



OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM:
Cortes de juros à perder de vista?

ESTUDO ESPECIAL
AGOSTO 2023

Kínitro
CAPITAL



OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: Cortes de juros à perder de vista?

Nos últimos meses, assistimos à evolução das discussões sobre o novo ciclo de cortes de juros no Brasil migrando de “se” para “quando” e, mais recentemente, de “quando” para “quanto”.

Havia uma grande ansiedade do mercado e pressão do governo para os tão sonhados cortes de juros, já que no último ciclo de elevação, o Banco Central (BC) realizou a maior sequência de altas desde que o país passou a adotar o sistema de metas para a inflação em 1999.

Fato é que o BC já iniciou o ciclo de cortes de juros na sua reunião de agosto com um movimento de 50 bps e com um placar que mostrou a divisão dos membros do comitê, gerando discussões acerca dos possíveis caminhos para a política monetária doméstica.

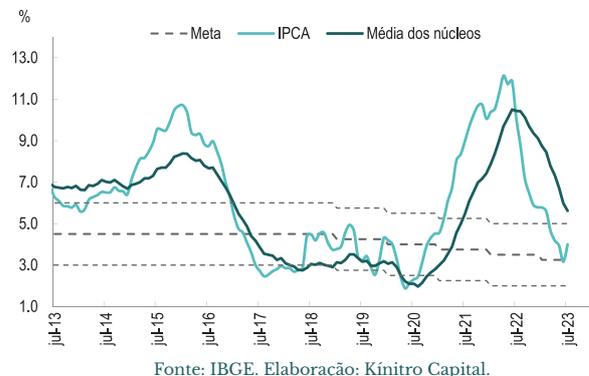
A despeito dos diferentes estágios do ciclo de política monetária de cada economia, os principais bancos centrais do mundo estão começando a “tatear” o pico dos juros. Isso nos aproxima de importantes mudanças na condução da política monetária em nível global. E o Brasil está bem-posicionado, se destacando como um país que se moveu rápido no ciclo de elevação e agora aparece como um dos que devem liderar o processo de afrouxamento monetário.

O objetivo dessa carta é analisar em detalhes os condicionantes desse novo ciclo de redução dos juros no Brasil, buscando trazer mais elementos acerca do *timing*, ritmo e tamanho do ciclo, numa tentativa de olhar além da miragem dos juros baixos e entender os diferentes caminhos para a política monetária doméstica nos próximos trimestres. Para isso, analisamos os elementos da conjuntura atual, parâmetros históricos, teóricos e as projeções das principais variáveis macroeconômicas.

FUNDAMENTOS DA INFLAÇÃO

Nos últimos meses, finalmente os ventos começaram a soprar a favor da inflação brasileira, após longo período de sucessivos choques. Depois de atingir o pico de 12,1% em abril de 2022, o IPCA vem recuando de forma acentuada, atingindo um piso de 3,2% em junho de 2023.

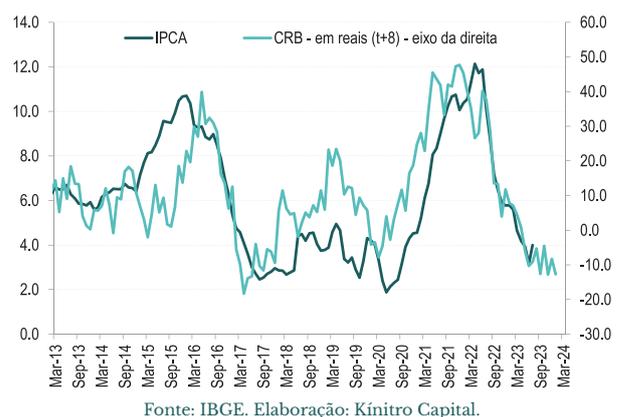
IPCA observado x Média dos núcleos x Meta de inflação (% acumulado em 12 meses)



Esse movimento de arrefecimento se deveu a uma série de fatores, com destaque para o recuo nos preços das *commodities*, apreciação da taxa de câmbio e normalização das cadeias produtivas, que geraram efeitos positivos nos preços administrados, nos alimentos e nos bens industriais.

No gráfico a seguir, fica clara a relação entre o CRB (índice de preços de *commodities*), calculado em reais, e o IPCA. Historicamente, observamos que o CRB antecipa o movimento do IPCA em torno de 6 a 8 meses.

