

**“O SEGREDO DA VERDADE É O SEGUINTE: NÃO EXISTEM FATOS, SÓ EXISTEM HISTÓRIAS.”<sup>1</sup>**

As expectativas importam? A medicina científica vem publicando ao longo de décadas estudos empíricos sobre o que batizaram de “efeito placebo”. A autocura sendo catalisada por substâncias adulteradas, normalmente remédios sem efeito, produz uma sensação positiva que catalisa a recuperação do paciente desde os tempos de Hipócrates<sup>2</sup>. Diversos ensaios expandem a temática: a forma do médico comunicar e agir, o efeito da informação colhida on-line, os noticiários sobre a doença. Os efeitos são cascateados.

Este é apenas um exemplo de como nossa expectativa pode influenciar a realidade<sup>3</sup>. Exames do cérebro revelam que a interpretação a respeito da qualidade de um vinho, baseada no preço ou em uma crítica especializada, influencia a atividade cerebral nos centros de recompensa quando o pretense enólogo sorve seu primeiro gole. Esportistas transpassam seus desempenhos máximos somente por acreditar que consumiram substâncias anabolizantes. No universo da realidade virtual já se pesquisou a correlação de indivíduos que utilizam avatares superiores à sua própria beleza tendendo a agir com confiança superior, e conseqüentemente, sendo mais bem sucedidos no jogo da sedução.

Nos casos citados acima a expectativa se torna concreta, mas com certas limitações. A capacidade de influenciar se asfixia no teste da realidade. Os placebos não curam tumores e os atletas têm limitações físicas. No entanto, efeitos condicionados, sutis por sua natureza, podem perpetrar alterações permanentes. Em determinadas áreas, a expectativa, de fato, influencia a realidade.

O novo governo venceu o sufrágio com a menor distância desde a criação da República Federativa do Brasil. A decisão foi uma espécie de *photochart* eleitoral. Expôs um país dividido e reforçou uma geografia divisória, com a linha marcada entre regiões, sendo o centro de Minas Gerais a nossa Linha do Equador.

A gestão Bolsonaro, apesar de todo atraso civilizatório na condução de pastas essenciais para a construção de uma sociedade justa e produtiva, e de todos atentados às instituições democráticas, legou uma gestão econômica aceitável. O sopro de liberalismo, mesmo que em determinados momentos primitivo, continuou o trabalho bem feito da gestão Temer. Enfileirou reformas<sup>4</sup>, construiu marcos regulatórios decentes, operou o BNDES em nível próximo de um gabarito corporativo, e acima de tudo, afastou da economia um governo ativista que sufoca como um polvo as artérias da iniciativa privada. O crescimento em 2022 mostrou certo ritmo além das expectativas iniciais, com o PIB avançando próximo de 3% e a taxa de desemprego assumindo curva decrescente. A inflação se manteve sob controle e em queda,

---

<sup>1</sup> Epígrafe de “Viva o Povo Brasileiro” de João Ubaldo Ribeiro.

<sup>2</sup> Hipócrates, o pai da medicina ocidental, reconhecia o poder da sugestão e da crença no processo de cura, o que é considerado um precursor do conceito moderno de efeito placebo.

<sup>3</sup> O investidor/filósofo George Soros influenciou gerações de investidores com sua Teoria da Reflexividade que aborda em parte esses pontos no âmbito do mercado financeiro. Explora a relação entre pensamento e realidade, inspirado no filósofo Karl Popper que corajosamente questiona a verdade empírica como distante da certeza absoluta.

<sup>4</sup> Podemos citar como exemplo o Marco Legal do Saneamento (Lei 14.026/20), a Desestatização da Eletrobras (Lei 14.182/21), a Nova Lei do Gás (Lei 14.134/21) e a Lei da Liberdade Econômica (Lei 13.874/19). Importante deixar claro que embora esses temas tenham sido sancionados na gestão Bolsonaro, o trabalho que levou a eles foi iniciado antes de sua gestão.

contrastando com o ciclo dos países desenvolvidos. Mesmo enfrentando externalidades negativas com características meteóricas, como a Covid e a Guerra da Ucrânia, a dívida pública voltou ao patamar pré-pandemia. Pode-se, de forma justa, argumentar que o gol foi de mão, dada a ajuda da inflação e preço de *commodities*, mas mesmo se considerarmos estes efeitos, a fotografia continua razoável.

