

# CARTA DO GESTOR

---

**Nº 24**

AGOSTO 2021

## BRASIL: DE VOLTA AOS RISCOS FISCAIS

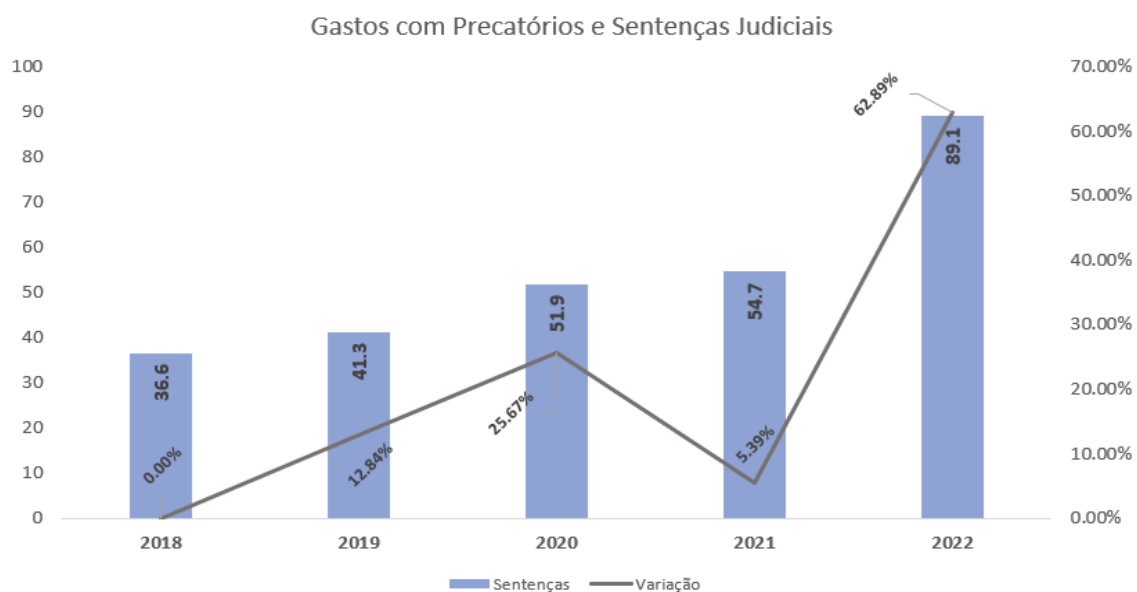
Após alguns meses de certa calma, sustentada por bons resultados de curto prazo, o risco fiscal que voltou ao centro de debates em julho, se intensificou significativamente em agosto. Os desdobramentos mostraram uma falta de coordenação do Ministério da Economia e a fragilidade do arcabouço fiscal frente aos conflitos de interesse nas diversas esferas de poder.

O primeiro conflito está associado à negociação confusa da proposta de reforma do imposto de renda, que culminou com o adiamento da votação do projeto. Em junho, o governo apresentou proposta ao Congresso que aumentava a faixa de isenção do imposto de renda sobre pessoa física, cumprindo promessa de campanha do presidente. A proposta incluía a tributação de dividendos e a redução da alíquota sobre pessoa jurídica.

O interesse do Presidente da Câmara dos Deputados de aprovar a proposta estimulou o relator a alterar o texto para evitar riscos de perda de receita para os entes subnacionais e manter as vantagens de profissionais liberais, empresas do Simples assim como micro e pequenas empresas. Apesar desses ajustes, o texto corre risco de ser rejeitado no plenário se levado à votação. E mesmo se aprovado, sua discussão dificilmente evoluirá no Senado, pois a preferência é pelo debate da PEC 110/2019, uma reforma mais ampla e em gestação na casa há anos.

No fim de julho, o governo federal anunciou que o pagamento de precatórios alcançaria R\$89,1 bilhões em 2022 (Gráfico 1), 63% a mais do que em 2021. Esse aumento foi gerado principalmente por decisões do STF a favor dos estados sobre o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental (Fundef, atualmente Fundeb). Como esse valor tomaria 70% das despesas discricionárias, o governo propôs uma PEC com critérios de parcelamento para os precatórios de maior valor. O projeto incluía ainda a criação de um fundo financiado pela venda de ativos do governo, que serviria para abater as parcelas nos próximos anos. A medida abriria espaço na regra do teto dos gastos para novas despesas de até R\$ 33,5 bilhões. A decisão suscitou suspeitas de contabilidade criativa e de moratória da dívida pública, bem como a possibilidade de desvio de finalidade com os recursos do fundo a ser criado.