IPCA x CRB em reais (% acumulado em 12 meses)



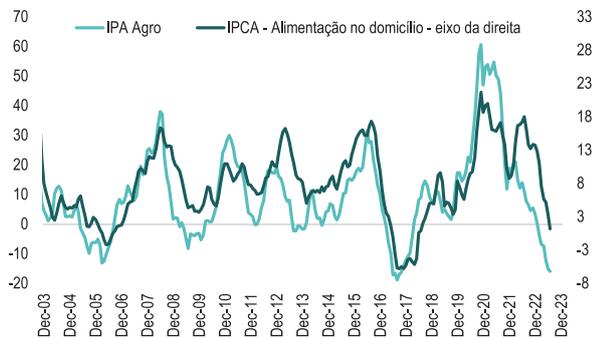
Essa transmissão veio se confirmando através do comportamento dos preços no atacado, cuja deflação se intensificou a partir dos meses de maio e junho.

Olhando para os preços dos alimentos, verificamos que a perspectiva segue positiva no curto prazo, expressa na relação entre o IPA agropecuário e os preços dos alimentos no domicílio no IPCA¹.

¹ Seguimos atentos à intensidade do El Niño esse ano, evento que pode alterar de forma significativa os padrões de chuva, piorando a produtividade das safras e, conseqüentemente, o cenário para os preços dos alimentos.

OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: Cortes de juros à perder de vista?

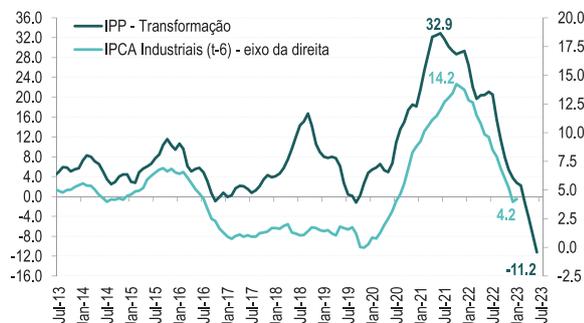
IPCA Alimentação no domicílio x IPA Agro
(% acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE, FGV. Elaboração: Kínitro Capital.

Em relação aos preços dos bens industriais, seu movimento se deveu em grande parte à normalização das cadeias produtivas globais e à apreciação do câmbio. Pela relação histórica dos preços no atacado da indústria de transformação (IPP) e o IPCA de bens industriais, há espaço para novas surpresas positivas no curto prazo.

IPP - Transformação x IPCA Bens industriais
(% acumulado em 12 meses)

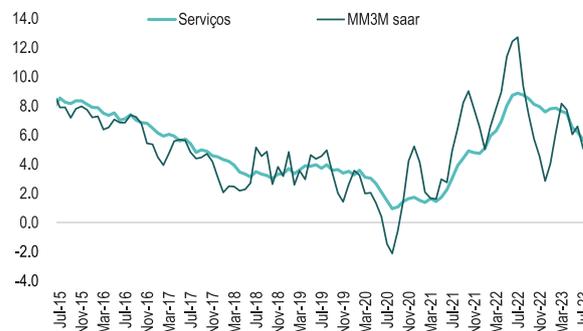


Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Por outro lado, a atividade econômica resiliente e, mais especificamente, o mercado de trabalho robusto seguem dando um suporte aos preços de serviços, que tendem a ser mais resilientes e ter um processo de desinflação mais lento.

Após atingirem um pico de aproximadamente 9,0% em meados de 2022, os serviços vêm arrefecendo gradualmente para um patamar entre 5,0% e 6,0%.

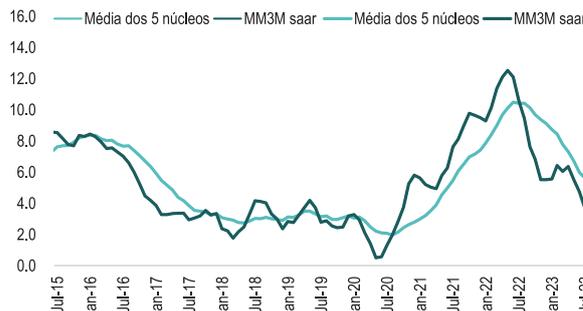
IPCA Serviços - YoY



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Isso também se reflete em núcleos de inflação cedendo. A média dos núcleos do IPCA saiu de 10,5% em junho de 2022 e buscou patamares abaixo dos 6,0% em julho de 2023.

Média dos Núcleos acompanhados pelo BC
(Ex-0, Ex-3, DP, MS, P55) - YoY



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Em resumo, nossa leitura é que o cenário para a inflação no curto prazo segue construtivo, com espaço residual para surpresas positivas, mesmo que o melhor momento do processo desinflacionário tenha ficado para trás.

