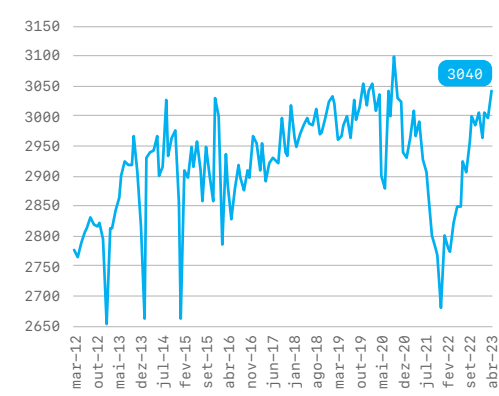
Total de pessoas com emprego com carteira assinada no CAGED (milhares)



Fonte: Ministério do Trabalho, Mar Asset Management

GRÁFICO 12:
Redução da inflação e mercado de trabalho apertado levaram a uma recuperação total do valor dos salários reais.

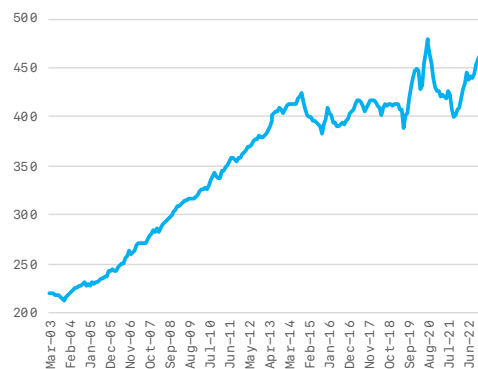
R\$ de Mar-23, rendimento real médio efetivo, mensalizado e AS



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 13:
A recuperação do mercado de trabalho e o aumento das transferências governamentais levaram a um forte aumento da Renda Nacional das Famílias, o que tende a sustentar o consumo ao longo de 2023.

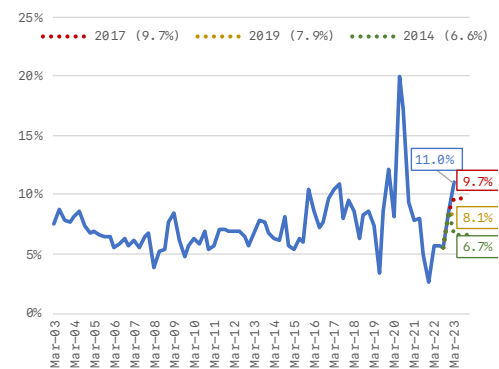
Renda Nacional das Famílias (RNDB), R\$ de mar-23, ajustado sazonalmente



Fonte: BCB, Mar Asset Management

GRÁFICO 14:
Esse forte aumento da renda ainda não foi totalmente traduzido em mais consumo – nossa proxy para taxa de poupança sugere que ela está no maior nível dos últimos 20 anos ex-pandemia.

Taxa de poupança das famílias, % da RNDB



Fonte: BCB, IBGE, Mar Asset Management

Empresas

GRÁFICO 15:

Não há contração das receitas de empresas listadas em bolsa, corroborando o cenário de atividade forte

