

## Brasil: Feliz Ciclo Novo

*“A Insatisfação é a principal motivadora do progresso.”*

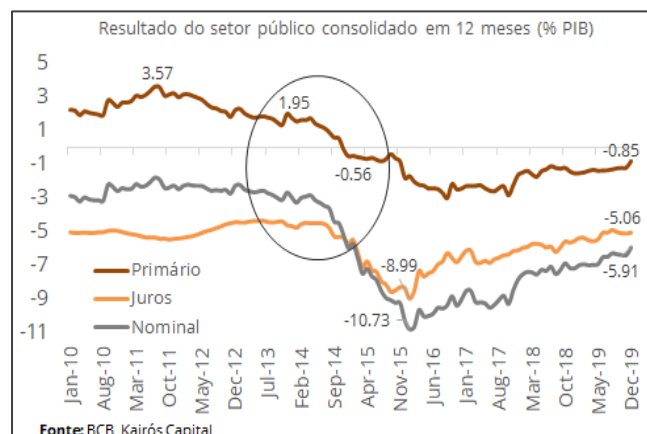
Thomas Alva Edison

Nossa carta de dezembro de 2019 discutiu tendências – econômicas, tecnológicas e comportamentais – que acreditamos influenciarão as relações econômicas e os mercados ao longo da década que se inicia. Também comentamos ali que, a despeito de alguns riscos para um cenário global favorável a mercados emergentes, temos visão bem positiva do Brasil em 2020. Essa carta de janeiro detalhará nossas razões para otimismo com o cenário econômico nacional no futuro próximo.

### Virando o jogo (um breve retrospecto)

Em meados da última década não havia dúvidas para onde o Brasil caminhava: de cara contra o muro!!!

Quando a frenética expansão do gasto público não pôde mais ser compensada por arrecadação crescente – que sufocava a atividade empresarial – assistimos à corrosão do resultado fiscal primário, que na esteira da campanha presidencial de 2014 foi deteriorado em impressionantes 2,5% do PIB, conforme o gráfico abaixo.



Em paralelo, centenas de bilhões de reais foram emprestados pelo Tesouro ao BNDES, um colossal estímulo fiscal off-balance que, em contexto de pleno emprego, contribuiu para elevar a inflação. E frente à inflação crescente, adotou-se a prática deletéria do controle de preços administrados.

Para coroar o quadro desolador fruto das escolhas de política econômica, a demografia e um sistema previdenciário leniente apontavam para uma dinâmica de endividamento que, no médio prazo, desembocaria na insolvência do Estado brasileiro.

Mas, surpreendentemente, aos trancos e barrancos e em meio à maior contração econômica do país em décadas, a sociedade foi aos poucos forçando o sistema político a mudar a direção do leme.

Ainda no final do governo Roussef, corrigiu-se boa parte das distorções de preços administrados e, após o impeachment, na administração Temer, a volta das melhores práticas se acelerou.

O Banco Central – ajudado pela forte abertura do hiato do produto – calibrou corretamente a política monetária e trouxe a inflação para seu nível mais baixo na história do país.

A recuperação do resultado fiscal passou a ocupar o topo da agenda, culminando com a aprovação pelo Congresso de um mecanismo de teto de gastos que, mesmo aquém do ideal, se provou uma ferramenta poderosíssima do ajuste fiscal.

Mas, a despeito das escolhas corretas, o país não logrou nada além da volta a um crescimento pífio. Transformar a tímida retomada em crescimento mais robusto e sustentável necessariamente passaria pela aprovação – mesmo que incompleta – de reformas que o Brasil evitava há tempos:

- **Previdenciária**, para garantir o equilíbrio de longo prazo das contas públicas e tornar mais justo o sistema previdenciário.
- **Trabalhista**, para reduzir a rigidez do mercado de trabalho, diminuindo o custo de produzir no país e facilitando a criação de empregos.
- **Tributária**, para corrigir incentivos que induzem distorções de localização e especialização da produção das empresas, gerando alocação de recursos que reforça a baixa produtividade da economia nacional

Em resumo, reformar para diminuir os entraves aos ganhos de produtividade, tornando mais atraentes as condições para quem queira produzir.

## Uma grande janela de oportunidade

O período que compreende a contração de 2015/2016 e o decepcionante crescimento que se seguiu naturalmente operou ajustes de preços e quantidades que pavimentam o caminho para uma recuperação cíclica um pouco mais robusta. Hoje se observa salários compatíveis com a produtividade aportada pelos trabalhadores em recontração, excessos de estoques foram eliminados mesmo em setores de ciclo mais longo – como o imobiliário – e a limpeza dos créditos de má qualidade das carteiras do sistema bancário conduziu a forte redução da inadimplência. Enfim, há espaço para uma retomada cíclica mais intensa.