No entanto, a dinâmica corrente mais benigna da inflação segue ligada aos alimentos e bens industriais, com os componentes mais sensíveis ao ciclo e de maior inércia (serviços e núcleos) se mantendo acima das metas.

Nossas projeções para o IPCA indicam alta de 4,7% e 3,7% para 2023 e 2024, respectivamente. São números abaixo do consenso apontado no Focus, mas acima da projeção do BC para 2024.

IPCA	2023	2024
administrados	10.3	4.0
livres	2.8	3.6
alimentos	-1.3	4.0
serviços	5.4	4.4
industriais	1.5	2.3

OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: *Cortes de juros à perder de vista?*

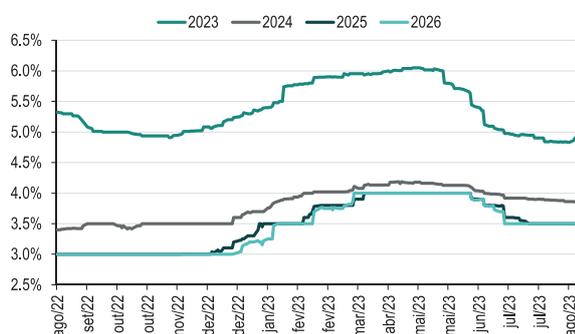
OS CAMINHOS DA POLÍTICA MONETÁRIA

Na seção anterior, discutimos brevemente a conjuntura atual da inflação. Ela mostra que o processo de desinflação em curso, aliado às projeções do BC, ratificaram o início do ciclo de cortes de juros na reunião do Copom de agosto.

Somado a isso, tivemos uma conjunção de fatores corroborando o corte de juros, como: (i) a confirmação da meta de 3,0% para 2026 e a adoção do sistema contínuo de verificação; (ii) a elevação da perspectiva do *rating* soberano pela S&P e a posterior elevação efetiva pela Fitch; e (iii) as aprovações do novo arcabouço fiscal e da proposta da reforma tributária na Câmara dos Deputados.

A confirmação da meta fez com que as expectativas inflacionárias para horizontes mais longos finalmente começassem a convergir, mesmo que parcialmente.

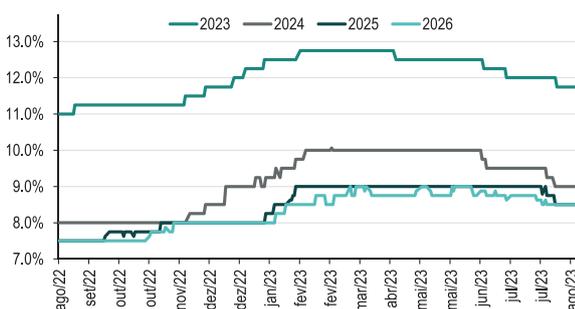
Focus - Projeção IPCA



Fonte: BCB. Elaboração: Kínitro Capital.

Nesse ambiente, também observamos importantes ajustes nas projeções de Selic. O consenso dos economistas migrou para uma Selic de 11,75% ao final desse ano, de 9,00% em 2024 e de 8,50% em 2025 e 2026.

Focus - Projeção Selic



Fonte: BCB. Elaboração: Kínitro Capital.

O que esperar para os próximos meses? Provavelmente essas perspectivas dos economistas e do mercado serão alteradas, mas para qual direção? Isto é, quais elementos podem levar a uma redução maior (menor) e/ou mais rápida (devagar) da Selic? Para responder a esses questionamentos, vamos analisar inicialmente duas variáveis não observáveis da economia: o hiato do produto e os juros neutros, para, então, discutirmos a função de reação do BC e concluirmos com um pouco de história.

PIB POTENCIAL E HIATO DO PRODUTO

A definição mais usual é que o PIB potencial é aquele que corresponde ao nível de produto que pode ser obtido com a plena utilização dos recursos produtivos disponíveis na economia, sem que isso gere pressões inflacionárias.

A partir da estimação do PIB potencial, pode-se obter o valor do hiato do produto, que é definido como a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial. O hiato do produto é, portanto, a distância entre a produção observada e a que seria obtida caso a economia utilizasse plenamente os seus recursos disponíveis.

Dito isso, a mensuração adequada do hiato é fundamental para que o BC antecipe potenciais pressões inflacionárias e, portanto, avalie corretamente o impacto de variações da taxa de juros sobre a inflação, já que mede o quanto a economia está produzindo além da sua capacidade normal ou potencial.

