

Querida, o teto sumiu!



Costumamos começar nossas cartas mensais com uma frase inspiradora ou provocadora, porém a foto acima, retirada de um “meme” que viralizou no mês passado, representa melhor o momento em que o país vive do que qualquer frase.

O mês de outubro foi complicado para os ativos de risco brasileiros, o real sofreu desvalorização de 3,5%, a bolsa de valores perdeu 6,7%, a NTN20 perdeu 5,7%, enquanto a NTN23 com vencimento em 2031 perdeu 4,8%. Isso tudo em um mês em que os ativos de risco internacionais tiveram uma performance positiva. **O problema, mais uma vez, somos nós.**

Sem nos alongarmos naquilo que já é história, o *stress* dos mercados começou com o governo declarando seu objetivo de pagar auxílio de R\$ 400 para 17 milhões de pessoas, parte disso de modo permanente (R\$ 220 aproximadamente) e o restante de forma temporária até o fim de 2022. **Naturalmente, a conta não fecha com as restrições do teto de gastos, e o mercado entendeu que ele seria furado.** A comunicação do governo também não ajudou, com o Ministro da Economia, primeiramente, aventando um “*waiver*” e depois fazendo um enxerto na PEC dos Precatórios onde os indexadores do teto seriam modificados, criando um puxadinho para mais gastos, algo ao redor de R\$ 90 bilhões de reais para o eleitoral ano de 2022. O fato de o Banco Central estar em período de silêncio, dada a proximidade da reunião do Comitê de Política Monetária, também não ajudou a esclarecer como enxergava esses desenvolvimentos no âmbito fiscal.

Primeiramente, a matemática da coisa:

- O site Poder 360 fez um infográfico bem simples e ilustrativo. Sim, o teto já foi estourado em 2020 (R\$ 524 bilhões) e 2021 (R\$ 135 bilhões) para o enfrentamento da pandemia. Mantendo-se a atual regra (R\$ 1610 bilhões para 2022) o auxílio de R\$ 400 representa um estouro de cerca de R\$ 40 bilhões.
- A PEC 23, a famosa PEC desenvolvida para acomodar o gasto com precatórios de R\$ 89 bilhões de 2022 para anos vindouros, ganhou uma providencial troca de datas de indexadores do teto,

passando ele para R\$ 1657 bilhões, um ganho de R\$ 47 bilhões. Como dos R\$ 89 bilhões de precatórios apenas R\$ 45 bilhões serão pagos em 2022, **temos aí um espaço extra de R\$ 91 bilhões. Ele é suficiente não só para o auxílio de R\$ 400 para 17 milhões de brasileiros, mas também para outros gastos discricionários, providenciais em um ano de eleições.**