**Gráfico 1: Despesas com Precatórios e Sentenças Judiciais (R\$ bilhões, % variação frente ao ano anterior)**

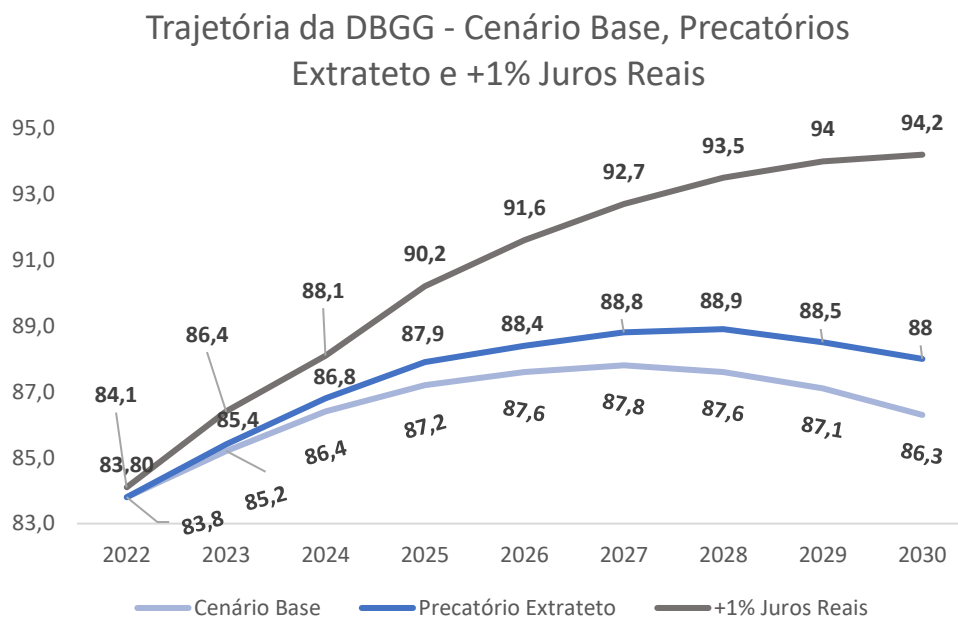


Fonte: Tesouro Nacional, Macro Capital

Após diversos debates, a exclusão dos precatórios da Regra do Teto desde a sua criação em 2016 ganhou impulso quando o Presidente do STF Luis Fux sugeriu a possibilidade de aprovação por meio de uma portaria da CNJ, retirando a necessidade de aprovação pelo Congresso e limitando as despesas com precatórios a R\$ 39,9 bilhões em 2022. Todavia, a proposta eleva os riscos de aumento da dívida pública nos próximos anos, por conta da elevação do passivo em precatórios.

A solução via CNJ, com os precatórios retirados da Regra do Teto, deslocaria a trajetória da dívida pública (Gráfico 2). A depender da indexação da dívida acumulada, a trajetória tende a tornar-se mais onerosa ao governo e aumentar os riscos fiscais, como mostra o cenário de reajuste de 1% de juros reais.

Gráfico 2: Dívida Bruta do Governo Central (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, Banco Central, Macro Capital

O terceiro componente da deterioração fiscal deriva da deterioração da inflação. Diversos choques difundidos em quase todos os segmentos têm pressionado a inflação IPCA. Nos preços livres, choques climáticos, como secas e geadas, afetaram as safras de grãos e a produção de alimentos in natura. A alimentação no domicílio no IPCA-15 de agosto acumulou alta de 16% em 12 meses. A inflação de bens industriais também permanece alta, devido ao desequilíbrio de oferta e demanda, ligado a quebras nas cadeias produtivas e a mudanças mesmo que temporárias no padrão de consumo. Soma-se a isso um setor de serviços em processo de reabertura e preços represados, após um ano e meio de pandemia. Os preços administrados têm se destacado, com a crise hídrica exigindo reajustes nos preços de energia elétrica desde junho.