Mesmo considerando diferentes modelos para estimar o produto potencial², há praticamente um consenso de que o crescimento potencial do país hoje é mais baixo do que o estimado na década passada e que, mesmo antes da pandemia, o PIB potencial do Brasil já havia se estabilizado ao redor dos 1,5%-2,0% ao ano.

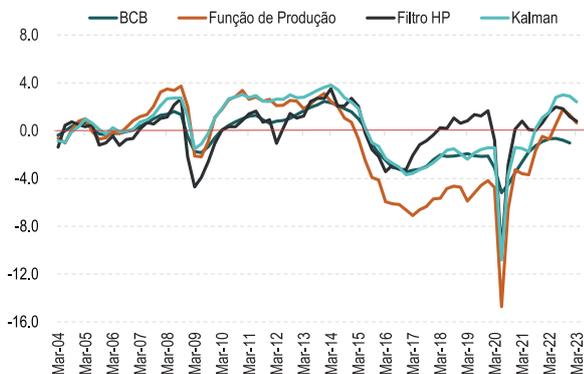
A partir das diferentes medidas de hiato do produto, percebemos um descolamento nas estimativas de ociosidade da economia. O hiato do produto estimado pelo BC é o que vem revelando uma economia com maior ociosidade, enquanto as demais mostram um quadro de

² Dentre os métodos tradicionais de estimação do PIB potencial, destacamos os filtros estatísticos uni e multivariados, os modelos de funções de produção e os descritos na forma de estado-espaco com estimação pelo filtro de Kalman.

OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: *Cortes de juros à perder de vista?*

plena utilização ou mesmo sobreutilização dos fatores de produção³.

Hiato do Produto – Diferentes Métricas



Fonte: IBGE / BCB. Elaboração: Kínitro Capital.

Em razão da surpresa positiva do 1T23, as projeções de crescimento do PIB de 2023 foram revisadas para cima. A expectativa do BC passou de 1,2% para 2,0%, mas segue inferior ao consenso dos economistas no Relatório Focus, que estimam alta de 2,3% e a nossa projeção na Kínitro, de 2,6%.

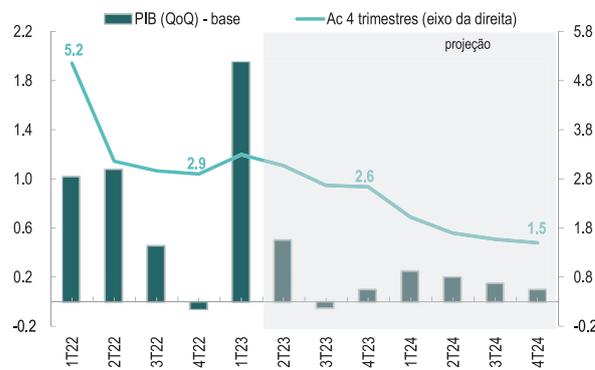
Focus - Projeção PIB



Fonte: BCB. Elaboração: Kínitro Capital.

Não obstante, o cenário consensual é que haverá uma desaceleração significativa da atividade econômica ao longo do segundo semestre. Seguimos com uma visão mais construtiva, com a atividade desacelerando gradualmente, ficando pelo menos ao redor de seu nível potencial em 2024. Também não acreditamos em uma postura passiva do governo caso a atividade apresente sinais de desaceleração mais intensa.

Crescimento do PIB (em %)



Fonte: IBGE / Projeções Kínitro. Elaboração: Kínitro Capital.

Observando o desempenho da economia global esse ano, verificamos dois polos heterogêneos: (i) a resiliência do crescimento nos EUA; e (ii) a fraqueza da economia da China.

Nos EUA, existem sinais de enfraquecimento do PIB em alguns setores, mas o de serviços, que representa mais de 70% do PIB, segue em dinâmica positiva, impulsionado pelo forte mercado de trabalho. Dessa forma, acreditamos que o país seguirá crescendo de forma saudável ao longo dos próximos trimestres, pois o consumo será impulsionado pelo excesso de poupança, força do mercado de trabalho, aumento da riqueza e confiança das famílias.

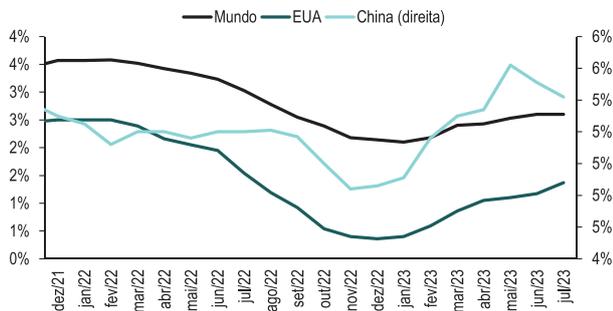
O recente repique nas taxas de juros dos títulos longos nos EUA dá suporte à nossa visão de que a taxa básica de juros americana será mantida em nível restritivo por mais tempo que o estimado atualmente pelo consenso.