Os críticos apontam, com razão, que existe uma necessidade iminente de recomposição de recursos do Orçamento para diversas iniciativas de amparo à faixa menos favorecida de renda, a inflação não está morta e os juros estão muito elevados. Além disso, a obsessão tradicional de todo político brasileiro pela reeleição também legou uma farra distributiva ineficiente e mal direcionada. Sem contar que o último orçamento aprovado em 2022 nas casas legislativas trata-se de uma peça de ficção. No entanto, a situação nos parece distante do slogan de palanque tradicional Lulista, repetido *ad nauseam*, mesmo depois do certame eleitoral, de que recebe uma “herança maldita”. Repete uma questão aparentemente freudiana vivida duas décadas atrás, a obsessão crítica, fruto de um narcisismo clássico que tem seus traços nos populistas históricos.

## O MEA CULPA

“Um samba pra alegrar o dia, pra zerar o jogo / Coração pegando fogo e cabeça fria / Um samba com categoria, com calma / Cair no mar, lavar a alma”<sup>5</sup>

O atrapalhado governo Dilma continua sendo objeto de negação da claqué petista. A avassaladora popularidade dos governos Lula I e II, além do momento positivo vivido pelos países emergentes exportadores de *commodities*, permitiu que todo livro texto de um pretense novo desenvolvimentismo fosse testado entre 2010 e 2014. As implicações negativas comprovadas e facilmente interpretáveis a partir de dados, ainda mais com o benefício do tempo, deveriam funcionar como o mapa do abismo para nunca mais se aproximar.

Compreende-se que uma campanha política não deve ser vista como oportunidade para expiar culpas e revelar pecados. Ainda mais para quem acredita ter o monopólio das virtudes. Como colocado por Schumpeter, “a primeira coisa que um homem fará por seus ideais é mentir”. No entanto, a negação da história recente de forma intransigente, mesmo depois do processo eleitoral consolidado, por mais que seja compreensível ao se utilizar os óculos do cinismo da arte da política, amedronta e intimida. A presença de participantes do naufrágio, com cargos ativos e a empáfia de quem foi tragado por uma tempestade, e não o capitão que nos levou para perto de um suicídio coletivo, assombra. Por fim, quando a fala demagoga transpassa a retórica e converte-se em propostas técnicas e práticas, aterroriza. Utilizando-se de clássicos métodos populistas, enfileirando inimigos invisíveis<sup>6</sup>, em determinados momentos vestidos de especuladores rentistas, em outros esculpindo uma figura do mercado como um sindicato organizado para se apropriar de toda riqueza do país, apenas relembra técnica milenar utilizada por diversas religiões para domesticar seus fiéis<sup>7</sup>, além de figuras históricas que não legaram bem-estar para a sociedade a que fingiam zelar.

---

<sup>5</sup> Trecho da música “Que Tal um Samba” de Chico Buarque.

<sup>6</sup> O vilão STF de Bolsonaro é substituído pelo insensível Banco Central. A vacina chinesa dá lugar a retórica contra o “imperialismo ianque”.

<sup>7</sup> A construção do Diabo como oposição a Deus é constante na pregação por séculos e é identificada já no Zoroastrismo, a mais antiga religião monoteísta de que se tem referência. Assim como a serpente do Éden, Satan no Velho Testamento Hebraico, Lucifer entre outros personagens.

A discussão fiscal parecia uma atitude óbvia em início de mandato. O esperado seria uma intervenção prudente na despesa pública no primeiro ano de mandato assegurando a assistência social. A responsabilidade fiscal, inicialmente retórica, facilitaria a valorização do câmbio, a queda da inflação, e por fim permitiria um Banco Central independente antecipar a queda de juros – a narrativa se transformando em história, o populista se convertendo em estadista. Para um país que já enfrentou situações econômicas mais desafiadoras no passado, o ponto de partida não parecia nenhuma catástrofe.

