

### **“EM POLÍTICA, NÃO HÁ CONVICÇÕES, APENAS CIRCUNSTÂNCIAS”<sup>1</sup>**

Robert Caro, celebrado por suas biografias de Robert Moses<sup>2</sup> e Lyndon Johnson<sup>3</sup>, não queria apenas retratar pessoas extraordinárias, e sim iluminar as forças que moldam uma época – sobretudo o poder político e seu impacto, por vezes invisível, sobre a vida cotidiana.

Um exemplo marcante deste poder está na história da Triborough Bridge, o complexo de pontes que conecta Manhattan, Queens e Bronx. O traçado da ponte, aparentemente incoerente – descendo pelo East River no Queens, passando em frente à rua 100, subindo até a 125 para cruzar, e depois retornando — não foi fruto de mero acaso ou boa engenharia.

Em 1934, enquanto Moses lutava para viabilizar o projeto em meio à depressão econômica e à falta de apoio político, William Randolph Hearst, então um dos mais poderosos barões da imprensa, era dono de um quarteirão de cortiços na rua 125. Após o crash de 1929, esses imóveis haviam se tornado um pesadelo. Moses percebeu que, ao traçar a entrada da ponte pela rua 125 e desapropriar os prédios de Hearst, conseguiria resolver o impasse imobiliário do magnata, conquistando o apoio político necessário para o projeto.

Assim, a decisão de desviar a ponte para a rua 125, em vez de seguir em linha reta, como seria geograficamente lógico, foi motivada por interesses políticos e negociações de bastidores. O resultado: quase 90 anos após a inauguração da ponte, mais de 170 mil carros fazem o trajeto diariamente, gastando tempo e combustível em um percurso com cinco quilômetros a mais do que o necessário. Um caso emblemático da sociedade a serviço do poder.

Como Robert Caro demonstra com destreza incomum em sua obra, o poder político se manifesta nos detalhes aparentemente triviais que, somados, moldam não apenas a vida urbana e o cotidiano de milhões, como também influenciam profundamente nosso destino econômico.

Compreender para onde sopram os ventos da política nunca é tarefa simples. Ainda assim, sem um diagnóstico cuidadoso dos impactos que essa dinâmica exerce sobre a economia e as empresas em que investimos, perde-se uma peça essencial para avaliar com lucidez os cenários possíveis e suas implicações.

---

<sup>1</sup> Honoré de Balzac, escritor francês conhecido por retratar com profundidade a sociedade e os jogos de poder de sua época.

<sup>2</sup> Robert Moses foi o principal planejador urbano de Nova York no século XX, acumulando poder sem nunca ter sido eleito e moldando a cidade com grandes obras de infraestrutura.

<sup>3</sup> Lyndon B. Johnson foi presidente dos Estados Unidos de 1963-1969. Assumiu o cargo após o assassinato de John F. Kennedy e, no ano seguinte, foi eleito para um mandato completo.

## **“TODO BRASILEIRO VIVO É UM MILAGRE.”<sup>4</sup>**

Em meados dos anos 60, Roberto Campos definiu Carlos Lacerda como um homem delirante, que dependia de um clima de catástrofe à sua volta para manter sua postura messiânica. Seis décadas depois, a descrição virou método da classe política – agora amplificado pelas redes sociais, que tomaram o lugar dos editoriais jornalísticos de outrora. O fenômeno se estende da ascensão de Donald Trump à performance da dupla populista brasileira.

Jair Bolsonaro, dominado por evidente síndrome de perseguição, alimentava o apocalipse ao aplicar seus métodos toscos e rudimentares de enfrentamento, enquanto criava fantasmas distópicos. Sua obsessão messiânica concentrava-se prioritariamente na pauta de costumes. Multiplicava inimigos em um multiverso de delírios e loucuras que iam da suposta vilania das vacinas à tomada de três pinos, das alegações de fraude nas urnas eletrônicas ao chamado “kit gay”.

Por outro lado, o governo do Presidente Lula parece ter eleito a economia de mercado como o conspirador a ser antagonizado. Inicialmente, tal postura parecia mero artifício político; hoje, contudo, ficou claro que ela reflete um pensamento econômico primitivo por parte do Presidente – raiz do atual impasse fiscal.

Neste contexto, os indicadores econômicos deixam de ser compreendidos como o resultado de um sistema complexo de interações entre uma miríade de agentes independentes e passam a ser interpretados como ferramenta para uma ação política premeditada. Tudo, naturalmente, orquestrado por elites imaginárias que, em conluio com o demonizado Banco Central independente, sabotam nossa marcha rumo ao desenvolvimento sustentável e igualitário. Fecha-se, assim, o círculo completo de nossa esquerda ultrapassada, que insiste em interpretar a realidade com a lente ideológica da dicotomia do “bem contra o mal”.