Um último fator que aumenta a incerteza fiscal está associado à definição do Orçamento de 2022. A exigência de que a Proposta de Lei Orçamentária para 2022 considere o pagamento integral do expressivo aumento dos precatórios exigiu que o documento assumisse hipóteses irrealistas, como a não inclusão de recursos para emendas do relator e de comissão, bem como a estabilidade das transferências para o Bolsa Família. Além disso, por construção, o documento subestima o volume de gastos obrigatórios, ao assumir valores para a inflação INPC, a taxa de juros e o reajuste do salário-mínimo desatualizados.

O presidente, porém, tem sido enfático em sinalizar reajustes entre 50% e 100% para o atual valor médio de R\$ 190 por família para o Bolsa Família, bem como o aumento do número de beneficiários. Para atender esse objetivo e, ao mesmo tempo, cumprir a legislação fiscal, o governo propôs redução no pagamento de despesas com precatórios. Além disso, o Executivo tem advogado pelo corte de subsídios e aumentos de receitas para financiar esse aumento, com a aprovação da proposta sobre o Imposto de Renda. Não obstante, a probabilidade de avanço no Congresso dessas duas últimas propostas é muito baixa.

Julgamos que a ameaça do Ministério da Economia de condicionar a expansão do programa Bolsa Família à aprovação pelo Congresso de medidas de ajuste fiscal não é crível. Dadas as restrições para o corte de despesas, prevemos que o governo e o Congresso terminem por optar pela repetição das estratégias de 2020 e 2021, com a retirada de parte de despesas da Regra do Teto dos Gastos e a instauração de um orçamento extraordinário para financiar a expansão do Bolsa Família e a manutenção das emendas do relator e de comissões.

## ECONOMIA GLOBAL: DINÂMICA DA ATIVIDADE E DA INFLAÇÃO PERMANECE INCERTA

Os mercados globais foram afetados pela percepção de maior risco em múltiplas frentes em agosto. O crescimento de casos de Covid-19 nos EUA por conta da variante Delta reduziu a confiança dos consumidores e das empresas, diminuindo as expectativas de forte crescimento no 3º trimestre. Pela mesma razão, os indicadores de atividade na China desaceleraram significativamente. Em relação à liquidez global, os mercados apreçaram maior chance de o banco central americano – Fed – iniciar a redução das compras de ativos antes do que o esperado. Essa combinação de menor crescimento global com política monetária menos estimulativa nos EUA afetou o preço dos ativos de risco em meados do mês.

A incerteza sobre a evolução da variante Delta foi atenuada pela maior clareza por parte do presidente do Fed, Jerome Powell, na conferência em Jackson Hole sobre a compra de ativos (“quantitative easing” – QE), indicando que a reversão do QE poderia começar ainda neste ano, dada a expectativa de melhoria das condições do mercado de trabalho. Mesmo com a projeção de inflação mais alta, Powell confirmou que não haverá antecipação no curto prazo do debate sobre o aumento de juros.

Por outro lado, o vice-presidente do Fed, Richard Clarida, sugeriu que não é baixo o risco de as projeções de inflação aumentarem nos próximos meses por conta de pressões inflacionárias mais disseminadas. O indicador do Fed de Dallas de núcleo da inflação por médias aparadas alcançou 3,2% em julho, com média nos últimos seis meses de 2,6% em termos anualizados, acima da meta de 2,0%. A inflação poderá ainda ser pressionada nos próximos seis meses devido à alta dos preços de aluguéis e à elevação dos preços de bens duráveis ainda afetados por rupturas na cadeia de suprimento.

A recuperação mais acelerada das condições do mercado de trabalho, um recuo mais lento da inflação e a aprovação de novos pacotes fiscais por parte do Congresso aumentariam a probabilidade de alta dos juros. Nesse caso, o Fed tende a manter a transparência em sua comunicação, gerenciando as expectativas de mercado no caso de aumentar a probabilidade de aumento dos juros no fim de 2022 ou início de 2023. Essa perspectiva e o desaquecimento global em curso sugerem um cenário favorável para o dólar americano, ainda mais quando o ambiente enfrentado por outros bancos centrais, como o Banco Central Europeu, parece menos favorável.

## PERFORMANCE: PERÍODO DESAFIADOR E COM ALTA VOLATILIDADE, PRINCIPALMENTE, NOS MERCADOS LOCAIS

As posições em juros globais, bolsas e moedas contribuíram positivamente para o resultado do fundo em agosto, enquanto commodities foram o destaque negativo, primordialmente nas posições de petróleo e de cobre.