Porém, a escolha do Presidente eleito foi outra. A recuperação que aparecia em um horizonte longo foi encoberta em apenas poucas semanas. O discurso antiquado e obsoleto voltou a ser bramido, as sofridas empresas públicas viraram tesouros e as privatizações tornaram-se atos entreguistas de lesa pátria, com a desculpa de que a saída é pela política. Ataca-se a governança estabelecida a duras penas para frear a corrupção. Financiamentos internacionais desajustados são travestidos de inteligência diplomática e determinados setores primários tornam-se estratégicos. Por fim, impostos rudimentares já testados e refutados em dezenas de experiências mundo afora são criados<sup>8</sup>. O protagonismo do estado volta a ser idealizado como a máquina necessária para resolver nossos problemas e trazer a tão sonhada prosperidade para todos.

Neste momento, naturalmente se questiona se a visão de um Lula pragmático vem apenas da circunstância<sup>9</sup> do distante primeiro mandato, com o auxílio da equipe econômica do governo FHC no período de transição<sup>10</sup>, ou de uma lenda construída *a posteriori* a partir de um resultado positivo. Afinal, se pragmático fosse, deixaria o Banco Central em paz e se concentraria em abolir o obscurantismo do governo anterior, com a compreensão de que só o crescimento econômico em bases sólidas é capaz de reduzir a pobreza de forma sustentável.

### Investir em Ações neste ambiente

À luz dos acontecimentos recentes, podemos enxergar protecionismo, baixa produtividade econômica e um Estado protagonista intervindo na escolha dos setores beneficiados.

Esta agenda deve ser relevante para a definição das empresas capazes de sobreviver neste cenário hostil e desafiador. Em um país com baixo crescimento econômico e alto custo de capital, a escolha de ativos com qualidade suficiente para sobreviver ao ciclo se faz essencial para alcançar um bom retorno. Por outro lado, voltaremos provavelmente a um contexto de escassez de capital e conseqüentemente acanhada competição. O mercado de capitais deixa de cumprir seu papel, favorecendo as empresas bem estabelecidas e capitalizadas, que devem continuar crescendo e ganhando margem mesmo em ambiente inóspito.

Infelizmente, Brasília volta a ser o centro gravitacional do país, uma espécie de Pasárgada<sup>11</sup> contemporânea, onde muito vale ser amigo do rei. Em consequência do voluntarismo deste governo, além da vocação de transformar o estado

---

<sup>8</sup> Nos referimos naturalmente ao imposto temporário sobre exportação de petróleo.

<sup>9</sup> Não devemos esquecer que o responsável pelo programa econômico do PT antes do primeiro mandato era Celso Daniel, que veio a ser substituído por força de circunstâncias muito particulares pelo médico ribeirão-pretano Antonio Palocci, responsável pela guinada estratégica em direção a uma maior ortodoxia econômica.

<sup>10</sup> Nesse sentido recomendamos a leitura do livro “Eles não são loucos: Os bastidores da transição presidencial FHC-Lula” de João Borges.

<sup>11</sup> Cidade idealizada do poema “Vou-me embora pra Pasárgada” de Manuel Bandeira. Arriscando uma atualização: *Vou-me embora pra Brasília / Lá sou amigo do rei / Lá tenho o subsídio que eu quero / Na planta que escolherei.*

em protagonista, torna-se inevitável refletir permanentemente a respeito de programas governamentais e subsídios potenciais. Um cuidado adicional deve ser a interpretação da potencial reforma tributária, assim como a ambição de aumento de receita do novo arcabouço fiscal, sobre determinados setores. O impacto tende a ser heterogêneo em termos de escopo e profundidade.