Mas, nossa visão é que o ciclo de crescimento que ora ganha tração tem grandes chances de ser não somente mais robusto, mas também mais sustentável que nosso tradicional voo de galinha. Ele só foi superado nas últimas quatro décadas com a ajuda de super-ciclos de commodities e/ou com a geração de fortes desequilíbrios que, mais à frente, cobram seu preço com juros e correção monetária.

Aparentemente, a sociedade brasileira aprendeu algo com a crise dos últimos anos e parece entender que crescimento e ganhos permanentes de bem estar não virão dissociados da evolução da

produtividade e de um ambiente econômico que a estimule.

Isso é visível na discussão nacional nos últimos três anos. E antes que se diga que a grande massa da população não compreende os conceitos aqui discutidos, as ações que os representantes eleitos pela maioria do eleitorado vêm tomando – no executivo e no legislativo, nos níveis federal e regional – confirmam tal processo de aprendizagem e mudança.

Ainda na gestão Temer, além do teto de gastos, o Congresso aprovou uma reforma trabalhista com ganhos efetivos de flexibilização do mercado de trabalho, cujos efeitos já se fazem perceber. Um desenvolvimento surpreendente para uma administração que, por ter se estabelecido a partir de um impeachment e não de uma eleição popular, esperava-se dificuldades em aprovar mudanças significativas. Tais medidas só foram aprovadas devido ao crescente consenso quanto à sua necessidade.

O governo Bolsonaro já foi eleito com agenda econômica predominantemente liberal, alinhada à visão de melhora do ambiente de negócios, ajuste fiscal e redução do tamanho do Estado. Malgrado a impaciência do setor produtivo em ver tal agenda rapidamente adotada e tropeços recentes na área da privatização, pode-se dizer que os progressos no primeiro ano da atual administração são evidentes.

Desalavancagem e foco de empresas estatais em seus negócios primordiais, redefinição de regras e marco regulatório nos importantes setores de gás e saneamento, adoção do cadastro positivo e outras iniciativas buscando mais competição no sistema bancário, entre outros, são avanços relevantes. No entanto, nada se compara à aprovação de uma reforma da previdência que eleva a idade mínima de aposentadoria para níveis compatíveis com a longevidade da população, define regras claras de transição, reduz alguns privilégios setoriais...e abre caminho para uma redução de gastos que afasta o fantasma de insolvência do Tesouro nacional.

Paralelamente, os executivos de diversos estados preferiram não esperar a tramitação da chamada PEC paralela. Eles estão aprovando junto às assembleias legislativas modificações abrangentes e similares às mudanças aprovadas a nível Federal nos seus regimes próprios de previdência – destacando-se entre eles estados governados pela oposição, como Bahia, Ceará e Maranhão. Chama particularmente a atenção a recente aprovação de abrangente reforma previdenciária estadual pelo Rio Grande do Sul, um estado onde a dinâmica política sempre foi extremamente refratária a esse tipo de mudança.

Com esses avanços, acreditamos que estão contratadas as condições para um crescimento ao redor de 2,5% em 2020.

Como de hábito, no Brasil, a demanda doméstica puxará esse crescimento, mas ao contrário do usual, dessa vez com predominância do investimento (FBCF) e não do consumo. A tabela a seguir mostra a composição do crescimento esperado e a contribuição para a expansão em 2020 de cada um dos componentes do PIB pela ótica da demanda. Aliás, a FBCF já liderou a elevação da demanda doméstica em 2018 e 2019. Pela ótica da oferta, em 2020, indústria Extrativa, Agropecuária e Construção serão os destaques.

A liderança da FBCF nesse momento reflete os efeitos mais imediatos dos avanços que vimos discutindo para os tomadores de decisões de investimento do que para os consumidores privados – além do crescimento próximo de zero do consumo do governo devido ao teto de gastos. De fato, os ganhos da reforma trabalhista e a redução de custos financeiros – o custo médio das principais linhas de crédito PJ é atualmente menos da metade do observado em 2016 – representam forte estímulo ao investimento.

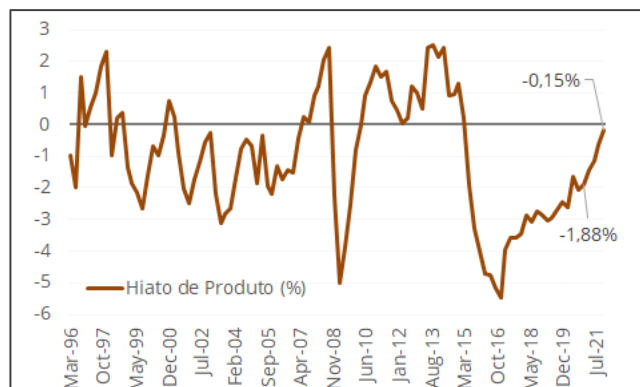
Já do lado dos consumidores, o fortalecimento do mercado de trabalho é muito gradual – a despeito do ótimo resultado da PNAD de dezembro – e a redução do custo das linhas de crédito PF muito lento, partindo – ainda por cima – de nível absoluto muito alto.