A China, por sua vez, vem confirmando o baixo ritmo de crescimento, com os últimos dados mostrando enfraquecimento adicional da economia. A reunião do Politburo no último mês sinalizou que mudanças importantes podem acontecer, mas ainda não está claro quais medidas de fato serão implementadas para impulsionar a demanda doméstica.

³ O hiato do produto estimado pelo Banco Central, que vinha em trajetória de fechamento, iniciou movimento de abertura no 2S22, sendo estimado em -1,0% e -1,2% no 1T23 e 2T23, respectivamente.

OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: Cortes de juros à perder de vista?

Evolução das expectativas para o PIB 2023



Fonte: Bloomberg, Elaboração: Kínitro Capital

Nesse sentido, o desempenho da atividade econômica nos próximos trimestres será o “fiel da balança” para se discutir o início do processo de afrouxamento monetário nas principais economias, assim como a intensificação do ritmo de cortes de juros e a taxa terminal no Brasil.

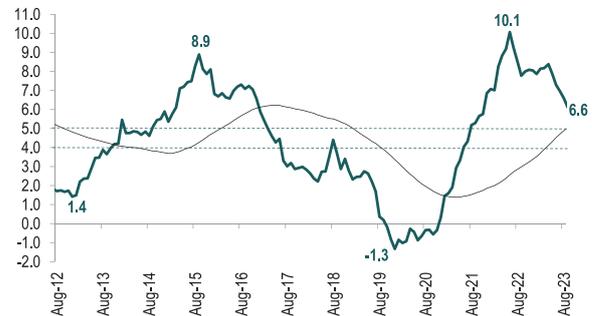
TAXA DE JUROS NEUTRA

A taxa de juros neutra da economia⁴ é comumente definida como a taxa consistente com inflação na meta e crescimento do produto igual ao potencial. Com base nesse conceito, toda vez que a taxa de juros real efetiva está acima da neutra, a política monetária é contracionista e, quando está abaixo, é expansionista. Trata-se, portanto, de uma variável fundamental na formulação da política monetária.

Como também é uma variável não observável e com elevado grau de incerteza na sua estimação, é de se esperar a obtenção de diferentes estimativas, em função do modelo empregado, da técnica adotada e da amostra utilizada.

Na Kínitro, trabalhamos com métodos diferentes, compondo faixas nas quais a taxa de juros neutra está contida com uma maior probabilidade, as chamadas “faixas de concordância”. Atualmente os modelos apontam para uma taxa neutra de 5,0%, numa faixa que vai de 4,50% a 5,50%⁵.

Juro real ex-ante (% a.a.)



Fonte: BCB/Projeções Kínitro. Elaboração: Kínitro Capital.

Nos questionários Pré-Copom⁶, o BC vem perguntando aos economistas as suas estimativas para a taxa de juros neutra. Na edição de junho, as estimativas ficaram entre 4,5% (5 anos) e 4,8% (curto prazo e 2 anos). E, em seu processo de transparência, também passou a divulgar a sua própria estimativa nos Relatórios de Inflação. Na última edição, em junho, a estimativa de taxa de juros neutra foi elevada de 4,0% para 4,5%.

Por que isso é importante? Porque há um debate entre os economistas se os juros neutros são realmente mais altos no mundo pós-pandemia. E, tomando como base as variações das estimativas oficiais para o juro neutro de diferentes bancos centrais, fica claro que a estimativa para o Brasil foi a que mais se elevou.

Mesmo nos EUA, economia desenvolvida, estável e com os melhores centros acadêmicos, esse tema tem despertado divisões. Estimativas de juro neutro obtidas a partir de dois modelos apresentados por Del Negro, Giannone, Giannoni e Tambalotti (2017)⁷ deixam claro as incertezas desses números. Até meados da década de 2010, metodologias diferentes forneciam resultados muito próximos e, após a pandemia, as estimativas divergiram notavelmente.

