

Impostos e transferências

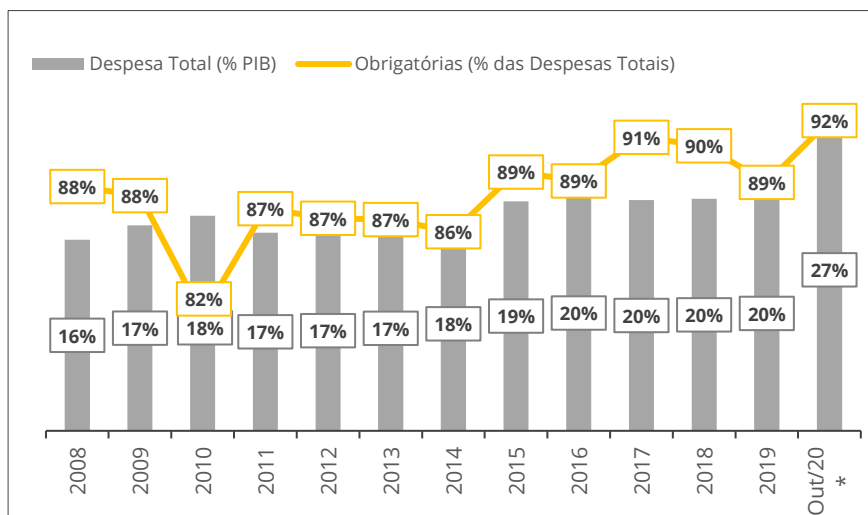
As incertezas em torno do que virá a ser o formato final do orçamento de 2021 respondem pela maior parte da recente oscilação de preços dos ativos brasileiros. Uma decisão em flagrante desrespeito ao teto de gastos, em contexto de forte elevação da relação dívida/PIB pelo combate aos efeitos da pandemia, poderá cristalizar uma visão de descontrole da trajetória de endividamento do Tesouro. Marcharíamos então para situação de elevação permanente do custo da dívida, mais pressão sobre o câmbio – e por extensão sobre a inflação – e redução da confiança no país, com persistência de baixa taxa de investimento em capital fixo e piores perspectivas do ponto de vista do crescimento da renda nacional.

O debate suscitado por esta situação tem sido proveitoso, deixando muito claro o custo de certas escolhas tomadas pelo país. Durante as últimas três décadas, as decisões políticas de executivo e legislativo levaram à uma dinâmica que pode ser resumida em “taxar mais para gastar mais”, com um viés na alocação desses gastos adicionais em transferências.

Despesas obrigatórias e transferências

O teto de gastos, introduzido em 2016, explicitou a necessidade de controlar a expansão das despesas obrigatórias no orçamento federal. Embora o teto estabeleça um limite anual para despesas federais em geral – com exceção de um número específico de rubricas, previamente definidas – a expansão das despesas totais vem sendo crescentemente liderada por despesas obrigatórias (gráfico abaixo).

DESPESA TOTAL E OBRIGATÓRIA



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN)

O crescimento das despesas obrigatórias mantém o nível de investimento público federal – uma despesa que não é classificada como obrigatória – muito abaixo do que seria necessário para trazer a taxa de investimento agregada a um patamar compatível com taxas de crescimento mais altas do PIB. Além disso, ao observarmos atentamente o histórico da expansão das despesas primárias, salta aos olhos como as despesas com transferências vêm

capturando uma parcela crescente da despesa total – a tabela a seguir apresenta essa evolução, em pontos percentuais do PIB.

DESPESA PRIMÁRIA DO GOVERNO CENTRAL % PIB – 2005 A 2019

	Pessoal ¹	INSS	Transferências ²	Investimento ³	Custeio	Total
2005	4.29	6.73	0.96	0.00	4.38	16.35
2006	4.43	6.87	1.10	0.00	4.36	16.76
2007	4.32	6.81	1.18	0.80	3.74	16.87
2008	4.26	6.42	1.52	0.90	3.06	16.16
2009	4.60	6.75	1.73	1.02	3.27	17.37
2010	4.33	6.56	1.69	1.15	4.46	18.20
2011	4.15	6.43	1.75	1.20	3.23	16.76
2012	3.91	6.58	1.86	1.23	3.36	16.95
2013	3.85	6.70	1.93	1.19	3.69	17.35
2014	3.85	6.82	2.06	1.34	4.03	18.11
2015	3.98	7.27	1.95	0.93	5.29	19.42
2016	4.11	8.10	2.13	1.03	4.55	19.94
2017	4.33	8.50	2.08	0.70	3.90	19.52
2018	4.33	8.51	2.03	0.77	3.98	19.62
2019	4.31	8.63	2.04	0.78	4.10	19.87
Variação em p.p	0.02	1.91	1.09	0.78	-0.28	3.52