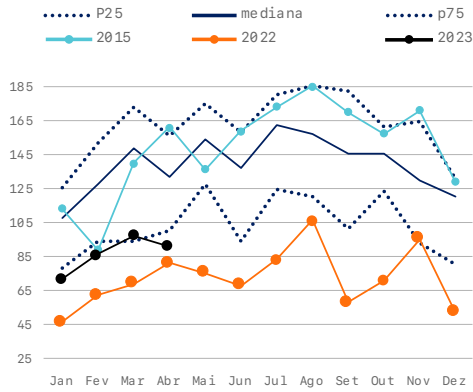
Indicadores de Vendas: 1Q22 vs 1Q23	R\$ mm	R\$ mm	Nominal	R\$ mm
	1Q22	1Q23	ΔYoY	LTM
Total da Amostra	157,372	183,594	16.7%	745,762
Supermercados	42,596	47,421	11.3%	194,653
Carrefour Receita Bruta - ex Grupo BIG (Reportado)	20,755	22,426	8.1%	96,507
Assaí Receita Bruta - ex Extra (Ajuste MAR)	12,498	13,567	8.6%	53,080
Grupo Mateus Receita Bruta (SSS para limpar conversões BIG)	5,172	6,592	11.3%	25,949
Grupo Pão de Açúcar Receita Bruta - ex Extra Hiper (Reportado)	4,171	4,836	15.9%	19,117
Ecommerce	59,256	69,927	18.0%	280,447
Mercado Livre GMV - Brasil	20,702	26,499	28.0%	105,847
VTEX GMV - Total (YoY FXN)	13,757	16,929	20.6%	68,360
Magazine Luiza GMV - Total	14,124	15,548	10.1%	61,585
Via Varejo GMV - Total	10,673	10,951	2.6%	44,656
Retail	22,871	26,180	14.5%	114,258
Ambev Receita Líquida - Brasil	9,598	11,047	15.1%	44,084
Renner Receita Bruta - Venda de Mercadorias	3,070	3,164	3.1%	16,054
Natura & Co Receita Bruta - Brasil (Estimativa MAR)	2,152	2,688	24.9%	12,500
Guararapes Receita Bruta - Mercadorias	1,594	1,655	3.8%	8,173
Grupo SBF Receita Bruta - Total	1,633	1,850	13.3%	8,073
Grupo Soma Receita Bruta - Total	1,174	1,393	18.7%	5,869
Arezzo & Co Receita Bruta - Mercado Interno	917	1,169	27.4%	4,932
Petz Receita Bruta - Total	747	913	22.3%	3,533
Alpargatas Receita Líquida - Havaianas Brasil	566	575	1.6%	2,922
Vivara Receita Bruta - Total	509	609	19.8%	2,839
Vulcabras Receita Bruta - Mercado Interno	482	621	28.9%	2,834
Grendene Receita Bruta - Mercado Interno	430	495	15.2%	2,445
Farma	11,763	13,841	17.7%	54,878
Raia Drogasil Receita Bruta - Total	6,972	8,479	21.6%	32,457
Pague Menos Receita Bruta - ex Extra Farma	2,112	2,316	9.7%	9,116
Hypera Receita Bruta - Total	1,709	1,940	13.5%	8,889
Panvel Receita Bruta - Total	969	1,106	14.1%	4,416
Shoppings (*)	12,280	14,283	16.3%	56,784
Multiplan Vendas Totais das Lojas	3,975	4,611	16.0%	20,652
Aliansce Vendas Totais das Lojas - Pro Forma	4,964	5,768	16.2%	18,604
Iguatemi Vendas Totais das Lojas	3,341	3,904	16.8%	17,527
Linhas Aéreas	5,855	8,706	48.7%	31,600
Azul Receita Líquida - Transporte de Passageiros	2,843	4,170	46.7%	15,922
GOL Receita Líquida - Transporte de Passageiros	3,012	4,537	50.6%	15,678
Restaurantes	2,752	3,237	17.6%	13,142
Arcos Dorados Receita Líquida - Brasil (YoY CC)	1,581	1,918	19.2%	7,678
ZAMP Receita Bruta - Vendas	867	963	11.1%	4,042
IMC Receita Líquida - Brasil	304	356	17.0%	1,423

(*) existe um overlap com a receita de Retail

Fonte: Mar Asset Management

GRÁFICO 16:
Apesar de mostrarem aumento em relação ao ano passado, o número de recuperações judiciais permanece bastante baixo comparado ao histórico.

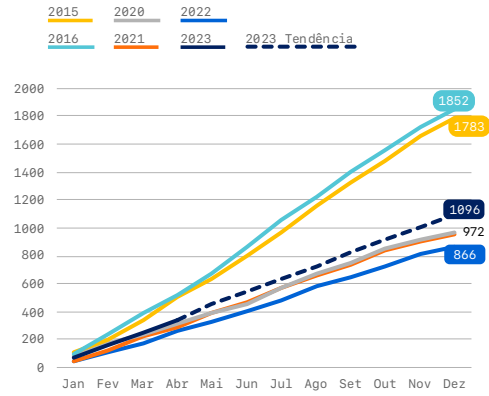
de requerimento de RJs por mês – dados entre 2009 e 2023.