Evolução do teto de gastos: despesas realizadas e projeção para 2022

2016 a 2022



Fontes: Poder 360, Tesouro Nacional

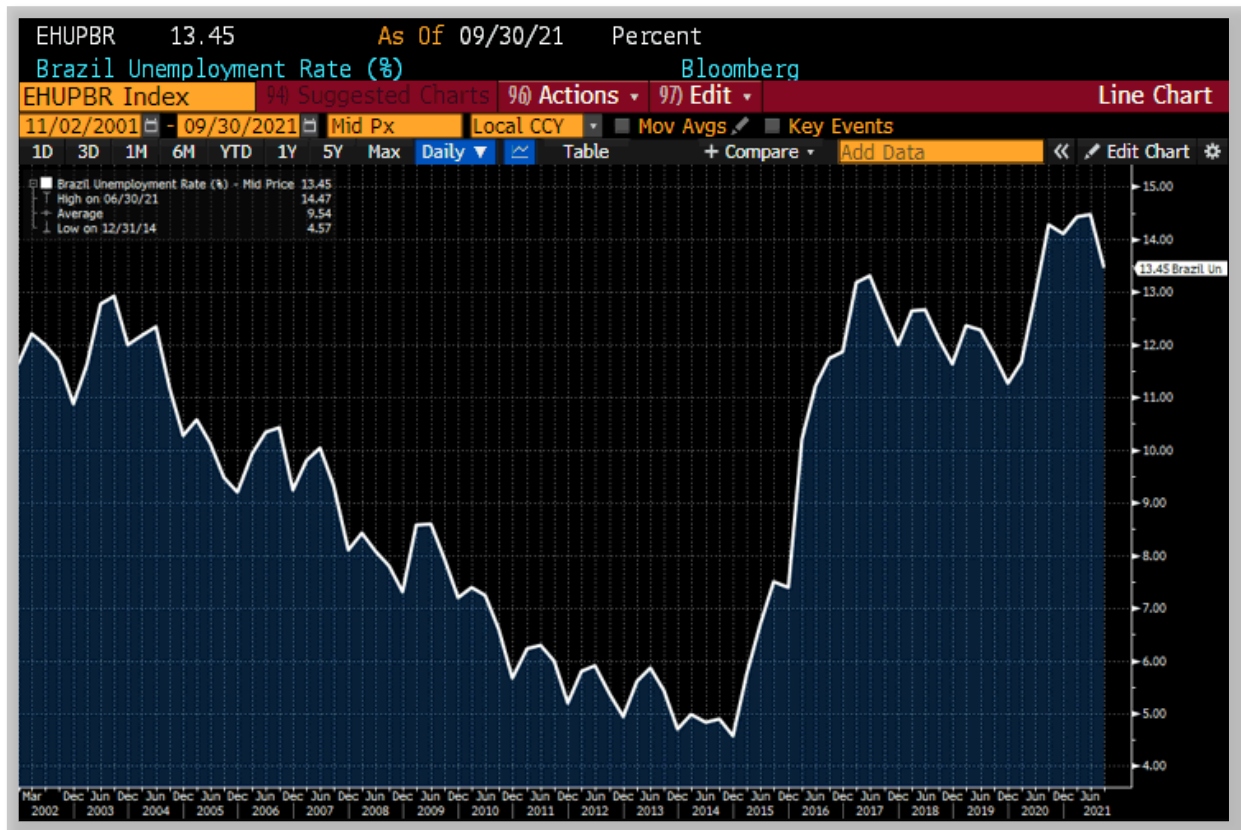
Analisando a coisa por vários ângulos:

- Ninguém debate aqui que a miséria e a desigualdade cresceram muito no Brasil por conta da pandemia. É fato consumado que o desemprego continua muito alto, ao redor de 13%, e que só fecharemos esse hiato de produto após 2022, possivelmente somente em 2023. **Não só é moralmente justo, como socialmente recomendável que se faça uma ponte de auxílio até que esse contingente de pessoas, afligido pela miséria na pandemia, possa se**

recuperar ao longo dos próximos anos, levando-se a taxa de desemprego para patamares mais civilizados. Cabe aqui a ressalva de que a crise econômica provocada pelo governo Dilma foi até bem mais nefasta para o desemprego do que a pandemia, vide gráfico seguinte.