1) Ativo e Inativo 2) Inclui LOAS, Bolsa Família (desde 2008), Seguro Desemprego e Abono; 3) De 2007 a 2019

É interessante notar como mesmo as despesas de pessoal e custeio – que abrigam os gastos mínimos em educação e saúde definidos na Constituição – conhecem estabilidade ou alguma redução como proporção do PIB nos últimos anos.

Por outro lado, considerando o conjunto representado pelas despesas do INSS e das transferências sem caráter pensional – LOAS, abono salarial, seguro desemprego e o Bolsa-família – o total das transferências representaram 10,7% do PIB em 2019, comparado com 7,9% que representavam em 2008.

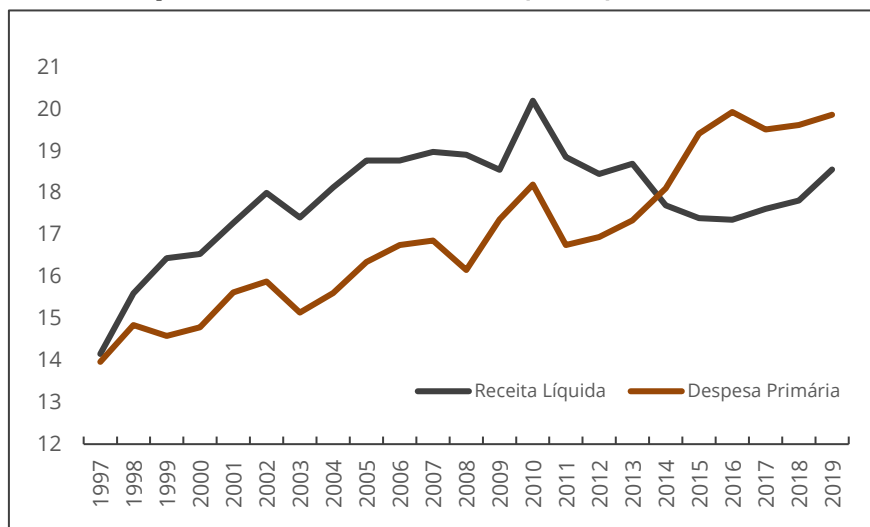
A eficácia distributiva dos diversos programas de transferência varia muito. Programas considerados eficientes e bem focalizados, como Bolsa Família, convivem com um programa de abono salarial que atinge trabalhadores de mais alta renda, ou um sistema pensional que transfere recursos da conta única do Tesouro para trabalhadores com vínculo formal de trabalho e remuneração superior àquela percebida pelos trabalhadores informais. Tal distorção é particularmente forte na previdência do setor público – que na tabela acima está contabilizada como pessoal inativo – devido à sua baixa relação entre contribuição e benefício.

Para além das dúvidas sobre a eficácia distributiva de um programa tão extenso de pensões e transferências, achar recursos para financiá-lo é por si só um grande desafio. Ademais, a maior parte das despesas obrigatórias – e não somente pensões e transferências – encontra-se indexada à inflação passada ou à variação do salário mínimo.

A escalada arrecadatória e sua recente debilidade

Durante quase três décadas a resposta dos diferentes governos – independente de sua filiação partidária – foi a contínua elevação das receitas primárias como proporção do PIB. A aprovação em 2000 da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que restringe a criação de despesas àquelas que tenham fonte de receita identificada, limitou por mais de uma década a gestação de déficits primários – que só voltaram a aparecer a partir de 2014, em desrespeito à LRF que contribuiu para o processo de impeachment da então presidente Dilma Rousseff. A manutenção de orçamentos equilibrados só ocorria, no entanto, pela elevação *pari passu* de receitas e despesas, conforme gráfico a seguir.