4 Nessa carta, estamos tratando os termos taxa neutra, estrutural e natural como sinônimos.

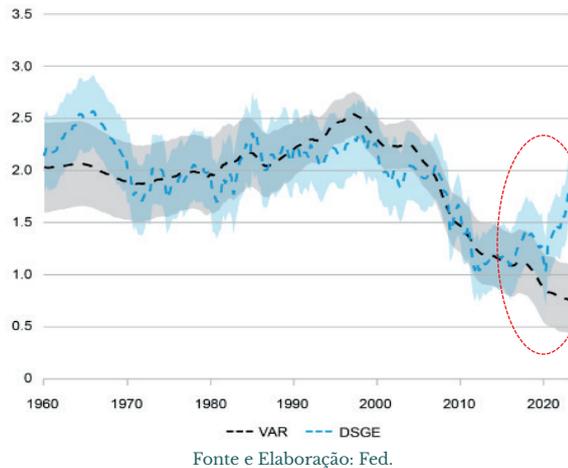
5 Não faz parte do objetivo deste estudo discutir as diferentes metodologias empregadas na estimação da taxa de juros neutra, mas o leitor interessado, pode consultar: Bernhardsen, T. e Gerdrup, K. “The Neutral Real Interest Rate”, Economic Bulletin, Norges Bank, vol. 78: 52-64, 2007.

6 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom>

7 Del Negro, M.; Giannone, D.; Giannoni, M. e Tambalotti, A. (2017). “Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest”. Brookings Papers on Economic Activity, Spring, 235-316.

OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: Cortes de juros à perder de vista?

EUA: Juro Neutro a partir de diferentes modelos (em % anualizado)



Selic Meta x Taxa Neutra Focus



FUNÇÃO DE REAÇÃO DO BANCO CENTRAL

Nesse sentido, chamamos atenção para o risco de se levar a “ferro e fogo” esses números de juro neutro nas análises. Essas estimativas se associam, na maior parte do tempo, aos movimentos cíclicos da taxa básica da economia.

Rungcharoenkitkul e Winkler (2021)⁸ exploraram essa questão propondo um modelo no qual há um aprendizado mútuo da autoridade monetária e dos agentes privados acerca da taxa neutra de juros. Esse aprendizado mútuo foi chamado pelos autores de “sala de espelhos”, numa referência às ilusões criadas pelos reflexos dos espelhos.

Trazendo para a nossa realidade econômica, o que os autores mostram é que esse mecanismo ou o “jogo de espelhos” faz com que haja uma subestimação do ciclo de afrouxamento (aperto) monetário, através da mudança na percepção dos juros neutros dos agentes ao longo do ciclo.

Em outras palavras, os ciclos monetários geralmente se estendem para além do estimado inicialmente e o que está por trás disso é exatamente essa mudança das estimativas de juro neutro ao longo dos ciclos monetários.

Para ilustrar esse ponto para o caso brasileiro, extraímos as estimativas de juro neutro da pesquisa Focus⁹ e a comparamos com a evolução da Selic. Isso indica que ao longo do ciclo de cortes, a estimativa do juro neutro pode se mover para baixo.

De maneira geral, o que vimos até aqui é que o juro neutro nos mostra o quanto pode ir a Selic em condições normais (não expansionistas) e o hiato nos mostra se BC precisará ficar com a política monetária expansionista ou não.

Nesse sentido, a regra de Taylor¹⁰ é a estrutura mais utilizada pelos economistas para representar a função de reação da autoridade monetária.

A regra de Taylor utilizada pela Kínitro acrescenta à regra original a defasagem da taxa de juros (suavização da taxa básica de juros) e uma medida de juro internacional, além de trabalhar com a expectativa de inflação no lugar da inflação realizada, numa perspectiva *forward-looking* da política monetária.

Simulando diferentes hiatos do produto, as primeiras conclusões que chegamos são de que a Selic projetada pelos economistas ao final desse novo ciclo se mostram aderentes com a teoria e, conseqüentemente, aos níveis considerados neutros.

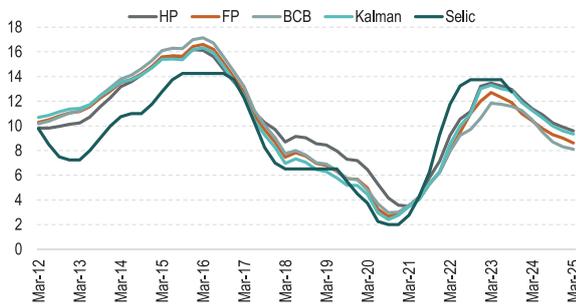
8 Rungcharoenkitkul, P. e Winkler, F. (2021). “The natural rate of interest through a hall of mirrors”. BIS Working Papers n.974.

9 Conforme apresentado no Box: “Proxy da taxa de juros estrutural implícita nas expectativas da pesquisa Focus”, do Relatório de Inflação do BC, de dez/19.