No início, logo após a eleição, a esperança suscitou a ilusão de que toda essa encenação pudesse ser apenas um movimento político inteligente. Quem sabe, a atuação de um personagem brechtiano: o ator que se distancia do papel e reflete criticamente sobre sua interpretação. Talvez um exercício de cinismo calculado, empenhado na construção de um bode expiatório para justificar as dificuldades de um governo que já nascia nos escombros da tradicional farra eleitoral em busca desesperada pela reeleição. Mas aos poucos, foi ficando claro que o lulismo não encena. Ele acredita no enredo. E este flerte com a própria fantasia poderia nos conduzir, mais uma vez, à armadilha de uma política econômica desconectada da realidade, com ecos perigosamente familiares ao que se viu na gestão Dilma Rousseff.

O governo atual empenha-se em corrigir o conjunto de desonerações tributárias injustas e injustificáveis<sup>5</sup>, mas evita enfrentar o bom combate: a revisão das despesas públicas obrigatórias. Dentre elas, destacam-se os

---

<sup>4</sup> Ivan Lessa, escritor, jornalista e cronista brasileiro. Colaborou com o jornal "O Pasquim" e trabalhou por décadas na BBC de Londres.

<sup>5</sup> Essas concessões, quase sempre justificadas como estímulos à geração de empregos, acabam sendo compensadas por aumentos de impostos em outros setores ou pelo crescimento da dívida pública. Costumam beneficiar setores escolhidos a dedo, muitas vezes por influência de lobbies organizados ou práticas pouco republicanas. O resultado, paradoxalmente, tende a ser a destruição de empregos, seja pela alta dos juros provocada pelo endividamento adicional, que desestimula o investimento produtivo, seja pelo aumento da carga tributária sobre setores não beneficiados, que veem sua capacidade de contratação encolher. Um ciclo vicioso disfarçado de política de incentivo.

pisos constitucionais de saúde e educação, que continuam a crescer em termos reais dado que são indexados à arrecadação, e os gastos sociais mal direcionados, como a vinculação dos benefícios previdenciários ao salário mínimo, que segue superando a inflação. A resistência ideológica e o apego a velhos tabus econômicos arrastam a discussão para um viés voltado unicamente ao aumento das receitas, enquanto qualquer tentativa de contenção de despesas é prontamente criticada e condenada<sup>6</sup>. Uma estratégia que por si só já seria problemática, mas que, com as transferências constitucionais para estados e municípios, se torna explosivamente pró-cíclica<sup>7</sup>.

Ao fim do dia, a carga tributária já é elevada e excessivamente complexa. Não há um tesouro do pirata escondido em Brasília como uma resposta simples à espera de ser descoberta. As ineficiências mais óbvias e os milagres fiscais já foram explorados por governos anteriores que, assim como o atual, resistiram ao corte de despesas como o Super-Homem à kriptonita<sup>8</sup>. Em atos de desespero acabam por incentivar a divulgação de projeções fantasiosas, superestimando o impacto do fim de determinadas renúncias e subsídios, ou apostando em recuperações estratosféricas no CARF<sup>9</sup>. Subestimam a inteligência dos agentes econômicos, tentando convertê-los pela fé em vez da razão.

Apesar do desempenho econômico brasileiro nas últimas décadas ter sido decepcionantemente modesto, em grande parte devido aos fatores mencionados anteriormente que consolidaram um desequilíbrio fiscal estrutural, é fundamental reconhecer que uma parcela significativa da ampliação dos gastos públicos, especialmente por meio dos programas sociais, teve um papel crucial na redução da extrema pobreza. Foi um avanço relevante, o enfrentamento de uma dívida social acumulada ao longo de séculos. O desafio está em conciliar o desejo de reparar o passado com o dever de construir o futuro.

A combinação entre a deterioração demográfica esperada<sup>10</sup> e a crônica debilidade da taxa de investimento em relação ao PIB, asfixiada por despesas públicas rígidas, desenha um horizonte preocupante. À medida que se esgotam os fatores de ociosidade da economia, a pressão constante do gasto estatal compromete a poupança nacional<sup>11</sup> e mantém o país preso a juros estruturalmente elevados.

Esse cenário tem moldado a percepção sobre o Brasil: uma política fiscal expansionista que exige, como contrapartida, uma política monetária contracionista para conter a inflação. Como resultado, sofremos com

---

<sup>6</sup> *Déjà vu* do primeiro ato do PT no poder. Entre 2003 e 2014, a receita líquida do governo federal cresceu 84% enquanto as despesas cresceram 114% em termos reais. Quando a maré virou e a receita arrefeceu, o resultado fiscal colapsou, com a dívida bruta indo de 60% para quase 80% do PIB em poucos anos.