Fonte: Serasa, Mar Asset Management

GRÁFICO 17:
O total de RJs até o momento está muito abaixo do visto em períodos de recessão e muito mais próximo ao visto nos últimos anos.

de requerimento de RJs acumulado no ano até o mês

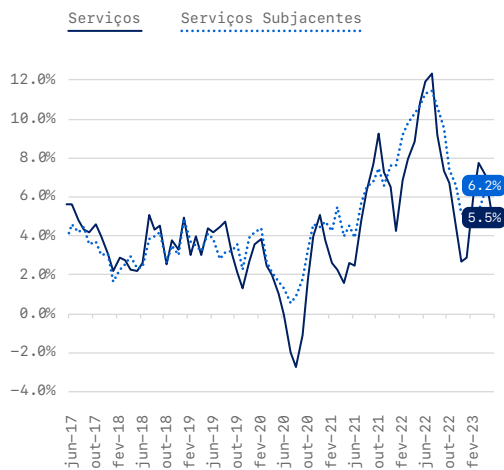


Fonte: Serasa, Mar Asset Management

Inflação

GRÁFICO 18:
Após diminuir por vários meses consecutivos, a inflação de serviços voltou a aumentar no início de 2023. Dado o seu peso e grau de inércia, o nível atual é incompatível com um IPCA, sustentavelmente, na meta.

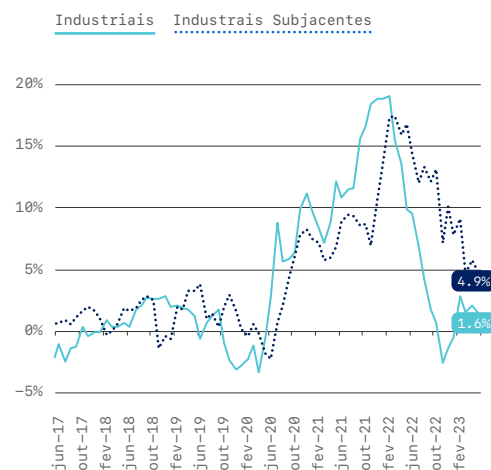
%, MM de 3 meses, ajustado sazonalmente e anualizado



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

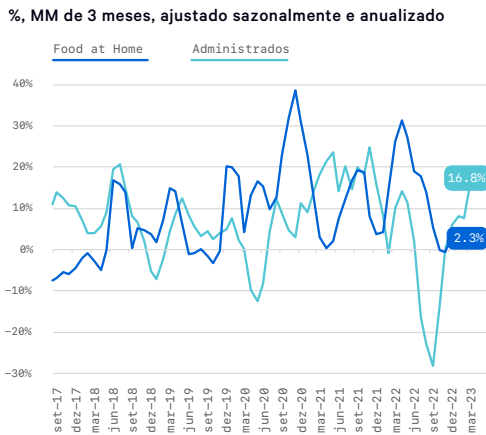
GRÁFICO 19:
O bom comportamento do câmbio e a normalização das cadeias globais fizeram com que a inflação de bens retornasse para níveis muito baixos.

%, MM de 3 meses, ajustado sazonalmente e anualizado



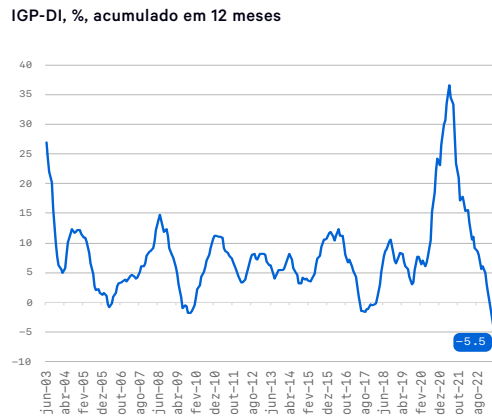
Fonte: IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 20:
A inflação de alimentos tem sido um grande contribuidor para a desaceleração do IPCA nos últimos meses, em parte, pela safra bastante generosa.



