

O duríssimo ajuste pós pandemia começará a ser moldado pelas decisões que tomarmos agora.

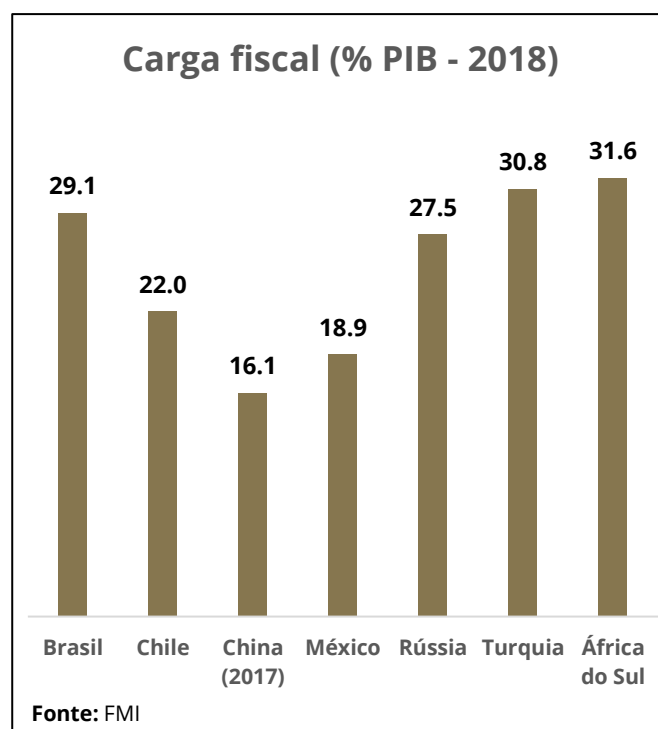
Em nossa carta anterior argumentamos que o Brasil deveria passar o pior da crise atual com uma contração de PIB menos pronunciada que a maior parte de seus pares emergentes, devido a menores restrições de mobilidade e também ao tamanho mais avantajado de sua expansão fiscal – principalmente na forma de transferências e diferimentos de impostos.

O aumento da despesa primária associado a essa expansão fiscal provocará um crescimento significativo do endividamento público, mas ele responde a uma demanda clara da sociedade. Em princípio deveria também pavimentar uma recuperação menos acidentada, por atenuar a deterioração do balanço de famílias e empresas. No entanto, tal efeito favorável só se verificará se os agentes identificarem a trajetória da dívida pública que emergirá ao final de 2020 como sustentável.

O desafio não é trivial. Em primeiro lugar, a relação dívida PIB deve terminar o ano acima dos 95%, nível inédito, e superior ao de seus pares emergentes – talvez com exceção da África do Sul. É verdade que o alto nível de participação do investidor local como detentor da dívida pública brasileira, combinado com o volume de reservas internacionais no Banco Central, torna crises de financiamento um evento pouco provável no Brasil, mesmo com esse nível de endividamento. No entanto, qualquer deslize adicional mais relevante pode começar a erodir a confiança dos detentores de dívida, gerando no mínimo a elevação do custo de seu financiamento.

Mesmo na ausência de deslizes futuros, a margem de manobra do governo brasileiro é muito estreita. Pelo lado da receita a carga fiscal está entre as mais altas entre seus pares internacionais, conforme gráfico a seguir. Com um setor privado que já se

encontra frágil e sobrecarregado, a busca por mais arrecadação fiscal pode se mostrar politicamente difícil e, dependendo do tipo de tributo, economicamente contraproducente.