Var %	2019e	2020e
• Consumo das Famílias	2.1%	2.8%
• Consumo do Governo	-0.5%	0.1%
• FBCF	2.5%	4.5%
• Exportações	-2.5%	3.5%
• Importações	1.7%	4.0%
<b>PIB</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.5%</b>
• Agropecuária	1.7%	3.0%
• Indústria	1.1%	3.1%
Extrativa	-2.0%	6.5%
Transformação	0.3%	1.7%
Construção	2.8%	5.5%
Serviços Industriais	2.5%	3.7%
• Serviços	1.3%	2.5%

Fonte: Estimativas Kairós Capital

Evidentemente, choques de diferentes naturezas e flutuações do crescimento mundial estão fora do controle e podem afetar nossa projeção para um lado ou outro ao longo do ano. Particularmente, a perda de produto na China e em países que fazem parte de sua cadeia produtiva por conta da emergência da epidemia relacionada ao Coronavírus é ainda muito difícil de estimar, podendo ser muito relevante ou vindo a se mostrar limitada e em parte compensável por medidas de estímulo que o governo chinês venha a tomar.

Para além de 2020, a composição do crescimento do PIB mais concentrada na FBCF nesses últimos anos tem como consequência importante o fechamento mais demorado do hiato do produto. O gráfico abaixo mostra como o hiato, de acordo com as projeções da Kairós, só estará perto de se tornar neutro na segunda metade de 2021.



Isso sugere que o crescimento nos anos imediatamente posteriores ao atual poderá se acomodar na franja entre 2,5% e 3,0%, embora consideremos – dados os desenvolvimentos já alcançados – que o crescimento tendencial da economia brasileira, após o fechamento do hiato, deverá situar-se em 2,0%.

## Ainda há muita água para passar debaixo da ponte

As melhorias a serem buscadas não se limitam, no entanto, ao que já foi alcançado. Muita água ainda pode, e deve, passar por debaixo da ponte.

Não discutiremos aqui melhorias com prazo muito longo para serem alcançadas, tais como progressos na vergonhosa qualidade da educação pública brasileira, a despeito dos fortíssimos impactos positivos de tal desenvolvimento, atestados pela literatura econômica a partir de diversos casos nacionais.<sup>1</sup>

No curto prazo, restam ainda uma série de desafios que, se superados, podem consolidar o crescimento do PIB potencial em níveis mais satisfatórios. Um desses desenvolvimentos é a reforma Tributária, o ponto pendente da tríade listada mais acima.

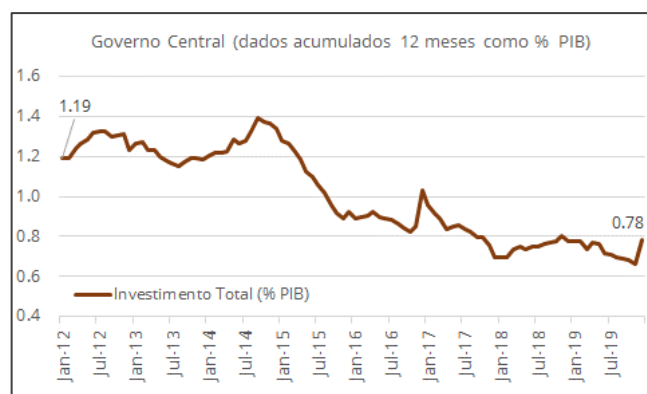
Aqui, somos mais céticos quanto à aprovação de uma reforma abrangente como a que se verificou com as outras duas – Trabalhista e Previdenciária. A despeito da aparente disposição dos presidentes das duas casas do Congresso, a fragmentação de propostas e o desalinhamento de incentivos entre Executivo e Legislativo têm sido bem maior no caso da Tributária.

É claro que uma reforma inteligente e mais abrangente, se ocorrer, terá efeitos muito benéficos no médio prazo. No entanto, dado que mudanças tributárias têm o potencial de redistribuir mais fortemente o fardo por diversos atores e setores da

economia, no curto prazo, ela pode trazer efeitos importantes de postergação do investimento até que setores vencedores e perdedores estejam claramente identificados.

Focando nos possíveis ganhos de curto prazo, consideramos que o esforço do governo e do Legislativo deveria se concentrar nas chamadas PECs emergenciais e numa reforma administrativa abrangente – essa última proposta ainda não enviada pelo governo.