10 Em sua formulação original, Taylor no artigo “Discretion versus policy rules in practice”, propunha uma regra de política monetária bastante simples para o Fed. Resumidamente, a regra estabelece que a política monetária responde a desvios (i) da inflação em relação à sua meta; e (ii) do PIB efetivo em relação ao seu potencial. Quando ambos os desvios são iguais a zero, a taxa de juro estará em seu nível neutro.

OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: *Cortes de juros à perder de vista?*

Selic Meta x Regras de Taylor (em % a.a.)



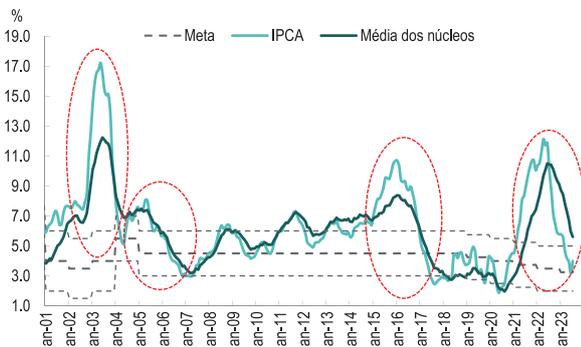
Fonte: IBGE / BCB / Projeções Kínitro. Elaboração: Kínitro Capital.

Portanto, as expectativas atuais parecem justas considerando a teoria econômica, mas a história dos ciclos de cortes de juros no Brasil mostra que a taxa terminal fica abaixo da projetada inicialmente. E isso não é exclusividade dos economistas, também vale para as taxas precificadas no mercado.

PARA ENCERRAR: UM POUCO DE HISTÓRIA

Destacamos três episódios de desinflação mais expressivos desde a adoção do regime de metas de inflação, além do atual: (i) mai/03, com desinflação total de 9,6 p.p. até o final de 2004; (ii) mai/05, com a desaceleração total de 4,9 p.p. até o final de 2006; e (iii) jan/16, com alívio total de 7,8 p.p. até dez/17.

IPCA observado x Média dos núcleos x Meta de inflação (% acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

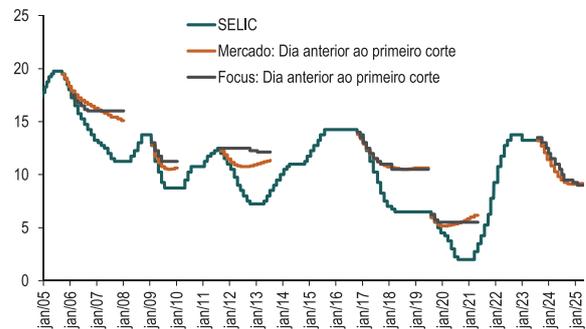
No ciclo atual, a desaceleração esperada do pico (abr/22) até o final desse ano se mostra bastante próxima da média dos eventos anteriores destacados.

Relacionando esses períodos de relevante desinflação com os principais ciclos de cortes de juros no Brasil, verificamos que o movimento total de cortes foi significativo, acima de 500 bps.

Presidente BC	Ciclo	Selic Inicial	Selic Final	Movimento em p.p.
Meirelles	jul/03 - abr/04	26.50	16.00	-10.50
Meirelles	ago/05 - ago/06	19.75	14.25	-5.50
Meirelles	jan/09 - jul/09	13.75	8.75	-5.00
Tombini	ago/11 - out/12	12.50	7.25	-5.25
Ilan	out/16 - mar/18	14.25	6.50	-7.75
Roberto Campos	jul/19 - ago/20	6.50	2.00	-4.50

Quando analisamos esses ciclos de cortes de juros com as expectativas do Focus e o precificado no mercado na véspera do primeiro movimento pelo Copom, a conclusão inicial é que tanto os economistas quanto o mercado projetam um ciclo bastante inferior ao realizado.

Selic (%) x Focus x Expectativa de mercado - dia anterior ao Copom



Fonte: BCB / Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

Isso se deve ao fato de que no início do ciclo os agentes procuram ancorar suas projeções na teoria econômica. Isto é, projetam cenários que remetem aos níveis neutros de juros da época, com o produto caminhando para o seu potencial e a inflação para o centro da meta.

Obviamente, cada ciclo teve uma conjuntura econômica distinta, mas o ritmo mais comum observado é o de 50 bps por reunião, seguido por 25 bps e 75 bps, respectivamente. Além disso, nos ciclos de flexibilização, o BC cortou 75 bps ou mais em alguma das reuniões. A aceleração do ritmo ocorre, em geral, entre a 3ª e a 6ª reuniões subsequentes ao primeiro corte.