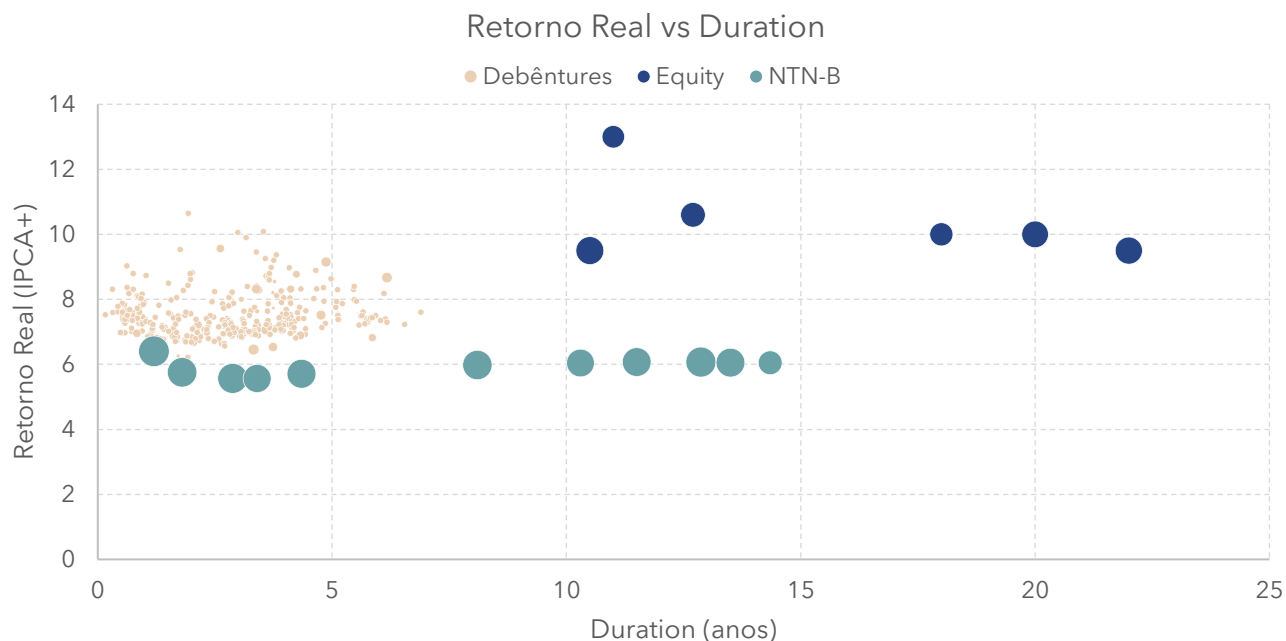
Depois de décadas de contencioso tributário e uma carga fiscal crescente para servir um estado cada vez mais custoso, a maturidade da reforma parece enfim ter se aproximado. O benefício de longo prazo é indiscutível. No entanto, a economia brasileira se equilibrou a partir de dois grupos de companhias - as micro empresas que sobrevivem na informalidade ou no regime do Simples, e as grandes empresas beneficiárias de subsídios, seja de capital ou de regimes fiscais especiais. Praticamente não existem grandes empresas sem essas benesses, pois foram extintas pelo esmagador custo de capital e pela carga fiscal asfixiante. Perecem na ausência de instrumentos para brigar em uma luta injusta. Obviamente essa mudança significativa vai revirar, deslocar e balançar estruturas fabris, fiscais e operacionais construídas para obedecer a lógica anterior. Não vai ser simples, especialmente para empresas de serviços e varejo. Estas parecem ser a presa acessível para alcançar resultados tangíveis rapidamente. Na prática, hoje, qualquer empresa brasileira com carga tributária abaixo de 34% tem um alvo nas costas.