RECEITA LÍQUIDA X DESPESA PRIMÁRIA (% PIB)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN)

Recentemente, uma combinação de fatores levou à estagnação e eventual redução das receitas primárias como percentual do PIB: crescimento médio muito baixo, com forte retração da absorção doméstica em 2015/2016; aumento das desonerações tributárias desde o início da década; redução/extinção de certos tributos – CIDE, IPI e IOF mais baixos, mas principalmente a extinção da CPMF ao final de 2008. O vento contrário ao aumento das receitas foi eventualmente atenuado por eventos não recorrentes, tais como a arrecadação relacionada à repatriação de capitais brasileiros até então no exterior (R\$ 46 bilhões, em 2016), ou a cessão onerosa de campos petrolíferos (um total de R\$ 70 bilhões, dos quais R\$ 24 bilhões ficaram com a União, em 2019). Mas a tendência foi de piora se comparado com o início da década.

Os efeitos fiscais do combate à pandemia apareceram, assim, em um momento onde as dinâmicas que por um tempo garantiram estabilidade fiscal ao Brasil, já se encontravam enfraquecidas.

Do lado das receitas, pelos acontecimentos e tendências expostos no parágrafo acima. Já pelo lado das despesas, a correta percepção da necessidade de limitar os gastos como proporção do PIB – especialmente as despesas obrigatórias – levou ao estabelecimento do teto de gastos em 2016, com vigência por dez anos.

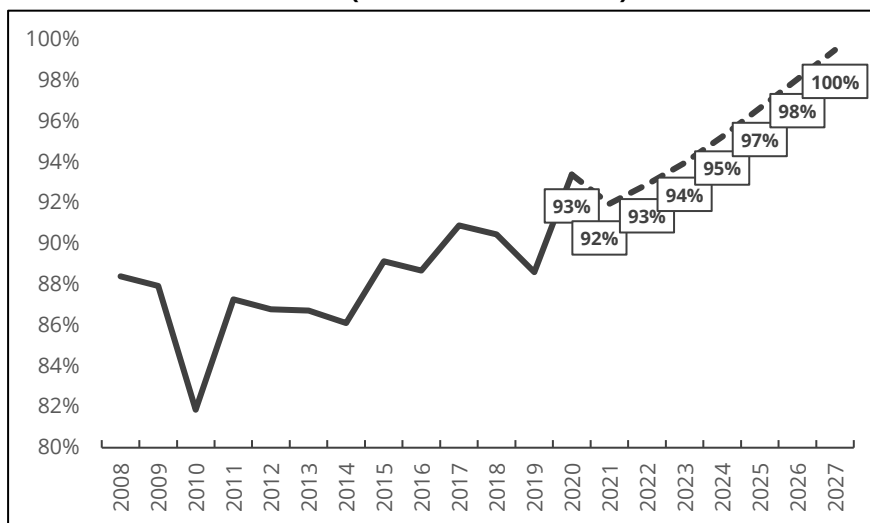
Essa limitação para as despesas em geral está acompanhada de alguns gatilhos que já permitem a limitação de certos gastos obrigatórios quando os valores estabelecidos para diferentes entes federativos contemplados pelo teto – Executivo, Judiciário, Senado, Câmara, TCU etc. – atinge o limite estabelecido.¹ Os limites estabelecidos pelo teto começam a ser aproximados, bem no momento em que o combate à pandemia provê um alibi aos defensores da revisão/extinção do mecanismo.

Taxar mais e talvez transferir menos

Sem mudanças adicionais de legislação que evoluam no sentido do controle das despesas obrigatórias é impossível manter o teto de gastos em seu formato atual até seu prazo originalmente estabelecido, de 2026, mantendo ao mesmo tempo o nível mínimo de despesas discricionárias para que o país siga funcionando.

A reforma da previdência de 2019 foi muito relevante, mas insuficiente. Com um pouco de determinação política, é crível manter o teto por mais dois ou três anos, conforme mostrado pelo gráfico a seguir, que apresenta a evolução das despesas obrigatórias como proporção dos gastos totais. O cálculo considera nossas projeções de inflação para projetar a variação do teto ao longo dos próximos anos, e supõe que o ritmo de crescimento das despesas obrigatórias permaneça no mesmo nível que o observado na média dos últimos 3 anos (~4,5% ao ano).

DESPESAS OBRIGATÓRIAS (% DESPESAS TOTAIS)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN)

Fica claro que a discussão sobre alguma flexibilização terá que ser conduzida se o país quiser manter o teto por prazo mais longo.