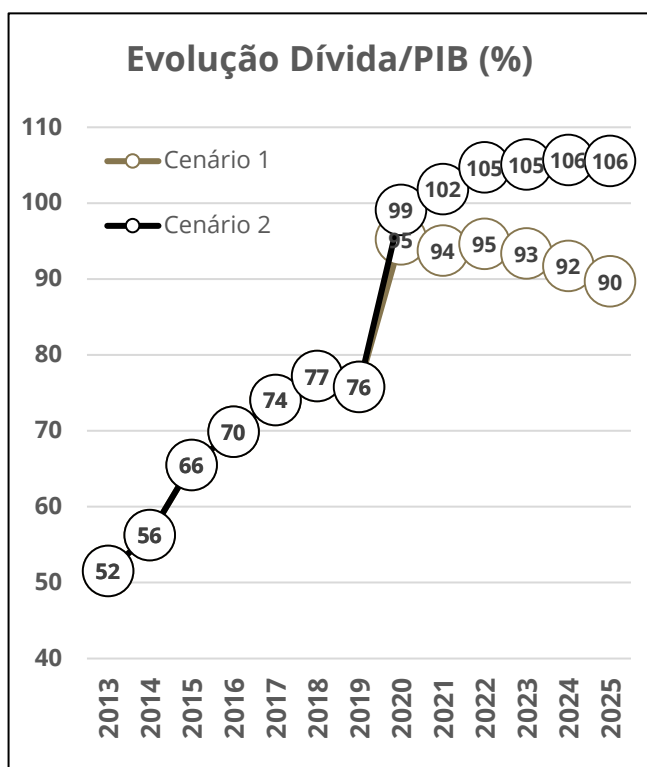


Pelo lado da despesa, os vultosos gastos obrigatórios nos orçamentos de saúde, educação e previdência/assistência social foram gradualmente elevando-se como proporção do PIB. No caso da Previdência, especialmente, a deterioração das contas decorreu de uma combinação de incentivos inadequados – aposentadoria por tempo de serviço sem idade mínima e uma série de regimes especiais exageradamente generosos, entre outros – com uma passagem relativamente rápida pelo período de bônus demográfico.

Esse ponto, aliás, também implica que dificilmente poderemos contar com crescimento mais

pronunciado do PIB para diluir o endividamento. Com uma população em idade de trabalhar cujo crescimento já se encontra abaixo de 1% a.a. o crescimento encontra-se cada vez mais dependente da elevação da produtividade, cujas perspectivas não são boas em um país que apresentou uma taxa média de investimento como proporção do PIB de 18% nos últimos 20 anos.

O gráfico a seguir mostra duas possíveis trajetórias para a relação dívida/PIB, enquanto a tabela apresenta as hipóteses básicas para cada um dos cenários.



Como se pode ver, mesmo na trajetória mais otimista o valor a que se chega em 2025 é ainda bastante alto. E o importante a destacar aqui é que há duas hipóteses, otimistas e não detalhadas na tabela, comuns aos dois cenários:

- A quase totalidade dos volumosos gastos adicionais de 2020, aprovados para o chamado Orçamento de guerra, estarão vigentes somente durante o período de

calamidade. Em 2021, teremos uma despesa primária cuja variação com relação a 2020 será dada pelo critério do teto de gastos acrescido de BRL 50 bilhões que não conseguirão ser revertidos da base do orçamento expandido de 2020.

- Pequenas reformas ou modificações serão feitas até 2022 – a votação da PEC emergencial ou até uma mini-reforma administrativa, por exemplo – de forma que o teto de gastos volte a ser estritamente cumprido a partir de 2022.

Em suma, a situação fiscal em que estaremos ao final da pandemia é extremamente delicada, e Executivo e Legislativo precisam rapidamente retomar o “modo austeridade” que caracterizou o Brasil entre 2016 e 2019.

A manutenção do teto de gastos aprovado pela PEC 55/2016, preferencialmente pelo período determinado na legislação – vinte anos, a contar de 2017 – é fundamental. O teto de gastos vem se provando um instrumento muito eficaz de redução gradual do déficit primário que se observa desde 2014, e seu relaxamento permanente seria desastroso para a sustentabilidade das contas fiscais.

A conservação dessa regra para além de 2022 depende, no entanto, de aprovação no Legislativo de normas que flexibilizem parte dos gastos obrigatórios, razão pela qual mencionamos acima a aprovação da PEC emergencial – que define critérios para flexibilização temporária de gastos obrigatórios – como exemplo. Somente com ações administrativas, tais como congelamento de salários do funcionalismo ou não reposição da totalidade dos servidores que se aposentam nos próximos anos, o crescimento vegetativo dos gastos obrigatórios acabará por espremer os gastos discricionários para níveis inferiores aos que garantem o funcionamento mínimo do Estado.

Mas a aprovação de medidas brandas tais como a PEC emergencial irá no máximo garantir a sobrevivência da regra do teto, com a permanência

do investimento público no atual nível baixíssimo. Governo e sociedade precisam buscar reformas muito mais ambiciosas:

- Uma reforma administrativa vigorosa, que atinja parte dos servidores atualmente na ativa e não somente os novos entrantes, e que torne possível a demissão de servidores, se necessário.
- Uma extensão da recente reforma da previdência, também incluindo parte dos segurados que se encontram ainda longe da aposentadoria bem como regimes especiais que foram poupados pela reforma de 2019.
- Rediscussão da eficiência das políticas sociais, de saúde e educação, com eventual redução da alocação de recursos para esses fins, fazendo mais com menos

Infelizmente, o tom da discussão atual sobre o pós-pandemia tem se distanciado muito do que descrevemos acima. Partindo de propostas razoáveis e que visavam somente prestar estímulo temporário para atenuar o custo social e econômico da pandemia, as propostas de estímulo abandonaram a parcimônia, se tornaram mais populistas e enveredaram pelo perigoso caminho da transformação de estímulos temporários em despesa permanente.