<sup>7</sup> Quando arrecadar mais não cobra preço político, o governante local tem incentivo a gastar mais para atender demandas imediatas e fortalecer sua base de apoio. O ajuste fiscal pela receita não só evita o corte de gastos a nível federal como também impulsiona uma expansão nos gastos dos entes subnacionais. Além disso, corre-se o risco de ampliar despesas ordinárias com base em receitas extraordinárias, encomendando um problema para as gerações futuras.

<sup>8</sup> O governo do presidente Michel Temer é a exceção que confirma a regra.

<sup>9</sup> O Judiciário, no seu papel de moderador entre as disputas do Legislativo com o Executivo, vem se consolidando como ator político relevante, mantendo interpretações favoráveis à Fazenda em disputas tributárias bilionárias para auxiliar no fechamento das contas públicas.

<sup>10</sup> Atingiremos o pico da População Economicamente Ativa por volta de 2030, enquanto o número de idosos deve dobrar até 2040. Uma combinação explosiva de mais gasto previdenciário com menos gente para dividir a conta.

<sup>11</sup> A pressão consumista produzida pela transferência de renda estatal reorganiza a sociedade de modo a atender esse consumo, o que acaba por reduzir a quantidade de recursos orientados às atividades de investimento. Recursos esses que não são exclusivamente financeiros, são também humanos e simbólicos, na medida que afetam o espírito da sociedade e sua organização.

juros elevados no presente sem expectativa de reversão no longo prazo. Uma percepção de risco Brasil persistentemente elevada. Não à toa, o mercado de ações atravessa um inverno prolongado.

Esse contexto convida a uma reflexão mais cuidadosa sobre a dinâmica macroeconômica, o esforço necessário para uma eventual mudança de rota e o grau de dificuldade para implementá-la. Trata-se de uma dimensão que está, inevitavelmente, contemplada na precificação dos ativos, mesmo que apenas como um dos cenários possíveis a ser considerado pelos investidores.

Desde a estabilização em 1994, repete-se o mesmo discurso: o ajuste das contas públicas não pode ameaçar os gastos sociais. Na prática, isso tem servido de salvo-conduto para a expansão contínua dessas despesas a cada ciclo eleitoral. Quase sempre sem uma avaliação real de sua eficácia e menos ainda de sua eficiência.

Em artigo recente<sup>12</sup>, o economista Fabio Giambiagi trouxe alguns números que ajudam a iluminar esse debate. Os benefícios assistenciais do LOAS<sup>13</sup> saltaram de 0,1% do PIB em 1997 para quase 1,0% hoje. Os benefícios rurais do INSS subiram de 0,7% para 1,7% do PIB, enquanto os urbanos de um salário mínimo passaram de 0,5% para 1,6%. Mesmo com a queda no desemprego, as despesas com abono e seguro-desemprego foram de 0,5% para 0,7%. O Bolsa Família, que com 0,4% do PIB atendia 13 milhões de famílias com R\$200 por mês, hoje transfere R\$650 a 21 milhões de famílias, representando 1,5% do PIB. O conjunto de despesas assistenciais<sup>14</sup> já representa 5% do PIB, ou 25% da despesa total do governo federal.

Já o funcionalismo público federal, vilão favorito dos protestos na Paulista e em grupos de Whatsapp, consumia 5,1% do PIB no início do Plano Real e hoje responde por 3,1%<sup>15</sup>. No agregado, a despesa primária do governo federal passou de 14% para 19% do PIB, impulsionada principalmente pela expansão dos gastos sociais.

É fundamental encarar o debate com a maturidade que o tema exige, ir além dos discursos fáceis e enfrentar, com honestidade intelectual, a realidade de programas que consomem recursos relevantes sem entregar impacto proporcional. Refinar o diagnóstico e discutir a alocação de gastos com base em evidências, e não em tabus ou slogans, é um passo indispensável para qualquer avanço sustentável. Essa discussão vem sendo, em grande parte, interdita. A polarização política transformou quase tudo em instrumento eleitoral e afastou a academia do debate produtivo, dificultando um diálogo ancorado em dados. E quem não sabe aonde quer chegar dificilmente percebe quando já está perdido.