Esperamos que a regra do teto seja integralmente respeitada em seu formato atual durante a aprovação do orçamento de 2021. No entanto, nossa expectativa para os anos subsequentes é uma combinação de alguns poucos avanços na desindexação e/ou estabelecimento de gatilhos mais claros e efetivos para certos gastos

¹ Caso algum desses entes atinja seu limite, a emenda constitucional 95 o impede de conceder reajustes em remuneração, criar cargo ou admitir pessoal, bem como de criar ou reajustar o valor de qualquer despesa obrigatória.

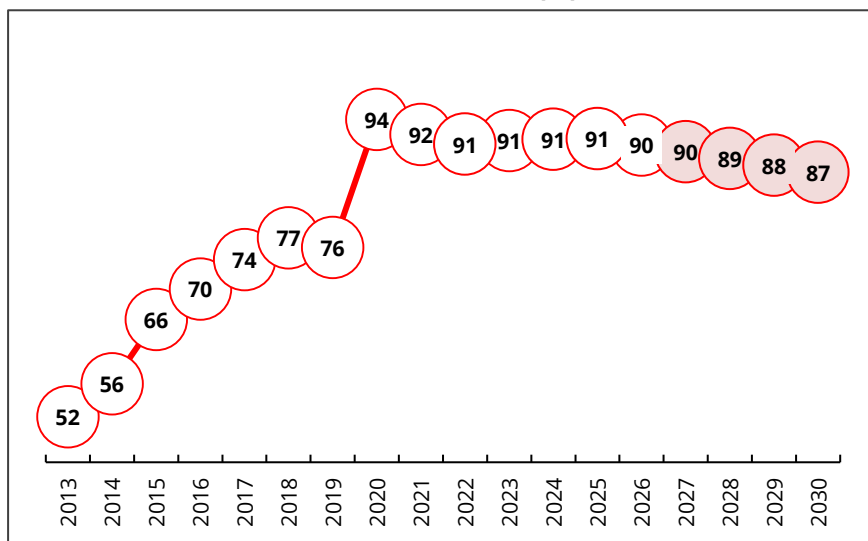
obrigatórios – que permitam reduzir o ritmo de crescimento das despesas obrigatórias – com uma modificação da norma de revisão anual do teto de gastos que o faça variar acima da inflação.

Tal modificação poderia incorporar parte do crescimento real do PIB projetado para o ano anterior ao de vigência do orçamento, mas não a totalidade desse crescimento, o que garantiria a continuidade da redução da despesa primária total como proporção do PIB nominal.

Essa modificação conciliaria a queda das despesas totais como proporção do PIB com a manutenção de um espaço aceitável para o crescimento das despesas discricionárias. No entanto, não produziria tão cedo, por si só, um resultado primário que seja capaz de promover uma redução mais pronunciada da relação dívida/PIB. Pelo contrário. Permitir que a revisão anual do teto de gastos atinja valores superiores aos da inflação, retardaria a produção de superávits primários e a consequente queda do altíssimo endividamento público que ora observamos.

O gráfico a seguir apresenta nossa projeção para a trajetória da relação dívida/PIB até 2030, assumindo que a regra do teto seja revista já a partir de 2022, de forma a tornar sua revisão anual igual à inflação mais metade do crescimento real do PIB projetado para o ano anterior ao do orçamento aprovado. Sob condições médias para os próximos anos que não podem ser classificadas como pessimistas², e fazendo um esforço consistente – embora não drástico – de ajuste fiscal, ainda terminaríamos a década que ora se inicia com endividamento 10,8 pontos percentuais acima do nível pré-pandemia.

DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL/PIB (%)



Fonte: Kairós Capital

Parece um período muito longo com uma razão de endividamento muito superior aos nossos principais pares emergentes. Tal situação pode reduzir a disponibilidade de financiamento para o Tesouro Nacional, aumentando o custo de carregamento da dívida, forçando a acomodação da taxa de câmbio em níveis mais depreciados,

² Crescimento médio de 2,0%, inflação média de 3,2%, custo implícito da dívida médio de 6,0%, elasticidade-PIB das receitas de 1,78 (receitas administradas + RGPS), taxa de câmbio com pequena apreciação no curto prazo, crescimento das receitas não administradas conforme inflação e repagamento adicional de R\$ 200 bilhões ao Tesouro pelo BNDES.

comprometendo, enfim, algumas das hipóteses utilizadas no exercício mostrado acima, culminando em redução ainda mais modesta da relação dívida/PIB, ou até sua estagnação nos altíssimos patamares atuais.