Taxa de desemprego no Brasil: variação percentual trimestral

Novembro/01 a Setembro/21

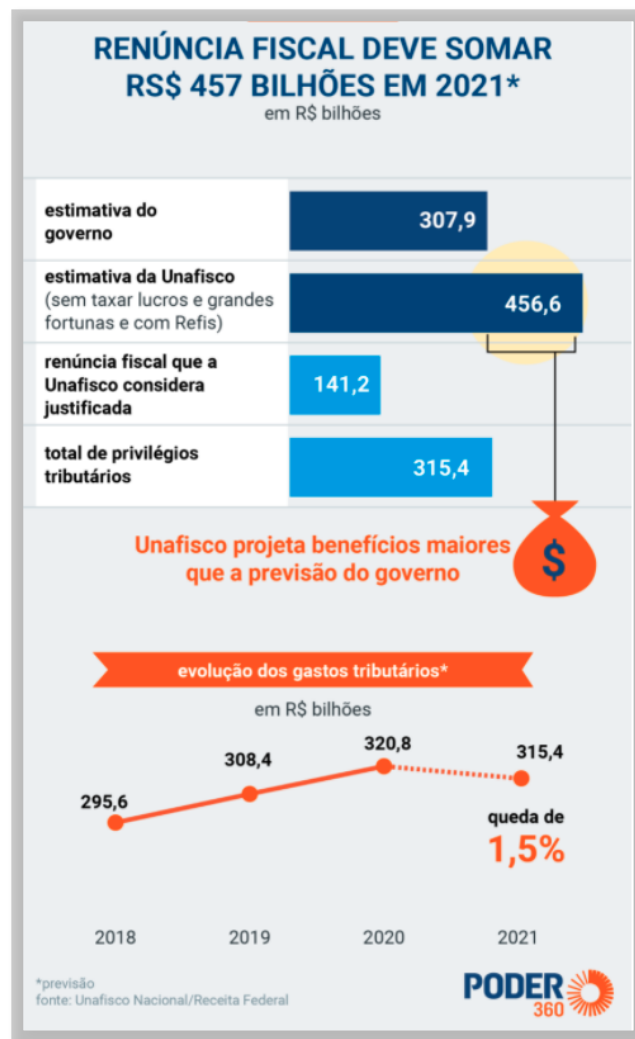


Fonte: Bloomberg

- O ponto que queremos grifar aqui é que em nenhum momento se pensou em reduzir o orçamento de R\$ 1,6 trilhão para acomodarmos os necessários gastos sociais. Só de emendas parlamentares temos R\$ 17 bilhões, para o fundo eleitoral a pedida é de R\$ 6 bilhões, mais R\$ 55 bilhões para o judiciário dentro do orçamento da União, e por aí vai. **A questão de cortes de gastos não é sequer aventada e o automático do nosso estado, ineficiente e inchado, é gastar mais, tributar mais e se endividar mais.** Apenas como ilustração, nosso judiciário tem o segundo maior custo do mundo, de 1,2% do PIB (só perde para El Salvador, com 1,35%), enquanto países como EUA e Itália ficam ao redor de 0.15%-0.20% do PIB [1].
- **O site Poder 360 calculou o tamanho da nossa renúncia fiscal, benefícios que damos para grupos e setores empresariais organizados. Isso totalizou mais de R\$ 300 bilhões em 2021.** Porém, é um assunto que não foi sequer levantado.

[1]. Fuzaro, "Quanto custa o Judiciário brasileiro," 15 novembro 2019. [Online]. Disponível em: <https://www.justificando.com/2019/11/15/quanto-custa-o-judiciario-brasileiro/>. [Acesso em 29 outubro de 2021].

Evolução da renúncia fiscal no Brasil



Fontes: Poder 360, Unafisco Nacional, Receita Federal

- O fato é que, seja do lado da despesa, seja do lado da receita, o orçamento do estado é capturado por minorias organizadas em detrimento da coletividade desorganizada.

Bem, então o mercado teve esse *stress* todo por uma ampliação de gastos de R\$ 47 bilhões (nem 3% do todo)? Não. O *stress* não foi gerado pelo número em si, e sim pela forma como o aumento foi realizado. Primeiramente, o mercado sabia que matematicamente o teto de gastos teria de ser revisto no futuro, porém isso foi feito da forma mais casuística e eleitoreira possível. O Brasil é como um alcoólatra que tinha nas reuniões do AA a sua âncora, e agora essa âncora (o teto de gastos) foi perdida. O motivo do *stress* é que não se sabe qual será a nova âncora e ficaremos sem saber até conhecermos resultado das eleições de 2022. Pragmaticamente falando, o teto de gastos já era algo que seria questionado na campanha eleitoral, o pré-candidato Lula já falou mais de uma vez em se livrar do teto. O que o governo atual fez foi rasgar a fantasia e antecipar, em alguns meses, o inevitável debate. O ano de 2022 já chegou.