Em renda fixa global, mantivemos uma posição tomada nos juros longos dos EUA, além de posições táticas sob a expectativa de aumento da inclinação na curva de juros. Também mantivemos posição tomada nos juros para o prazo de 10 anos do Reino Unido contra os juros para o mesmo período da Alemanha.

Na parte de moedas, mantivemos alocação comprada em dólar americano aberta há alguns meses, primordialmente contra o euro, mas também contra o dólar australiano. Ao mesmo tempo, permanecemos com a posição comprada em libra esterlina contra o franco suíço e adicionamos uma posição comprada em iene contra o dólar canadense.

Na renda variável global, compramos índices de bolsa nos EUA – S&P e Russel. Na parte de commodities, mantivemos as posições compradas em cobre e, taticamente, em petróleo e ouro. Nossa posição de ações latino-americanas também contribuiu positivamente para o resultado, em especial as relacionadas aos temas de tecnologia e de transformação digital.

A extrema volatilidade no mercado local, motivada pela incerteza gerada nos campos político e fiscal, foram desfavoráveis para nossas posições em ações e em juros, contribuindo negativamente para o resultado no mês. Por outro lado, a posição comprada em real atenuou a perda no mercado local.

O movimento de aumento das taxas de juros na parte intermediária e longa da curva de juros no início de agosto, bem como movimento similar no fim do mês, foram responsáveis pela perda em renda fixa local, tendo havido um pequeno ganho na nossa posição que se beneficiava com a redução da inclinação da curva de juros.

A principal perda em agosto está associada às alocações de renda variável no mercado local. A perda foi influenciada pelo aumento da incerteza e a elevação dos juros mais longos, que têm maior impacto nas ações de menor capitalização e menor liquidez, geralmente que se beneficiam mais do crescimento da economia. A incerteza expressiva nos levou a readequar nossa alocação em bolsa local, com uma redução significativa do número de empresas na carteira, com exposições menores e mais concentradas nas de maior grau de convicção – setores financeiro, vestuário e saúde. A volatilidade do mercado justificou nossa opção de manter alocações focadas na geração de alfa no livro de valor relativo, com a escolha de posições vendidas intrasetoriais. Continuamos seletivos e cautelosos nas posições vendidas da carteira, de forma a minimizar o risco de surpresas advindas das atividades de M&A.

**DESCRIÇÃO**

Fundo multimercado macro que tem por objetivo proporcionar aos seus cotistas ganhos de capital no longo prazo. Os investimentos são realizados a partir de uma sólida abordagem macroeconômica e de uma rigorosa avaliação dos riscos envolvidos. A política de investimento envolve estratégias globais em ativos financeiros de diversas classes, principalmente nos mercados de juros, índices de preços, taxas de câmbio, commodities e ações, utilizando-se dos instrumentos disponíveis tanto nos mercados à vista quanto nos mercados de derivativos.

**RENTABILIDADE**

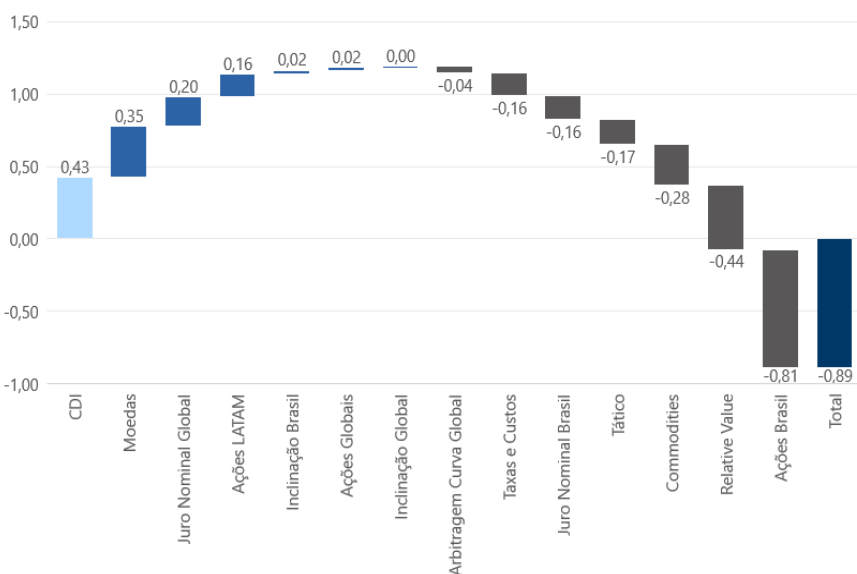
Mês	Ano	Últimos 12 meses	Desde o início
-0,89	-1,42	-1,49	-1,72

**RISCO**

Volatilidade Realizada
7,59% a.a.