Em uma nota mais construtiva, a reforma deve se traduzir em ganhos de produtividade futuros. A simplificação da estrutura de tributos permite o encolhimento da burocracia na gestão fiscal, o desejado combate à regressividade tributária e, por fim, proporciona uma reflexão necessária sobre a reforma do estado. O sistema tributário de um país deve espelhar as prioridades da sociedade e esses movimentos devem favorecer uma reflexão mais profunda. Além disso, junto com um arcabouço fiscal crível e o enfrentamento de renúncias fiscais históricas, o estado protetor prometido pelo governo eleito se sustenta. Assim, pode-se enfim equilibrar a trajetória de endividamento público, conduzindo os juros pagos nos títulos públicos com vencimentos longos – balizador de preço para ativos de *duration* alta como ações – para um nível inferior ao atual.

Este movimento pode ser um importante catalisador para a re-precificação das ações brasileiras. Se o ciclo de 2019 até meados de 2021 catapultou o mercado de ações para uma alocação superior à histórica na poupança doméstica, este ciclo corrente favoreceu a renda fixa. Especialmente os títulos isentos – CRI, CRA e debêntures incentivadas – que, com mérito, se transformaram em "*plat du jour*". No gráfico abaixo compilamos o tamanho da emissão desses títulos, representado pelo tamanho das bolas, e comparamos sua *duration*<sup>12</sup> e retorno esperado com as principais ações do portfólio e os títulos públicos atrelados à inflação (NTN-B 's).

---

<sup>12</sup> *Duration* representa o tempo médio que o investidor deve receber seu valor investido ajustado pelos juros. De forma um pouco mais simplificada, representa o indicador que mensura a sensibilidade do ativo a variação da taxa de juros. Em teoria, quanto maior o *duration*, maior deve ser o impacto positivo da queda do juros no preço do ativo.



O impacto de uma eventual queda de juros deveria ser significativamente mais alto nas ações em comparação aos instrumentos de renda fixa, mesmo os atrelados à inflação com vencimentos longos, pois parte do principal é devolvido ao longo do tempo.

Por fim, além do potencial impacto dos juros, devemos lembrar que o CDI aumenta o estoque de riqueza no período de juros altos. Quando o ciclo se inverte e a redução dos juros se torna inevitável, este estoque turbinado pelo CDI tende a voltar para comprar ações. Acrescentando um epílogo ao célebre comentário sobre a pequenez do mercado de ações brasileiros: Se a porta de saída das ações no Brasil é estreita, a porta de entrada não fica distante.

A construção da carteira tem obedecido às circunstâncias. Podemos dividi-la em três grupos. O primeiro representado pela obsessão de aproveitar o farto e rico carregamento brasileiro. Trata-se de empresas de energia com retorno protegido, do ponto de vista regulatório, acima das NTN-Bs de *duration* semelhante, e que contam ainda com a opcionalidade de alocar capital nessa economia em modo de escassez. O segundo grupo engloba empresas de tecnologia com diferenciais competitivos substanciais e exponencialidade de crescimento com retornos marginais crescentes. Nestes casos é importante se disciplinar no preço a ser pago, de forma a não incluir todo o futuro brilhante na avaliação. Quando esses ativos se valorizam apressadamente, podemos vender opções em cima da posição para aumentar o carregamento, aproveitando a volatilidade de mercado, e trazendo mais segurança para o investimento. Por último, há também os bons e velhos oligopólios brasileiros que não são tão dependentes do crescimento do PIB e se beneficiam via competição benigna de um ambiente econômico desafiador. Os anos recentes expulsaram relevantes *players* locais e espantaram as multinacionais. A possibilidade de crescimento em regiões periféricas com escala de mercado habitualmente carrega competição indomável – vide Telecom na América Latina nos últimos vinte anos –, influenciando o equilíbrio econômico negativamente. Em ambientes hostis, sobreviver é o ato mais meritório. Woody Allen resumiu bem a questão: “80 percent of success in life is just showing up”. De vez em quando tudo o que se precisa é de paciência e perseverança.

Em relação ao macro espera-se que o apego à insensatez seja suavizado ou que o centro político, com inclinação fisiológica, nos proteja de todo este ativismo biruta. Se não permitem nos impulsionar rumo ao desenvolvimento sustentável quando os ventos sopram positivamente, que ao menos sirvam de anteparo a toda essa ignorância primitiva.