O trabalho de contenção feito pelo ministério da Economia, para evitar que estímulos excessivamente generosos fossem concedidos, vem sendo constantemente minado. A última proposta ventilada por congressistas, de transformação do auxílio emergencial em um programa permanente de renda mínima, exigiria revogação da regra do teto de gastos – já que não estaria vinculada ao período de calamidade – e custaria aproximadamente R\$ 200 bilhões por ano, o equivalente a 3% do PIB.

É fundamental que se volte a discutir reformas, redução de gasto e aumento de eficiência, ao invés de introdução de generosos gastos permanentes. É fundamental que se faça isso agora, ainda no olho do furacão da pandemia, retomando a discussão das matérias reformistas que já se encontram no Congresso, e refutando desde o início as propostas de crescimento exorbitante de despesas perenes.

Não o fazer acabará condenando o país a um crescimento muito baixo, pelo aumento da incerteza que limitará o investimento privado e o consumo discricionário, e pelo estrangulamento do gasto fiscal discricionário, que perpetuará a inanição do investimento público.

Hipóteses utilizadas na composição da Dívida Bruta

Cenário 1	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PIB (% YoY)	1.14	-5.90	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Selic média (% a.a.)	5.9	2.8	3.0	3.5	3.5	4.0	4.0
Custo médio da DPMFi (% a.a.)	8.0	4.8	4.5	5.0	4.5	5.0	5.0
Resultado fiscal primário (% of GDP)	-0.85	-10.29	-2.91	-1.45	-0.43	0.58	1.58
IPCA (% a.a.)	4.1	1.0	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
BRL/USD	4.0	5.0	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
Reservas internacionais (USD bn)	357	340	320	310	300	300	300
Privatização + Descapitalização dos bancos públicos (BRL bn)	135	0	70	80	90	40	0
Compromissadas (BRL bn)	1,110	1,312	1,312	1,185	1,196	1,157	1,157
Cenário 2	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PIB (% YoY)	1.14	-7.50	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50
Selic média (% a.a.)	5.9	2.8	3.0	3.5	3.5	4.0	4.0
Custo médio da DPMFi (% a.a.)	8.0	4.8	4.5	5.0	4.5	5.0	5.0
Resultado fiscal primário (% of GDP) *	-0.85	-13.27	-3.82	-2.46	-1.47	-0.56	0.32
IPCA (% a.a.)	4.1	1.0	2.3	2.8	3.0	3.0	3.0
BRL/USD	4.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.3	5.4
Reservas internacionais (USD bn)	357	340	340	340	340	340	340
Privatização + Descapitalização dos bancos públicos (BRL bn)	135	0	70	80	90	0	0
Compromissadas (BRL bn)	1,110	1,312	1,312	1,312	1,364	1,364	1,390

* Considera a extensão, dentro do ano de 2020, do auxílio emergencial e do deferimento de alguns impostos.

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
- **Investimento Inicial:** R\$ 20.000,00 (Investidores conta e ordem R\$ 1,000.00)
- **Início do Fundo:** 30 de abril de 2019
- **Movimentação Mínima Resgate:** R\$1.000,00
- **Classe ANBIMA:** Multimercado Macro
- **Saldo Mínimo:** Não há
- **Índice de Referência:** CDI
- **Liquidação de Aplicação:** D+0
- **Taxa Administração Mínima:** 1,9% a.a.
- **Cota de Aplicação:** D+1
- **Taxa Administração Máxima:** 2,5% a.a.
- **Cota de Resgate:** D+30 corridos
- **Taxa Performance:** 20% sobre o que exceder 100% do CDI*
- **Liquidação:** D+31
- * Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou
- **Taxa de saída antecipada:** 10% sobre o valor solicitado de resgate com no resgate

Gestor:
Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda
CNPJ: 31.602.001/0001-30
Rua Baltazar da Veiga, 634 – 10º andar
CEP 04510-001 São Paulo – SP – Brasil
Tel.: 011 3135-7730
www.kairoscapital.com.br
contato@kairoscapital.com.br

Administrador:
BNY Mellon Serviços Financeiros S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
CEP 20010-905 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
Tel.: 021 3219-2600 – Ouvidoria 0800 725-3219
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
CEP 20010-905 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
Tel.: 021 3219-2600 – Ouvidoria 0800 725-3219
www.bnymellon.com.br

Auditor:
KPMG Auditores Independentes
CNPJ: 57.755.217/0001-29
Av. Almirante Barroso, 52, 4º andar
CEP 20021-290 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
Te: 021 3515-9400
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

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.



Gestão de Recursos