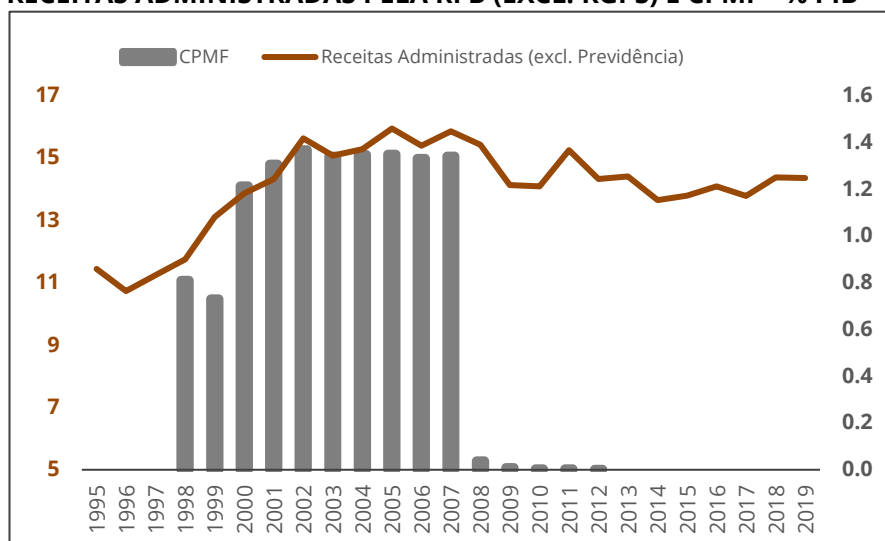
Nesse sentido, parece-nos plausível que ganhe força nos próximos anos a discussão sobre introdução de novos tributos ou aumento de alíquotas dos tributos existentes.

Após um breve período, onde o país buscou fazer o necessário ajuste fiscal exclusivamente pelo lado da despesa, voltaríamos à prática de taxar mais. Mas dessa vez, se formos responsáveis para manter o teto de gastos, mesmo que flexibilizado, isso não significará também gastar mais – ou pelo menos não na mesma magnitude – canalizando-se os recursos arrecadados adicionalmente para a gestação mais rápida de superávits primários e a consequente redução do endividamento.

Por fim, uma especulação sobre que meios poderiam ser usados para extrair mais recursos do setor privado, traz imediatamente à mente a criticada CPMF como forte candidato

A despeito de todos os seus efeitos distorcivos, o poder arrecadatário da CPMF – ou de qualquer imposto sobre transações financeiras similar a ela – é muito alto. Durante o período de vigência em que foi aplicada com alíquota de 0,3%, esse imposto arrecadava 1,35% do PIB/ano. Trata-se de valores muito significativos, mesmo que a queda da inflação e dos juros forçasse a vigência de alíquotas menores atualmente, caso esse imposto volte a ser cobrado. Sua retirada, aliás, coincidiu com redução relevante das receitas administradas como proporção do PIB, conforme gráfico a seguir.

RECEITAS ADMINISTRADAS PELA RFB (EXCL. RGPS) E CPMF - % PIB



Fonte: Receita Federal

Além disso, trata-se de tributo difuso, que afeta mais as atividades econômicas com forte giro ou cadeia produtiva mais longa, mas que não elege explicitamente nenhum setor ou faixa de renda específico, tornando a resistência lobística setorial menos presente, talvez com a exceção do setor bancário. Essa característica pode facilitar o trâmite legislativo, caso o governo lidere uma ação pela volta desse imposto.

Enfim, a dinâmica que antevemos sugere que devemos estar preparados para mais impostos, inclusive – e talvez principalmente – para a volta da taxa de transações financeiras.

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 mínimo inicial:** R\$ 20.000 (Investidores conta e ordem R\$ 500)
 - **Valor mínimo resgate:** R\$ 10.000 (Investidores conta e ordem R\$100)
 - **Saldo Mínimo:** Não há (Investidores conta e ordem R\$100)
 - **Liquidação de Aplicação:** D+0
 - **Cota de Aplicação:** D+1
 - **Cota de Resgate:** D+30 corridos
 - **Liquidação:** D+31
 - **Taxa de saída antecipada:** 10% sobre o valor solicitado de resgate com cotização D+0 e liquidação D+1
- * Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou 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