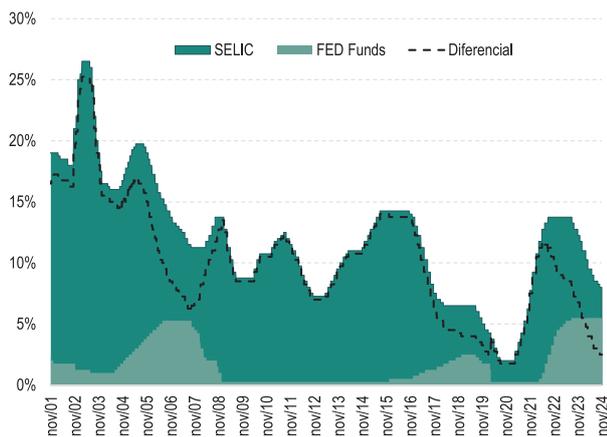
OLHANDO ALÉM DA MIRAGEM: Cortes de juros à perder de vista?

Exceto 2003, nos outros ciclos, os economistas também não previram cortes de 75 bps ou mais por reunião, assim como no atual. No Focus atual, há uma sequência de cortes de 50 bps e 3 de 25 bps no final, levando a Selic para 9,00% no 3T24.

A análise dos ciclos precificados pelo mercado não difere dos economistas no Focus. As exceções ficaram com os ciclos de 2009 e 2011, quando foram precificados cortes mais intensos de juros.

Um último ponto relevante que vale ressaltar é que o diferencial de juros entre o Brasil e os EUA está em patamares baixos historicamente. Isso suscita dúvidas do espaço que o juro doméstico tem para recuar caso as *fed funds rate* continuem nos patamares atuais.

Diferencial de juros: Selic x Fed Funds Rate



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital.

A tabela abaixo resume esse ponto, mostrando que ao final desse ciclo de cortes, podemos ficar com um diferencial de juros superior somente ao observado na pandemia, um evento extraordinário e que levou o país a adotar seu menor patamar de juros na história (2,00%).

Presidente BC	Ciclo	Δ Selic	Δ Fed Funds	Gap Inicial	Gap final
Meirelles	Jul/03 - abr/04	-10,50	-0,25	25,25	15,00
Meirelles	Ago/05 - ago/06	-5,50	2,00	16,50	9,00
Meirelles	jan/09 - jul/09	-5,00	0,00	13,50	8,50
Tombini	ago/11 - out/12	-5,25	0,00	12,25	7,00
Ilan	out/16 - mar/18	-7,75	1,00	13,75	5,00
Roberto Campos	jul/19 - ago/20	-4,50	-2,25	4,00	1,75
Roberto Campos*	ago/23 - out/24	-5,75	0,00	8,25	2,50

*estimado.

Em síntese, o que a história nos contou é que uma perspectiva de desinflação como a atual pressupõe um ciclo de cortes de juros expressivo e maior que o previsto originalmente pelos economistas e pelo mercado, mas que a conjuntura econômica distinta de cada ciclo não pode ser negligenciada.

NOSSA VISÃO

Com tudo isso em mente, nossa visão é que parece haver um espaço para juros menores que os precificados hoje, considerando tanto a teoria econômica, quanto os diferentes elementos da conjuntura econômica atual.

Nosso cenário base pressupõe um ciclo de cortes de juros relativamente intenso, com a Selic alcançando o patamar de 8,0% no 4T24, com aceleração do ritmo de cortes no início do ano que vem (4ª reunião subsequente ao primeiro corte).

Do lado mais *dovish* (para um ciclo maior de cortes) temos: (i) uma visão mais construtiva para o IPCA no curto prazo, ainda que reflexo da perspectiva favorável para os alimentos e os bens industriais; (ii) incertezas sobre o nível do juro neutro e sua relação com o ciclo econômico; e (iii) a história dos últimos ciclos de cortes de juros no país.

Do lado mais *hawkish* (para um ciclo menor de cortes) estão: (i) a resiliência da atividade econômica, que segue suscitando dúvidas nessa segunda etapa do processo de desinflação; (ii) expectativas de inflação de longo prazo desancoradas, exigindo a entrega de uma política fiscal crível; e (iii) o baixo diferencial de juros com os EUA.

Não precisamos dizer que o caminho é árduo e olhar além da miragem dos juros baixos para entender os possíveis caminhos da política monetária é fundamental, já que eles podem ser bastante distintos dos que conseguimos enxergar hoje.

Kínitro

CAPITAL



KINITRO.COM.BR