Um ponto digno de nota é que todo o stress é causado pela expectativa do filme fiscal e não pela foto. A foto de 2021, por ora, está bem melhor do que o esperado. Nos primeiros 9 meses do ano o resultado primário fiscal total (união, estados, municípios e estatais) foi um superávit (isso mesmo, resultado positivo) de R\$ 14,2 bilhões (0,22% do PIB), vindo de um déficit primário de R\$ 636 bilhões (11,7% do PIB) em 2020. **Um dos melhores países, senão o melhor, em recuperação fiscal pós pandemia.**

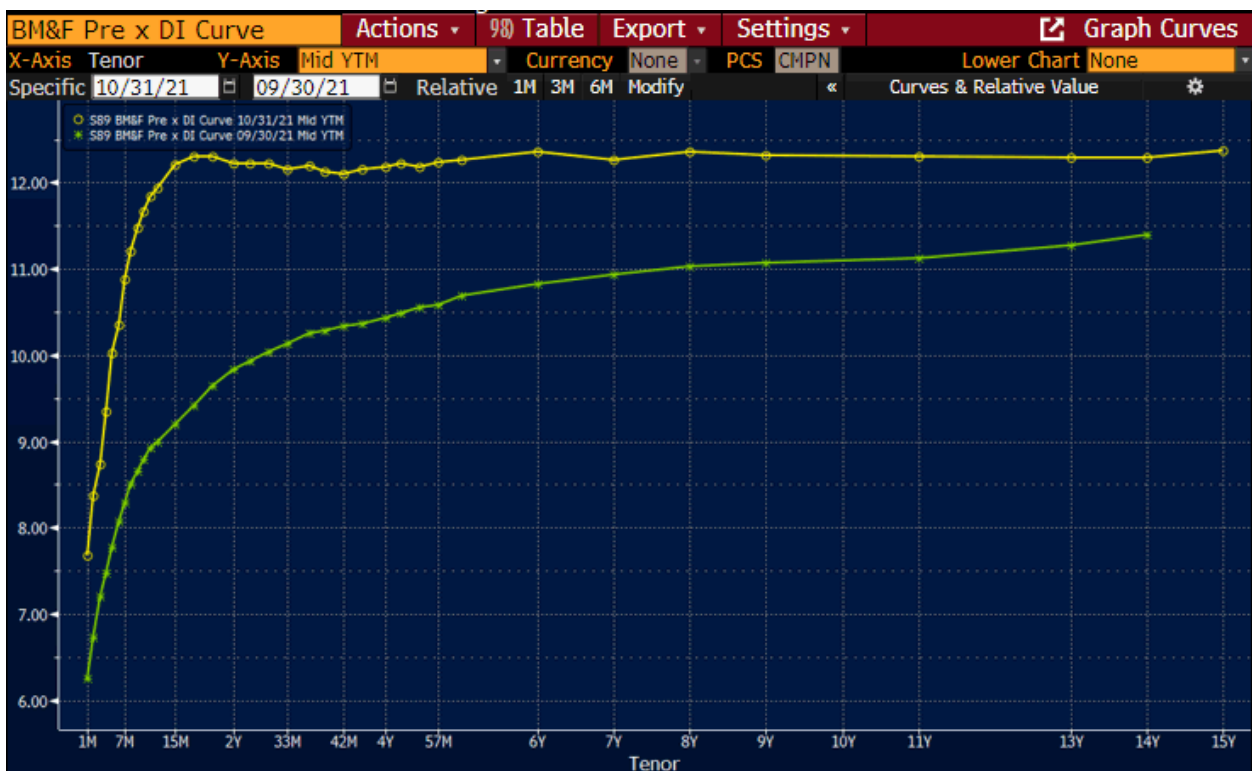
E como isso influencia juros, câmbio e atividade?

Em tese, quando o governo aumenta os seus gastos ele está estimulando a economia. No caso de transferência direta para os necessitados, onde a relação de ganho e gasto é de 1:1, isso é, inclusive, mais forte. Porém, quando o endividamento público é considerado excessivo para o financiamento de gastos, a curva de juros se “abre” (as taxas sobem) para compensar tanto um risco de um banco central mais duro (parte curta da curva) quanto um maior risco de pagamento dessa dívida pública (parte média e longa da curva), além de embutir também um prêmio maior pelas expectativas inflacionárias, que nesse caso são deslocadas para cima.