A boa notícia é que, desta vez, não precisamos mobilizar uma geração inteira de economistas brilhantes para decifrar como escapar de uma inflação inercial galopante. O país avançou muito nas últimas três décadas. Superamos dois dos três desafios econômicos do último século: vencemos a hiperinflação e o desequilíbrio na balança de pagamentos. Falta agora enfrentar a questão do déficit e, portanto, a trajetória da dívida pública. Para isso contamos hoje com instituições mais robustas, dados mais confiáveis e indicadores transparentes

---

<sup>12</sup> Programas sociais: outra abordagem, publicado no jornal O Globo em 2 de maio de 2025.

<sup>13</sup> O Benefício de Prestação Continuada (BPC), previsto na Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS), é a garantia de um salário mínimo por mês ao idoso com idade igual ou superior a 65 anos ou à pessoa com deficiência de qualquer idade.

<sup>14</sup> Incluindo LOAS, Abono e seguro desemprego, benefícios previdenciários rurais e Bolsa Família e Auxílio Brasil.

<sup>15</sup> Esse número não leva em consideração as despesas dos estados e municípios que mesmo com a regra da Lei de Responsabilidade Fiscal e com a forte arrecadação recente continuam em diversos casos perto do limite de alerta prudencial.

que funcionam. A correção de rumo exigirá bem menos suor do que no passado. Não é preciso reinventar a roda: corrigir os benefícios sociais vinculados ao salário mínimo apenas ligeiramente acima da inflação já resolveria boa parte da pressão fiscal<sup>16</sup>. O que falta, de fato, é vontade e coragem política para fazer o que seria benéfico para todos, embora possa ser mal compreendido no curto prazo.

Um sinal encorajador é que, no campo microeconômico, o Brasil começou a trilhar um caminho de avanços relevantes. O ciclo de alocação de capital passou por uma mudança significativa a partir do governo Temer. A modernização regulatória, a agenda BC# e um conjunto de reformas estruturais vêm promovendo, de forma silenciosa, uma transformação do capitalismo brasileiro.

Na verdade, esse processo de aprimoramento institucional começou ainda no crepúsculo do governo Dilma Rousseff, em 2016. Em meio à crise política e aos escândalos da Operação Lava Jato, com a Petrobras no epicentro, foi proposta a Lei das Estatais. A nova legislação instituiu regras mais rígidas de governança, ampliou a transparência e buscou limitar a interferência política nas empresas públicas, com o objetivo de conter práticas de corrupção e elevar o padrão de gestão estatal.

Na sequência, o governo Temer instituiu o Teto dos Gastos, interrompendo de forma decisiva, ainda que temporariamente, o crescimento desenfreado das despesas, incluindo aquelas com saúde, educação e o salário mínimo. Ao segurar o aumento das despesas públicas, pavimentou-se o caminho para um equilíbrio com juros reais compatíveis com economias mais desenvolvidas. Além disso, o governo Temer deu início a um conjunto de reformas estruturais que representaram uma inflexão significativa nas políticas públicas. Para muitos, a articulação política de Temer e Padilha deixou saudade.

Em 2017, o governo aprovou a tão aguardada Reforma Trabalhista, modernizando a Consolidação das Leis do Trabalho. A reforma permitiu que acordos coletivos prevalecessem sobre a legislação em diversos pontos, flexibilizou jornadas e introduziu novas formas de contratação, ampliando a autonomia das partes nas relações laborais.

No campo econômico, o governo marcou o fim do ciclo da TJLP, uma taxa de juros subsidiada e pouco transparente, que por anos distorceu a alocação de capital na economia. Em seu lugar, foi criada a TLP, indexada à taxa das NTN-Bs, trazendo maior previsibilidade, racionalidade fiscal e alinhamento com as condições de mercado. Essa mudança representou um avanço decisivo rumo a uma política de crédito mais eficiente, menos vulnerável a interferências políticas e com base em princípios mais sólidos de governança.

Em 2019, o Ministério da Economia, criado com a fusão de várias pastas e liderado por Paulo Guedes, ganhou protagonismo. Após intensas negociações com o Congresso, foi aprovada a crucial Reforma da Previdência. Essa reforma teve um papel essencial em conter o crescimento das despesas e, embora não tenha resolvido de forma definitiva o problema previdenciário, ao menos empurrou para mais adiante, ganhando tempo e promovendo sustentabilidade para os próximos anos. Ao estabelecer uma idade mínima para aposentadoria e novas regras de contribuição, o país conquistou maior previsibilidade fiscal e um equilíbrio atuarial mais

---

<sup>16</sup> Mesmo que o impacto no resultado primário não seja evidente em um primeiro momento, dado que o aumento de gasto se traduz em algum aumento de receita, o efeito inflacionário pressiona as contas públicas ao passo que aumenta o juro real neutro da economia. Com isso, o resultado abaixo da linha adiciona pólvora à dinâmica já explosiva da dívida pública.

robusto. No mesmo ano, a Lei da Liberdade Econômica trouxe um avanço na desburocratização. Ao simplificar normas e eliminar obstáculos regulatórios, ela criou um ambiente mais propício à iniciativa privada e à geração de empregos.<sup>17</sup>

O governo Bolsonaro se destacou pela criação de marcos regulatórios relevantes, que deixaram um legado duradouro sobre a economia e a eficiência do Estado. O Marco Legal das Startups viabilizou ambientes regulatórios experimentais (*sandbox*) e fortaleceu a segurança jurídica ao proteger investidores-anjo de responsabilidade por dívidas das empresas, modernizando o ambiente de inovação e empreendedorismo no país. Já o novo Marco do Saneamento estabeleceu as bases para atrair investimentos e avançar rumo à universalização do acesso à água tratada e à coleta e tratamento de esgoto.<sup>18</sup> Provavelmente uma das iniciativas com maior retorno social e econômico no investimento público e privado.

Outros avanços incluem o Marco do Gás que, em conjunto com o Termo de Compromisso de Cessação (TCC) entre Petrobras e CADE, liberalizou o mercado, ampliou a competitividade e atraiu novos investimentos para um setor estratégico na transição energética. Em 2022, o Marco das Ferrovias foi implementado com o objetivo de reduzir os custos logísticos e expandir a malha ferroviária, incentivando os investimentos privados essenciais para essa infraestrutura.

Além disso, o governo aprovou a tão aguardada independência legal do Banco Central. Uma conquista institucional relevante, que não apenas fortalece a credibilidade da política monetária, como possivelmente nos poupou de nova aventura à la Tombini 2.0 nesse início de governo Lula. Avançou também em pontos da reforma trabalhista, como a regulamentação do trabalho intermitente e do teletrabalho, adequando a legislação às novas dinâmicas do mercado. Nesse processo, promoveu ainda um amplo esforço de consolidação e simplificação normativa, que eliminou centenas de normas obsoletas, reduzindo a complexidade regulatória e ampliando a segurança jurídica nas relações de trabalho. E ainda teve tempo de pulverizar o capital da Eletrobrás, arrancando-a de uma história de abusos políticos sucessivos.

O governo atual, sob a liderança do presidente Lula, tem se perdido em debates estéreis e visões econômicas defasadas. Ainda assim, avançou em algumas reformas relevantes. O Marco das Garantias, por exemplo, estabeleceu um sistema unificado de garantias de crédito, facilitando o acesso ao financiamento e reduzindo o risco para os credores, um passo importante para dinamizar o mercado de crédito no país. O programa

---

<sup>17</sup>A Compass, subsidiária da Cosan dedicada ao mercado de gás natural e investida pelo fundo, protagonizou um caso emblemático. A Agência Nacional do Petróleo (ANP) estava em disputa com a ARSESP, órgão regulador responsável pela distribuição de gás natural no Estado de São Paulo, e com a Comgás, controlada da Compass, por conta do duto de reforço metropolitano da Baixada Santista, conhecido como Subida da Serra. Por conta do impasse, a ANP deixou de se manifestar no prazo regulatório sobre a autorização de operação do Terminal de Regaseificação de São Paulo, desenvolvido pela Compass. Com base no inciso IX do artigo 3º da Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), que prevê aprovação tácita em caso de silêncio da autoridade, a empresa teve respaldo legal para seguir adiante. Este dispositivo garantiu à Compass e aos consumidores de gás do estado de São Paulo a possibilidade de usufruírem plenamente dos benefícios proporcionados pelo novo terminal. A lógica econômica agradece.

<sup>18</sup>A Constituição de 1988 definiu os municípios como poder concedente do saneamento, mas a prestação permaneceu concentrada em estatais estaduais, que ganharam espaço a partir dos anos 1970 com o Plano Nacional de Saneamento, responsável por centralizar investimentos via empresas estaduais e financiamentos da Caixa Econômica Federal. Esse arranjo gerou descompasso institucional e travou investimentos por décadas. O novo Marco corrige essa distorção com metas de universalização, exigência licitatória, critérios regulatórios atrelados a financiamento federal e estímulo a consórcios regionais para reduzir o poder de veto municipal.

Pé-de-Meia<sup>19</sup> tem potencial de impacto significativo e maior facilidade de mensuração, podendo inaugurar uma nova geração de benefícios sociais mais modernos, focalizados e eficientes. Além disso, o consignado privado, ainda em estágio inicial, representa uma oportunidade concreta de ganho econômico, ao viabilizar a redução estrutural dos *spreads* de crédito com potencial de se tornar alavanca para o crescimento.

Outra iniciativa de peso é a Reforma Tributária, ainda em fase de regulamentação, que propõe simplificar o intrincado sistema de impostos brasileiro. A proposta visa unificar tributos sobre o consumo, ampliar a eficiência econômica, promover maior justiça fiscal e aliviar o caos atual que penaliza empresas e contribuintes com um emaranhado de regras complexas e custos elevados de conformidade. Nos resta torcer para que a alíquota efetiva do IVA não seja alta o suficiente a ponto de aumentar de maneira relevante a informalidade no país.

**“DEUS É BRASILEIRO E ANDA DO MEU LADO / E ASSIM JÁ NÃO POSSO SOFRER NO ANO PASSADO / TENHO SANGRADO DEMAIS / TENHO CHORADO PRA CACHORRO. / ANO PASSADO EU MORRI / MAS ESSE ANO EU NÃO MORRO”<sup>20</sup>**

Infelizmente, parte desse progresso tem sido obscurecida por uma narrativa equivocada promovida pelo governo atual, que insiste em negligenciar o equilíbrio fiscal e alimentar uma disputa infantil contra supostas elites econômicas, uma fábula moral previsível sustentada ao lado de uma personagem difusa conhecida como mercado, convenientemente convertida em antagonista político. Como já destacado anteriormente, essa postura tem pressionado o custo de capital, minado a confiança e dificultado a tradução das reformas recentes em crescimento sustentável e benefícios concretos para a população. Ainda assim, é essencial manter em perspectiva o caminho percorrido e reconhecer o valor das transformações institucionais em curso.

Diferentemente dos ciclos anteriores, marcados pela forte intervenção estatal na alocação de capital, seja por meio de juros subsidiados via bancos públicos ou pela atuação direta das grandes estatais, que resultaram repetidamente em investimentos mal alocados, colapsos econômicos, estagnação prolongada e ajustes dolorosos, o ciclo mais recente teve uma característica distinta: os investimentos foram majoritariamente conduzidos pela iniciativa privada. Esse avanço foi possível devido a um período breve de juros reduzidos e à autorização para emissão de títulos isentos, estimulando o desenvolvimento de um mercado de capitais mais dinâmico e acessível, finalmente permitindo-lhe cumprir seu papel como financiador de longo prazo da economia.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup>O Pé-de-Meia é um programa que combate à evasão escolar por meio de “poupança-escola” para jovens de baixa renda, oferecendo renda extra como incentivo direto para permanecer estudando até o fim do Ensino Médio. Apesar de bem desenhado, o programa precisa estar ancorado no orçamento público, impactando a meta fiscal primária e sujeito às regras do novo arcabouço fiscal.

<sup>20</sup>Trecho da música Sujeito de Sorte de Belchior.

<sup>21</sup>Vale lembrar o risco de um Estado que insiste em liderar ciclos de investimento como se estivesse imune à corrupção sistêmica, à má alocação de recursos e à limitação evidente de capacidade técnica. O conjunto de projetos lançados entre 2008 e 2014 oferece um retrato preciso das consequências. Somando as refinarias Abreu e Lima e Comperj, a ambição naval da Sete Brasil, as usinas de Belo Monte e Santo Antônio, a ferrovia Transnordestina, os estádios da Copa Do Mundo e os aeroportos consumiram algumas centenas de bilhões de reais de capital mal alocado. Prometia-se transformação estrutural, entregou-se apenas um lembrete de que repetir os

Hoje, o Brasil já acumula anos de investimentos substanciais em infraestrutura, abrangendo áreas como energia elétrica, rodovias, portos e até ferrovias. Empresas da carteira, como Equatorial, Energisa, Compass, Rumo, Motiva e Eneva, vêm realizando projetos expressivos e alcançando bons retornos sobre o capital investido.

Além disso, o setor de serviços tem mostrado um crescimento consistente na produtividade, impulsionado por empresas inovadoras como Mercado Livre, no comércio eletrônico, e Nubank, nos serviços financeiros. Dois fundadores, um argentino e outro colombiano, estão promovendo transformações significativas em dois dos setores mais relevantes da economia brasileira. As economias mais dinâmicas costumam ter a digital de imigrantes e de empresas que vêm de fora. São eles que impulsionam o ciclo virtuoso de destruição do velho, superação de um *establishment* acomodado e criação de negócios mais produtivos, força motriz dos países que lideram o crescimento global.

Empresas com modelos superados e retornos declinantes foram deixadas pelo caminho. O ciclo de aperto monetário cumpriu o papel de eliminá-las do jogo. Setores como petróleo e gás foram modernizados pelo aumento da competitividade. Novos atores assumiram o risco de testar novas tecnologias e foram recompensados com ganhos econômicos expressivos. O agronegócio, por sua vez, continua a crescer a taxas elevadas, com ganhos consistentes de produtividade. A iniciativa privada, finalmente, se consolida como a locomotiva que puxa um Estado ainda ineficiente. A frase atribuída a Churchill segue atual: “o empresário ainda é visto por muitos como um lobo a ser abatido ou uma vaca a ser ordenhada, quando na verdade é o cavalo que puxa a carroça”.

Nesse contexto, é válido questionar se a econometria está subestimando o verdadeiro potencial de crescimento da economia brasileira. Não por acaso, as projeções econômicas vêm sendo constantemente revisadas para incorporar um crescimento do PIB mais robusto ao longo dos anos. A reforma tributária, no médio prazo, deve contribuir para uma alocação de capital ainda mais eficiente e, conseqüentemente, para um aumento da produtividade.

Nosso permanente complexo de vira-lata - um ceticismo crônico entranhado no DNA de quem insiste em investir no Brasil - somado às duras notícias de uma realidade ainda marcada por desigualdade de renda, o colapso da segurança pública e falhas estruturais na educação, frequentemente nos impede de reconhecer os avanços institucionais conquistados. Avanços, vale dizer, arrancados a fórceps pela sociedade de uma classe política relutante à mudanças e distraída por disputas paroquiais e agendas alheias ao interesse público. Ainda que lentas e fragmentadas, essas conquistas têm, ao longo dos anos, ajudado a edificar um ambiente institucional mais sólido e propício ao desenvolvimento.

Se as nuvens negras que hoje pairam no horizonte se dispersarem, o crescimento poderá ganhar força já que as bases para uma expansão consistente vêm sendo construídas ao longo do tempo.

No âmbito microeconômico, o elevado custo de capital, resultado desse apetite fiscal desproporcional do Estado, pode abrir espaço para que as empresas líderes de mercado, com acesso a crédito, ampliem sua

---

mesmos erros esperando resultados diferentes não é política econômica. É teimosia, ambição desmedida, confiança infundada e a dissimulação clássica de vestir interesses privados com fantasias de virtude pública.

participação. Essas companhias devem direcionar seus investimentos de forma mais estratégica, expandindo seus negócios e lucros, e, eventualmente, observando uma valorização significativa de múltiplos, à medida que o governo atual perde protagonismo político ou, ao menos, se consolida uma expectativa de maior estabilidade fiscal.

Ao analisarmos as empresas nas quais investimos, notamos um prêmio de *equity* consideravelmente mais alto do que o observado historicamente<sup>22</sup>. A liquidação forçada de diversos fundos, em meio a resgates expressivos, somada à saída dos investidores estrangeiros sem a presença de um comprador marginal claro, pressionou os preços das ações para níveis deprimidos. Pela primeira vez em muito tempo, é possível vislumbrar um movimento duplo: fechamento da curva de juros longos acompanhado de uma redução no prêmio de risco — uma combinação poderosa que pode alavancar os preços das ações quando a percepção de melhora finalmente se consolidar.

Em nossa carteira, são raras as empresas reguladas cuja taxa interna de retorno, medida pelo fluxo de caixa descontado em relação ao valor de mercado, seja inferior a 12% real<sup>23</sup>. E entre as líderes de mercado, com modelos de negócio sólidos e posições competitivas bem estabelecidas, múltiplos superiores a 10 vezes lucro são exceção, não regra.

Após um longo período desfavorável aos investimentos em ações no Brasil, é quase inevitável um certo constrangimento em afirmar em voz alta que os ativos nunca estiveram tão atraentes. No entanto, é fundamental lembrar que o retorno do investimento em ações nunca percorre uma trajetória linear. Tradicionalmente, em momentos em que as condições de contorno se alteram rapidamente, como em uma abertura abrupta dos juros longos, capaz de surpreender mesmo os agentes de mercado mais atentos, o descompasso entre preço e valor tende a se ampliar, criando uma espécie de suporte atraente para retornos prospectivos potencialmente robustos.

Nesse cenário, a resistência se torna uma virtude indispensável para o investidor com objetivos de longo prazo. Sobretudo porque, paradoxalmente, é justamente nesses períodos que o custo da paciência se eleva. Hoje, ele se materializa em um CDI acima de 14% ao ano.

Em uma nota mais técnica, os investidores seguem substancialmente sub investidos em ações. O investidor doméstico permanece estacionado no CDI, classe de ativo que ganhou relevância nos últimos anos, enquanto os estrangeiros carregam a menor posição histórica em mercados emergentes, apostando no excepcionalismo

---

<sup>22</sup>O prêmio de *equity* é uma aposta no futuro, e isso sempre envolve uma tensão entre o que se espera e o que de fato se realiza. Nas últimas duas décadas essa expectativa frustrou os abnegados investidores de ações. Neste ciclo que se vislumbra, as empresas do portfólio, até pelas oportunidades abundantes em termos de *valuation*, são em setores que historicamente entregaram seu custo de capital — *utilities* e líderes de oligopólios. Um importante *caveat*: os retornos substanciais das décadas de 1980 e 1990, para quem investiu em empresas que sobreviveram, derivaram em grande parte do expressivo fechamento dos juros reais longos da economia. Um movimento que, à época, não podia ser capturado pela renda fixa devido à ausência de instrumentos com *duration* compatível. Como não existiam NTN-Bs, lançadas em 2000 durante o governo FHC, o desejo de comprar *duration* longa acabava canalizado quase exclusivamente para o mercado acionário, estreitando o prêmio de entrada. Sem contar que, em meio à renegociação da dívida externa e à incerteza sobre a correção inflacionária dos passivos públicos, aplicar em ações parecia mais seguro do que comprar títulos do governo. Não se tratou, portanto, de uma compressão clássica de prêmio de *equity*, mas de uma distorção estrutural que concentrava, nas ações, o que hoje se diversifica entre múltiplos ativos.

<sup>23</sup> Um prêmio de risco de 500 bps se considerarmos como referência a NTN B 2060, título de renda fixa com *duration* mais próxima.

americano, tese que começa a se desgastar diante dos rompantes populistas e irracionais de sua liderança. Um tipo de veneno ao qual, por aqui, estamos mais acostumados a lidar. Caso haja uma reversão desse fluxo de liquidez, o mercado acionário local pode não ter oferta suficiente para absorver a demanda.

### **“OU O BRASIL ACABA COM A SAÚVA, OU A SAÚVA ACABA COM O BRASIL.<sup>24</sup>”**

A obra coletiva de construção institucional desde o Plano Real, com seus avanços e retrocessos, posicionou-nos não apenas em um patamar de sobrevivência, mas também de potencial crescimento. Ao longo desses trinta anos, em escassos e inesperados períodos de racionalidade política, a base que sustentou o país foi erguida, oferecendo a estabilidade fundamental após extensos ciclos de insensatez. Os preços atuais ainda não capturam, em toda sua extensão, o valor estrutural embutido nas conquistas institucionais dos últimos anos. Os ativos podem incorporar esse cenário com mais agilidade do que se imagina, e adiar a decisão de investir pode atrapalhar retornos futuros.

A bússola do poder, ainda que guiada majoritariamente por cálculos eleitorais, reflexo de uma democracia que, embora combatida, ainda resiste mesmo sangrando, tem sinalizado um esgotamento crescente diante da pauta de aumento de impostos. Talvez porque a própria sociedade esteja exaurida. E, ao que tudo indica, seus desejos começam a influenciar, ainda que à força, a agenda de quem governa ou pretende governar. Diante da dificuldade de ampliar ainda mais a carga tributária, uma reflexão inadiável se impõe: será preciso encarar o debate sobre o crescimento das despesas obrigatórias e, sobretudo, sobre a qualificação dos gastos sociais. E, uma vez em movimento, a direção passa a ser guiada por correntes mais amplas do que qualquer vontade individual ou de um partido político moribundo, defasado e incompetente. A política raramente segue a lógica de forma linear. Em certos momentos há atalhos; na grande maioria das vezes, porém, paga-se pedágio por caminhos mais longos, exigidos para costurar consensos e ampliar apoio.

No Brasil, como em qualquer mercado emergente, a verdadeira oportunidade surge quando o caminho ainda não está totalmente claro, e sim quando, com a base já estabelecida, ajustes rápidos e viáveis podem colocar tudo nos eixos e, com o tempo, o que parecia turvo começa a se ajustar de forma favorável. É nesse intervalo entre a dúvida e a reconstrução que se formam os retornos mais consistentes, reservados àqueles que carregam a paciência, esse privilégio discreto de quem pode esperar.

---

<sup>24</sup> Atribuída ao naturalista Saint-Hilaire, a frase usava a formiga como símbolo de uma ameaça silenciosa e persistente. Com o tempo, virou metáfora dos problemas estruturais do país. Pragas internas que, se não enfrentadas, inviabilizam o progresso. A frase foi amplamente difundida pelo cronista Rubem Braga (1913-1990) que profetizou: "Antigamente diziam que ou o Brasil acabava com a saúva ou a saúva acabava com o Brasil. Agora estou bastante velho, me lembro dessa história e vejo que continua havendo saúva e continua havendo Brasil. O pessoal é muito afobado."