As PECs que definem liberação dos fundos setoriais para uso generalizado (PEC 187/2019) e estabelecimento de gatilhos para a redução de gastos obrigatórios selecionados (PEC 438/2017 e PEC 186/2019), caso aprovadas, terão significativo impacto favorável no crescimento no curto prazo. Isso ocorre, pois a aplicação do teto de gastos vem obrigando o Tesouro a orçamentar valores cada vez menores na rubrica OCC (Outras Despesas de Custeio e Capital, onde está orçamentado o investimento do setor público), que atingiu um valor muito baixo no orçamento aprovado para 2020. O gráfico abaixo mostra a redução sistemática do investimento público como proporção do PIB ao longo dos últimos anos.



Uma busca na literatura especializada não sugere percentuais ótimos para composição entre investimento público e privado como proporção do PIB. No entanto, o bom senso sugere que a

<sup>1</sup> Um resumo recente e bastante completo da literatura sobre retornos econômicos do investimento em educação pública pode ser encontrado em *Psacharopoulos, G. &*

*Patrinos, H., "Returns to Investment in Education: A decennial Review of the Global Literature", Policy Research Working Paper #8402, World Bank, 2018*

diminuta capacidade de investimento público atingida pelo Estado brasileiro nos últimos anos certamente tem efeito desfavorável sobre o total da FBCF. Isso porque subsistem certos investimentos para os quais, por sua natureza, a iniciativa privada não terá condições de substituir o setor público.

Às vezes nos esquecemos que a renda per capita, cuja elevação é tão almejada, é na verdade uma medida de produtividade, a quantidade de produto por habitante de um país. O Brasil vem introduzindo uma série de avanços cujo resultado será a elevação do produto por habitante e a perseverança nessa direção acabará por garantir um crescimento médio do PIB potencial mais alto que aquele que se pode hoje projetar. Torcemos para que a agenda de reformas nos surpreenda positivamente e que possamos revisar nossas projeções de produto potencial para valores mais animadores do que os 2% que atualmente enxergamos como sustentável no longo prazo.

## Objetivo do Fundo:

O Fundo Kairós Macro FIC FIM aplica no mínimo 95% do seu patrimônio em cotas do fundo Kairós Macro Master FIM, que investe em diversas classes de ativos de alta liquidez como moedas, juros, bolsa e commodities, tanto no Brasil como no exterior, com objetivo de gerar ganhos de capital no longo prazo para seus cotistas, observando, ainda, os critérios de composição e diversificação estabelecidos no regulamento e nas normas em vigor.

## Público Alvo:

É destinado a investidores em geral, pessoas físicas ou jurídicas nos termos da regulamentação em vigor.

- **CNPJ:** 32.318.799/0001-55
- **Início do Fundo:** 30 de abril de 2019
- **Classe ANBIMA:** Multimercado Macro
- **Índice de Referência:** CDI
- **Taxa Administração Mínima:** 1,9% a.a.
- **Taxa Administração Máxima:** 2,5% a.a.
- **Taxa Performance:** 20% sobre o que exceder 100% do CDI\*
- **Investimento Inicial:** R\$ 20.000,00 (Investidores conta e ordem R\$ 1.000,00)
- **Movimentação Mínima Resgate:** R\$1.000,00
- **Saldo Mínimo:** Não há
- **Liquidação de Aplicação:** D+0
- **Cota de Aplicação:** D+1
- **Cota de Resgate:** D+30 corridos
- **Liquidação:** D+31

\* Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou no resgate

• **Taxa de saída antecipada:** 10% sobre o valor solicitado de resgate com

---

**Gestor:**  
Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda.  
CNPJ: 31.602.001/0001-30  
Rua Baltazar da Veiga, 634 - 10º andar  
Telefone: 011 3135-7730  
[www.kairoscapital.com.br](http://www.kairoscapital.com.br)  
[contato@kairoscapital.com.br](mailto:contato@kairoscapital.com.br)

**Administrador:**  
BNY Mellon Serviços Financeiros S/A  
CNPJ: 02.201.501/0001-61  
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar  
Telefone: 021 3219-2500  
[www.bnymellon.com.br](http://www.bnymellon.com.br)  
Lâmina e Regulamento do fundo: [Acesse](#)

**Custodiante:**  
BNY Mellon Banco S/A  
CNPJ: 42.272.526/0001-70  
Av. Presidente Wilson, 231, 10º andar  
Telefone: 021 3219-2600  
[www.bnymellon.com.br](http://www.bnymellon.com.br)

**Auditor:**  
KPMG Auditores Independentes  
CNPJ: 57.755.217/0001-29  
Av. Almirante Barroso, 52, 4º andar  
Telefone: 021 3515-9400  
[www.kpmg.com/br](http://www.kpmg.com/br)



Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102  
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001  
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | [www.kairoscapital.com.br](http://www.kairoscapital.com.br)

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Adesão Provisória