Foi exatamente este o fenômeno que ocorreu em outubro no mercado de juros brasileiro, como podemos ver abaixo na variação da curva brasileira de juros no mês, que sofreu um violento movimento de abertura de taxas. Começamos o período com o mercado precificando uma taxa Selic terminal de pouco mais de 10% a.a. e terminamos o mês com o mercado precificando uma taxa terminal acima de 13% a.a. Para o mercado de juros, o movimento foi um verdadeiro terremoto.

Curva BM&F Pré *versus* DI

Setembro/21 e Outubro/21



Fonte: Bloomberg

O que temos, por enquanto, é um gasto fiscal extra de R\$ 47 bilhões para 2022. Isso é pouco mais de 0,5% do PIB e claramente insuficiente para ser um estimulador de demanda tão inflacionário assim no horizonte relevante de política monetária, que são os anos de 2022 e 2023. **Logo, olhando a parte curta da curva, nos parece um certo exagero do mercado que o Banco Central mova a sua taxa terminal 3% acima apenas por esse gasto extra. Quando olhamos a parte média e longa da curva, reconhecendo o total desconhecimento de quem será o próximo presidente, qual será a composição do próximo Congresso Nacional e somando com a nossa atávica inércia de aumentar gastos e não reduzir despesas, cremos que os prêmios de risco não são apenas justificados como poderiam ser até maiores.**

Falando sobre a atividade, tivemos no terceiro trimestre uma enorme frustração com vários indicadores, que já vem ocorrendo até mesmo antes desse choque na curva de juros que ocorreu no mês passado. **Quando olhamos para o atual juro real *ex ante* de 1 ano, vemos uma taxa já bem contracionista, acima de 6% ao ano, quando o próprio Banco Central considera 3% ao ano como a taxa neutra.** Não à toa os economistas já correm para revisar a atividade de 2022 para baixo, alguns já até prevendo uma pequena recessão. O ano de 2022, mesmo sem o choque de juros, já seria um ano complicado pela indefinição política com uma eleição polarizada, e por si só isso já tornaria os gastos e investimentos de famílias e empresas mais comedidos. Para adicionar insulto à injúria, o mercado coloca um choque de juros na curva – é o que vale para a concessão de crédito, que com esse patamar de taxas possivelmente sofrerá uma redução de volume. **No fim do dia, as pretensões políticas e a má comunicação da equipe econômica terão um efeito líquido negativo sobre a economia, pois o impacto positivo de uma maior distribuição de renda será decerto menor que os problemas que a insegurança fiscal trará sobre a curva de juros e sobre a atividade.**

Um outro aspecto relevante disso tudo é a natureza do choque inflacionário com que estamos lidando, cuja maior parte não é de demanda e sim de oferta. Temos um hiato do produto ainda bem aberto, ou seja, muito desemprego e capacidade ociosa na economia. Há um limite sobre até onde uma economia claudicante, como a nossa, consegue repassar preços com sucesso. **O livro-texto recomenda que choques de oferta sejam tratados pelo Banco Central com uma taxa de juros apenas suficiente para impedir efeitos secundários (repases) na inflação e tomando o devido cuidado para não matar o paciente com a dosagem do remédio. Acreditamos que o nosso BC não irá sancionar a expectativa de juros embutida na parte curta da curva, porém acreditamos que até sabermos o desenlace eleitoral, os prêmios nos setores médios e longos da curva deverão permanecer elevados e com volatilidade.** A curva de juros que faz sentido para nós é positivamente inclinada (e não praticamente “flat” como está agora), com maiores prêmios para prazos mais longos. **Após o mercado de renda fixa ter sido dado como morto, quando os juros chegaram em 2% a.a., podemos dizer que o mercado não só está bem vivo, como apresenta muita volatilidade e oportunidades para os próximos meses.**

Juro Real 12 meses à frente – mediana das expectativas de mercado

Novembro/11 a Novembro/21



Fonte: Bloomberg



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

Signatory of:

