

CARTA DO GESTOR

Nº 26

OUTUBRO 2021

ALGUM EXAGERO NA REAÇÃO DO MERCADO AO ROMPIMENTO DO TETO DE GASTOS

A PEC 23/2021 – PEC dos Precatórios – limita, caso aprovada, o pagamento de precatórios a R\$ 44,6 bilhões em 2022. Ao mesmo tempo, a proposta de mudança da metodologia de correção do Teto dos Gastos abre um espaço adicional de R\$ 47 bilhões. As duas alterações aumentam o limite de despesas em R\$ 91,6 bilhões, para R\$ 1,657 trilhão em 2022, uma alta em termos reais de 2,9% frente ao teto original sem alterações.

Como parte desses recursos – R\$ 6 bilhões – está automaticamente vinculada às despesas de saúde, educação e emendas parlamentares individuais e de bancada, o espaço líquido disponível para gastos é de R\$ 85,6 bilhões em 2022.

Várias despesas não foram consideradas no PLDO de 2022 divulgado em agosto. Nossa estimativa é de gastos extras de R\$ 107,8 bilhões (Figura 1).

Figura 1: Gastos adicionais frente ao PLDO de 2022 divulgado em agosto

Item	Total
Reajuste de despesas obrigatórias por conta da maior inflação	27.2
Despesas adicionais para expansão do Bolsa Família (Auxílio Brasil)	49.4
Reincorporação das emendas da Relatoria e das Comissões	16
Despesas do INSS com a Desoneração da Folha de Pagamentos para 17 setores	8.3
Bolsa Diesel para cerca de 750 mil caminhoneiros	3.6
Auxílio Gás	0.6
Aumento do Fundo Eleitoral	2.7
Gastos adicionais frente ao PLDO de agosto	107.8

Fonte: Tesouro Nacional, Macro Capital

Parte dos R\$ 107,8 bilhões será absorvida nas dotações previstas para os ministérios. Esse valor não representaria uma alta efetiva dos gastos frente ao PLDO – o governo precisaria utilizar cerca de R\$ 20 bilhões do orçamento já existente.

As despesas totais do governo central acumularam R\$ 1,2 trilhão neste ano até setembro, correspondente à alta em termos reais de 7,5% frente ao mesmo período de 2019. Os benefícios previdenciários alcançaram R\$ 546 bilhões (alta de 7,7% na mesma comparação), enquanto as despesas com pessoal totalizaram R\$ 434 bilhões (redução de 4,1%) e os benefícios de prestação continuada da LOAS/RMV R\$ 53 bilhões – cerca de 70% das despesas totais são destinadas para cobrir esses três pagamentos. As despesas obrigatórias acumularam R\$ 249 bilhões até setembro deste ano, uma elevação de 44% frente aos valores de 2019, com grande parte dessa alta associada aos créditos extraordinários de R\$ 98 bilhões no período.

Por outro lado, a receita total do governo central até setembro aumentou em termos reais 8,7% frente ao mesmo período de 2019, sendo que a receita administrada pela Receita Federal (e.g., impostos e contribuições sociais) cresceu 10,9%. A receita líquida – sem as transferências para entes regionais relativas à repartição de receita – aumentou 8,0%. Desse modo, o déficit primário do governo central alcançou R\$ 82 bilhões até setembro, muito próximo ao de 2019 em termos reais.

A reduzida deterioração prevista para o resultado primário de 2022, com um provável aumento das despesas do governo central em 5% frente ao teto dos gastos anterior, não parece compatível com a reação dos participantes de mercado nas últimas semanas de outubro. Apesar de não ser possível classificar como uma trajetória positiva, as contas públicas estão longe de deter um perfil compatível com alegações de descontrole fiscal.

O déficit primário de 2022 também não será muito superior em termos reais ao de 2021, mesmo assumindo nosso cenário de crescimento do PIB nulo e de inflação próxima a 5,0% no próximo ano. Dessa forma, a decisão de elevar o teto dos gastos, porquanto negativa, não aumenta o aumento do déficit primário suficientemente para gerar no curto prazo um desequilíbrio permanente das contas públicas nem uma alta substancial da inflação.

Alegações de dominância fiscal – aperto monetário elevando a dívida continuamente, em um ambiente de baixo crescimento e sem a possibilidade de corte de gastos ou de elevação da receita – não fazem, conseqüentemente, muito sentido. O governo poderia aumentar gastos ou substituir despesas ineficientes por alocações que melhorem a distribuição de renda e a produtividade da economia sem promover uma deterioração dos resultados fiscais. Basta, simplesmente, aumentar impostos ou cortar renúncias tributárias.

Essa estratégia, porém, é negativa para os fundamentos da economia. Uma maior carga tributária e maiores gastos ineficientes – o que não é o caso da transferência de renda para a população em extrema pobreza – levam à maior inflação, juros mais altos, taxa de câmbio mais depreciada e menor crescimento econômico.

A reação dos preços de mercado desde a divulgação da possibilidade de não cumprimento ou de alteração da Regra do Teto de Gastos foi expressiva. Em outubro, a taxa do contrato futuro de juros Janeiro-23 aumentou 293 pontos base (pb), apreçando uma alta da taxa Selic de 525 pb até o fim de 2022, sendo 500 pb nas três próximas reuniões do Copom. No fim de outubro, a curva de juros estava praticamente horizontal. As taxas de juros dos contratos Janeiro-25 e Janeiro-27 aumentaram, respectivamente, 192 pb e 157 pb, correspondendo à uma taxa Selic média de 12,14% em 2024 e 12,60% em 2026.

Ao contrário de haver um aumento da sua inclinação para embutir o aumento do risco de insolvência da dívida pública fiscal para prazos mais longos, a curva de juros ficou mais horizontal, reagindo a um suposto aumento do risco de alta da inflação no curto prazo por conta da expansão fiscal.

A reação dos preços de mercado, portanto, parece desmedida frente à dimensão da alteração da Regra do Teto de Gastos. Os modelos sugerem que o eventual aumento do déficit primário no próximo ano é compatível com uma elevação da inflação de curto prazo. Conseqüentemente, a reação adequada de política monetária é a de sinalizar um ciclo de aperto monetário mais significativo. Todavia, a curva de juros passou a apreçar uma alta da taxa Selic muito além do que os modelos sugeririam como necessário. A menos de um aumento muito maior do déficit primário ou de novos choques na inflação ao consumidor, a curva de juros tende a se deslocar para baixo, notadamente na sua ponta curta.

Além do não cumprimento da regra do Teto dos Gastos e do seu impacto sobre a inflação, outras razões também têm sido apontadas para explicar o expressivo deslocamento para cima da curva de juros local. Alguns participantes de mercado alegam que parte da deterioração dos preços de mercado deveu-se ao risco da saída de Paulo Guedes do Ministério da Economia. Essa razão, porém, não parece sólida, pois a probabilidade da substituição do ministro é baixa. O presidente parece reconhecer que a saída seria prejudicial ao seu governo. Ao mesmo tempo, o ministro continua demonstrando seu interesse em permanecer no governo, seja por sua alegada crença de que o país segue na trajetória desenhada, apesar das normais idas e vindas do processo, seja devido às atrações do poder do cargo mais poderoso da Esplanada dos Ministérios.

De qualquer forma, o atual ministro da Economia carece de capacidade de negociação política, o que prejudica a consecução de acordos para aprovação de medidas no Congresso. No atual momento de fragmentação partidária, seria útil se o ministro da Economia tivesse uma maior habilidade de negociação. A escolha de um político com experiência administrativa e com excelente trânsito no Congresso, inclusive com a oposição, parece a escolha mais apropriada de ocupante do cargo, independentemente de quem seja o futuro presidente.

Outros participantes de mercado atribuem parte do movimento dos preços dos ativos às substituições recentes do Ministério da Economia. Apesar do seu simbolismo, essa razão também parece frágil, pois não houve efetivamente piora de qualidade da equipe. Os novos ocupantes da secretaria especial da Fazenda e da secretaria do Tesouro Nacional são reconhecidamente experientes e com ótima reputação junto aos parlamentares.

O deslocamento para baixo da curva de juros seria desejável nas próximas semanas para não prejudicar os fundamentos de forma mais permanente. Esse processo seria acelerado caso o governo fosse capaz de apresentar um projeto de redução de gastos, corte de renúncias tributárias ou aumento de impostos nos próximos anos. Esse cenário, contudo, parece improvável. Uma alternativa para conter o movimento da curva de juros seria o de reverter a deterioração das expectativas de inflação para o curto prazo.

Independentemente das razões, a Regra do Teto dos Gastos não foi cumprida em 2020, 2021 nem 2022. A probabilidade de cumprimento nos próximos anos é nula sem que haja uma alteração significativa na trajetória prospectiva dos benefícios previdenciários e das despesas de pessoal. Ademais, seria necessário redirecionar alguns programas sociais para atender os mais necessitados. Essas medidas dificilmente serão aprovadas em 2021 nem em 2022.. Desconsiderando comentários esporádicos a favor, o presidente não tem se envolvido muito para a aprovação dos ajustes defendidos pelo Ministério da Economia. Sem esse apoio, não há como o Congresso aprovar medidas que cortem privilégios e benefícios.

Nesse sentido, a obediência à Regra do Teto dos Gastos nos próximos anos só será possível com a incidência de mais exceções à regra, o que corresponde ao seu não cumprimento. O ideal seria o atual governo introduzir nova regra para garantir a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo. O Congresso poderia reintroduzir, por exemplo, uma regra firme para a meta de resultado primário, determinando uma gradual recomposição do superávit: – metas de - 0,5% do PIB em 2022, 1,0% do PIB em 2024, 1,5% do PIB em 2025 e 2,0% do PIB em 2026. Os parlamentares precisariam compreender que um eventual aumento de despesas teria de ser sustentado pela elevação de impostos, caso não haja corte de outros gastos. Como reduzir despesas e renúncias tributárias será difícil, restará ao próximo governo elevar a arrecadação em 2,0% do PIB até o fim de 2026.

Ao mesmo tempo, o Poder Executivo precisa aprimorar sua narrativa, atualmente muito desgastada, de forma rápida para tornar suas ações mais críveis. Como essa atuação está longe de ser simples, a volatilidade dos preços dos ativos tende a continuar alta em novembro.

OUTUBRO: MAIOR INCERTEZA EM DIVERSOS MERCADOS

O resultado do fundo Macro Capital One foi negativo em outubro, apesar da confirmação do nosso cenário de condições favoráveis para ações nos países centrais, mesmo com juros mais altos, e de deterioração fiscal no mercado local.

Os mercados globais iniciaram outubro sob a ameaça de estagflação, em função da crescente inflação nas maiores economias desenvolvidas, em particular China e Europa, e da redução do ritmo de atividade gerada por restrições nas cadeias de suprimentos. O recrudescimento de casos de COVID, a elevada inflação de insumos industriais e a crise no setor imobiliário contribuíram para a redução das projeções de crescimento da China. Na área do Euro, a forte alta dos preços de energia e o crescente número de casos de COVID também embutiram mais incerteza ao cenário.

Por outro lado, a diminuição de casos de COVID nos EUA contribuiu para uma ligeira recuperação da confiança empresarial e dos consumidores. O robusto crescimento das vendas no varejo e a temporada de bom resultados corporativos também diminuíram os riscos associados aos gargalos nas cadeias de suprimentos. Refletindo o menor pessimismo, as bolsas dos EUA voltaram para patamares historicamente altos.

Na renda fixa global, entretanto, a volatilidade aumentou. Os preços de mercados anteciparam o início dos ciclos de alta de juros, em consonância com um discurso menos otimista dos bancos centrais sobre a inflação. Isso contribuiu para uma menor inclinação da curva de juros, ilustrando a expectativa de menor crescimento e de ciclos de aperto monetário de menor magnitude.

O fundo obteve resultados positivos com posições compradas na bolsa americana. Nossas posições em moedas também tiveram bom desempenho, refletindo principalmente nossa visão de dólar forte. Apesar do aumento dos juros em linha com nosso cenário, nossas posições no mercado global de juros sofreram em função da maior volatilidade. Na parte de commodities, nossas posições compradas em cobre geraram perdas, pois ao contrário de permanecer com a mesma dinâmica dos últimos três meses, o preço de commodities acelerou na 1ª metade do mês, mas recuou a partir de então.

O movimento da taxa de juros local foi muito expressivo em outubro – aumento das taxas dos contratos de juros Jan/23 e Jan/27 de, respectivamente, 293 pontos base (pb) e 157 pb. Nossa expectativa de que o aumento da incerteza fiscal no Brasil influenciaria os riscos de solvência da dívida pública para prazos mais longos levou-nos ao posicionamento tomado na inclinação da curva de juros. O forte deslocamento da estrutura a termo para cima também nos estimulou a adicionar posições aplicadas na parte intermediária da curva de juros. Por julgar que as altas da taxa Selic embutidas na curva de juros para a reunião de outubro eram muito exageradas – alta da taxa Selic acima de 150 pb em cada uma das duas reuniões seguintes, aplicamos na parte curta da curva de juros.

Nossas expectativas provaram-se equivocadas, pois o mercado adotou a avaliação de que a piora fiscal contribuiria para um aumento expressivo da inflação no curto prazo. Essa interpretação gerou forte deslocamento da curva de juros para cima e diminuição da inclinação da curva (Jan27/Jan23) de cerca de 132 pb em 22 de outubro para zero no fim de outubro. Apesar da nossa convicção de que dificilmente o Copom promoveria um aperto monetário em outubro superior a 150 pb, zeramos nossas posições nos contratos de juros antes da reunião de outubro do Copom, realizando uma perda, em função da elevada incerteza e da extrema volatilidade no mercado.

O cenário prospectivo da Macro Capital para a taxa Selic embute uma alta de 150 pb, seguido de outros três aumentos – 100 pb, 50 pb e 25 pb, com os juros terminando 2022 em 11%. Posições que privilegiem uma inflação mais elevada e uma curva de juros com maiores prêmios – posições compradas em inflação e tomadas em juros – tendem a se beneficiar por conta do cenário de maior incerteza.

A forte deterioração do mercado de juros elevou a incerteza em alguns mercados, contribuindo para o recuo do Ibovespa em 6,8% em outubro. Na direção contrária ao bom desempenho do mercado acionário dos EUA, as principais bolsas da América Latina recuaram em outubro por conta de turbulências e incertezas políticas nos respectivos países. A bolsa brasileira recuou pelo quarto mês consecutivo, com desempenho acumulado no ano muito inferior à da maioria dos outros países, incluindo pares emergentes. O México foi impactado pelas incertezas relativas à reforma do setor de energia, enquanto o Chile submeteu-se a riscos advindos das eleições de novembro e das pressões relacionadas à liberação da quarta tranche dos recursos dos fundos de pensão. Assim, os ganhos obtidos na bolsa americana não compensaram as perdas nas exposições nas ações brasileiras e latino-americanas.

Reduzimos a exposição direcional no mercado acionário brasileiro ao longo do mês, aumentando a exposição à bolsa americana, através de derivativos, que ofereciam uma proteção no caso de declínio e em menor grau a ações de América Latina.

A realização do mercado, em especial na bolsa brasileira, gerou muitas distorções, levando algumas ações para preços baixos em relação aos seus fundamentos. Nesse cenário, a seleção de ações tende a gerar mais valor.

No contexto de aumento de volatilidade e das incertezas na construção da carteira, terminamos outubro com uma alocação mais defensiva, privilegiando a exposição em ações de empresas mais sólidas, líquidas, geradoras de caixa e líderes de mercado. Em contrapartida, mantivemos as posições de maior convicção no segmento de empresas de média e baixa capitalização, mais alavancadas e com perfil de forte crescimento, neutralizando-as com posições vendidas em ações com piores fundamentos, baixo potencial de valorização e expostas aos mesmos fatores de risco, estilo e setor. O resultado foi uma redução na exposição líquida na estratégia direcional e um aumento da exposição bruta na estratégia de valor relativo. Assim, ampliamos a busca por geração de retorno através de “alfa” e menos por “beta”. Setorialmente, mantivemos as exposições líquidas concentradas nos setores de commodities, financeiro e vestuário.

Time Macro Capital

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.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

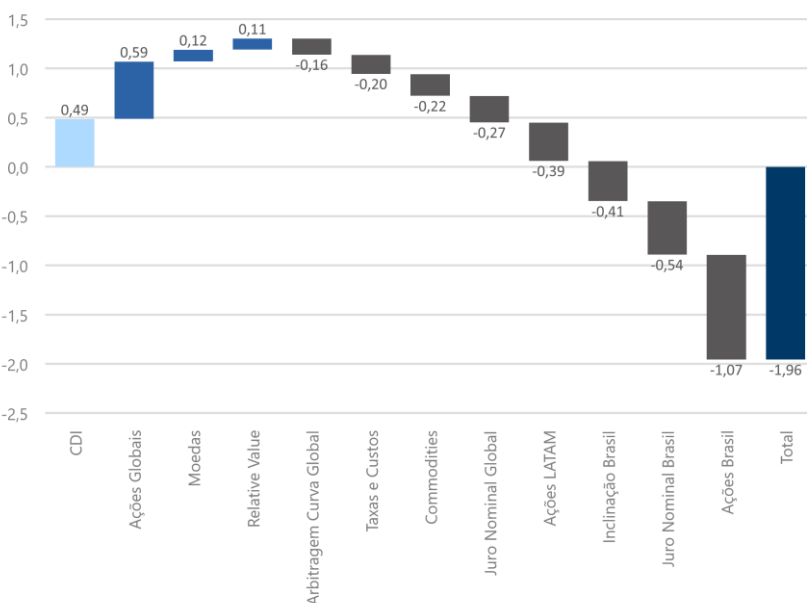
	2021 (%)	DESDE O INÍCIO (%)
Direcional	-4,84	-5,03
Ações Brasil	-3,06	-1,99
Ações Globais	0,52	2,45
Ações LATAM	0,28	0,49
Juro Nominal Global	-1,71	-2,02
Juro Nominal Brasil	-1,12	-3,65
Juro Real Brasil	0,00	-0,62
Inflação	0,41	1,60
Inclinação Brasil	-0,85	-0,93
Inclinação Global	1,07	0,81
Arbitragem Curva	0,01	0,01
Arbitragem Curva Global	-0,01	-0,01
Moedas	-0,30	-2,00
Commodities	-0,06	0,84
Relative Value	-1,08	-1,10
Tático	0,31	0,70
Hedge	0,00	0,09
Taxas e Custos	-2,30	-7,25
CDI	2,99	7,39
Total	-4,92	-5,20

RENTABILIDADE

Mês	Ano	Últimos 12 meses	Desde o início
-1,96	-4,92	-0,95	-5,20

RISCO

Volatilidade Realizada
7,47% a.a.

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%	-1,62%	-1,96%	-	-	-4,92%	-5,20%
CDI	0,15%	0,13%	0,20%	0,21%	0,27%	0,30%	0,36%	0,42%	0,44%	0,48%	-	-	3,00%	7,67%

CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Macro Capital Gestão de Recursos	Multimercado Macro	30/08/2019	D+0	D+29 / D+30	R\$ 12.914 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\$ 20.941 Mi
CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR	PÚBLICO ALVO	TICKER BLOOMBERG	APLICAÇÃO MÍNIMA	MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	PL MÉDIO ¹
32.973.321/0001-69	Longo Prazo	100% CDI	2,0% a.a.	20% do que exceder o CDI	R\$ 83.235 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.

¹Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 meses.