Fonte: Receita Federal, Mar Asset Management

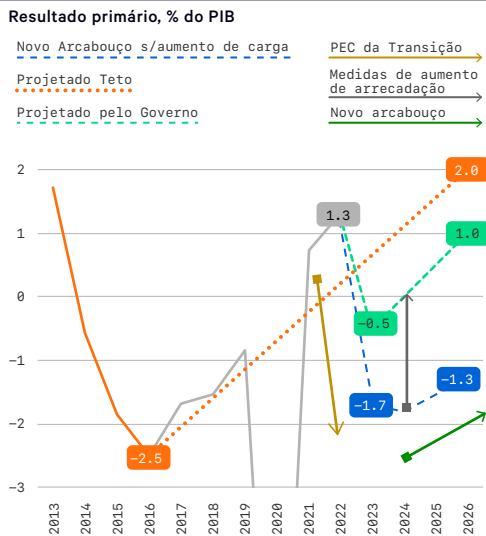
GRÁFICO 21:
A inflação ao produtor continua surpreendendo e mostrando forte contração. Essa dinâmica dos IGPs é um risco baixista para a inflação IPCA no curto prazo.



Fonte: FGV, Mar Asset Management

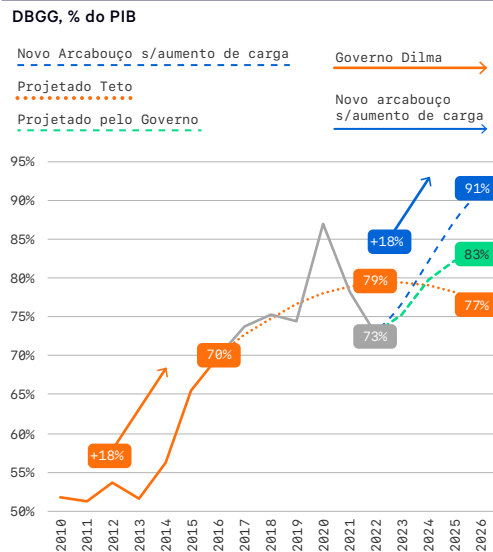
Fiscal

GRÁFICO 22:
O Novo Arcabouço não é suficiente para reverter o impacto negativo da PEC da Transição. Um primário positivo depende de aumento da receita.



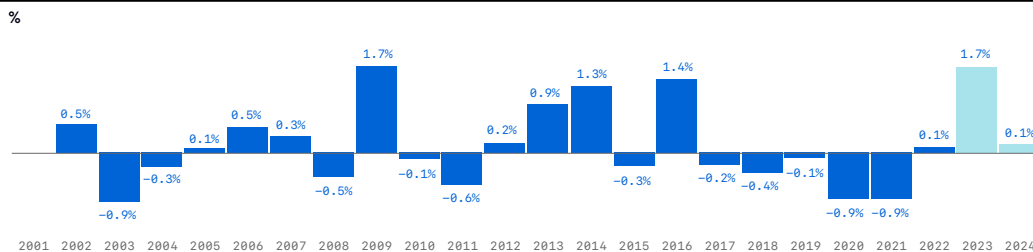
Fonte: BCB, Mar Asset Management

GRÁFICO 23:
O Novo Arcabouço levará, por si, a um aumento da DBGG em 18pp do PIB – o mesmo do governo Dilma – se não for compensado por aumento de receitas.



Fonte: BCB, Mar Asset Management

GRÁFICO 24:
O impulso fiscal estrutural em 2023 será o maior desde 2009 e não deve ser totalmente contrabalanceado pelo aperto monetário.



Fonte: BCB, Mar Asset Management

"Em mar de ondas grandes,
não se rema na primeira da série".

mar asset
management

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

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

andar, leblon • 22440 034

marasset.com.br