**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**

	2021 (%)	DESDE O INÍCIO (%)
<b>Direcional</b>	<b>-0,88</b>	<b>-1,01</b>
Ações Brasil	-0,98	0,10
Ações Globais	0,58	2,53
Ações LATAM	1,09	1,30
Juro Nominal Global	-2,00	-2,30
Juro Nominal Brasil	-0,21	-2,73
Juro Real Brasil	0,00	-0,62
Inflação	0,41	1,61
Inclinação Brasil	-0,65	-0,72
Inclinação Global	1,05	0,79
Arbitragem Curva	0,01	0,01
Arbitragem Curva Global	0,07	0,07
Moedas	-0,41	-2,11
Commodities	0,16	1,07
<b>Relative Value</b>	<b>-0,94</b>	<b>-0,95</b>
Tático	0,35	0,73
Hedge	0,00	0,09
Taxas e Custos	-2,01	-7,04
CDI	2,06	6,47
<b>Total</b>	<b>-1,42</b>	<b>-1,72</b>

**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE NO MÊS (%)**

**RENTABILIDADE HISTÓRICA**

	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	ano	desde o início
2019														
Fundo	-	-	-	-	-	-	-	-	1,50%	1,72%	-0,94%	1,88%	4,21%	4,21%
CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	0,47%	0,48%	0,38%	0,38%	1,71%	1,71%
2020														
Fundo	-0,72%	0,01%	-10,50%	1,31%	2,07%	1,09%	3,07%	-0,44%	-2,20%	-1,57%	1,76%	2,46%	-4,33%	-0,30%
CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	0,19%	0,16%	0,16%	0,16%	0,15%	0,16%	2,77%	4,53%
2021														
Fundo	-1,10%	2,32%	0,63%	0,77%	0,12%	-0,64%	-2,57%	-0,89%	-	-	-	-	-1,42%	-1,72%
CDI	0,15%	0,13%	0,20%	0,21%	0,27%	0,30%	0,36%	0,43%	-	-	-	-	2,06%	6,68%

**CARACTERÍSTICAS DO FUNDO**

Macro Capital Gestão de Recursos	Multimercado Macro	30/08/2019	D+0	D+29 / D+30	R\$ 15.119 Mi
GESTOR	ESTRATÉGIA	DATA DE INÍCIO	COTA DE APLICAÇÃO	COTA DE RESGATE	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Banco Itaú / INTRAG	Investidores em Geral	MCR1FIC BZ Equity	R\$ 5.000,00	R\$ 1.000,00	R\$ 27.987 Mi
CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR	PÚBLICO ALVO	TICKER BLOOMBERG	APLICAÇÃO MÍNIMA	MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	PL MÉDIO <sup>1</sup>
32.973.321/0001-69	Longo Prazo	100% CDI	2,0% a.a.	20% do que exceder o CDI	R\$ 105.857 Mi
CNPJ	CLASSIFICAÇÃO TRIBUTÁRIA	BENCHMARK	TAXA DE ADMINISTRAÇÃO	TAXA DE PERFORMANCE	PL MASTER



A Macro Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. A Macro Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste site. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não constituem nenhum tipo de aconselhamento de investimentos. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica e personalizada, antes de sua decisão sobre investimentos. Fundos de investimento não contam com nenhum mecanismo de seguro e nem garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os fundos Macro Capital, através de suas estratégias de investimento, podem estar sujeitos a diversos riscos inerentes ao negócio, como concentração de ativos de um mesmo emissor e alta exposição a derivativos e investimentos fora do país. Essas estratégias podem resultar em significativas perdas patrimoniais, podendo, inclusive, acarretar perdas superiores ao capital aplicado e consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. A rentabilidade apresentada dos fundos não é líquida de impostos.