

---

## Arena Investimentos

---

O mês de novembro terminou com o país mais uma vez em debate sobre o desenho do regime fiscal que será instituído a partir do novo governo.

Além dos desafios impostos à nossa economia por um cenário internacional menos favorável devido principalmente à possibilidade real de algumas economias desenvolvidas entrarem em recessão, os investidores continuam atentos aos desdobramentos possíveis para o conflito entre as promessas de campanha do presidente eleito e as rígidas restrições que o orçamento apresenta para a expansão do gasto público.

O país tem um problema estrutural em seu regime fiscal e está preso a uma armadilha pela incapacidade do Estado de atender às diversas demandas da sociedade através de financiamento que não comprometa o potencial de crescimento da economia no longo prazo.

A expansão de gastos sem fonte de financiamento adequada exerce pressão na dívida pública aumentando os prêmios de risco pelos investidores que a financiam. Os juros mais altos aumentam o déficit nominal e a percepção de solvência para o endividamento do governo, retirando os incentivos ao investimento privado.

A incerteza quanto ao desenho final do orçamento para 2023 e o que será colocado no lugar das restrições impostas pelo Lei do Teto de Gastos nos anos seguintes têm contaminado a estrutura a termo da curva de juros. Os juros praticados em contratos mais longos já refletem a possibilidade de o Banco Central estender a política monetária restritiva por mais tempo do que anteriormente projetado.

A institucionalidade que legitima a relação entre os responsáveis pela elaboração

do orçamento público e as demandas da sociedade há muito apresenta sinais de exaustão. O conflito distributivo tem sido resolvido pela incorporação de novas despesas sem a devida avaliação quanto à sua eficiência, uma consequência da captura do orçamento por interesses muitas vezes dissociados daqueles da sociedade. O gasto primário da União tem crescido em termos reais desde a década de 90.

A continuidade de programas com baixa eficiência pode ser a razão para que o investimento público apresente resultados medíocres quando comparados aos seus orçamentos. Há diversos exemplos de iniciativas que poderiam ser reavaliadas como, por exemplo, as isenções tributárias, que já alcançam em torno de 4% do PIB sem a devida revisão que as redimensione, adequando-as a novas prioridades. A Zona Franca de Manaus, com custo estimado de R\$55 bilhões por ano, seria mais uma iniciativa passível de avaliação para posterior ajuste.

O resultado dos nossos alunos na prova Pisa é mais uma demonstração da baixa produtividade da despesa pública. O Brasil tem um gasto com ensino público superior à média da OCDE e nosso desempenho no exame Pisa é incompatível com esse investimento, fruto da má qualidade de seu retorno.

Os expedientes utilizados nos últimos quarenta anos para postergar o necessário enfrentamento do nosso conflito distributivo não são mais toleráveis. O Brasil tem uma carga tributária alta para seu estágio de desenvolvimento, já apresenta uma das maiores relações dívida bruta/PIB entre as economias emergentes e a inflação, embora eficiente como variável de ajuste de contas públicas, tornou-se politicamente inviável pelo seu alto custo social, principalmente

para a parcela mais vulnerável da população.

O baixo crescimento do país observado a partir da década de 80 pode ser fruto das opções feitas pela sociedade. Num ambiente de plena democracia e com a renda do eleitor mediano menor do que a renda média da população ativa é natural a adoção de um conjunto de seguros públicos cujo provimento pelo Estado compete por espaço nos orçamentos, deslocando investimentos que aumentariam a produtividade e as taxas de crescimento futuras.

É possível que o desenho institucional da constituição de 88, em resposta à agenda do eleitor mediano, tenha influenciado nosso modelo econômico. Um Estado mais avarento em relação à provisão de seguros públicos, como por exemplo nosso gasto com previdência em relação ao PIB, poderia trazer um importante incentivo à formação de poupança necessária ao financiamento de uma taxa de investimento compatível com nossa necessidade de crescimento.

“É bonito (e popular) dizer que o governo pode e deve gastar mais. Mas é cruel fazê-lo ignorando a baixa produtividade da máquina, a atual captura dos orçamentos públicos e o consequente desastre alocativo que um Estado antiquado e patrimonialista promove. Ignorar que o Estado brasileiro é fonte de ineficiência e precisa ser reformado antes – e não depois – de torná-lo ainda mais atuante é no mínimo ingenuidade e em alguns casos má-fé.”

FRANCO, Gustavo. **Lições Amargas**: Uma História Provisória da Atualidade. 1. ed. [S. l.]: História Real, 2021. 256 p.

São muitas as evidências no caso brasileiro de que a qualidade do gasto público pode ser aprimorada, aumentando a focalização das políticas públicas e sua eficiência. Muitas companhias do nosso universo de interesse adotam alguma versão do Orçamento Base Zero (OBZ). A cada exercício as despesas são submetidas a uma avaliação onde precisam se legitimar para permanecer no orçamento seguinte. O

“Spending Review” é uma versão análoga ao OBZ aplicada aos orçamentos públicos que muitos países da OCDE utilizam. As despesas obrigatórias, que reduzem a discricionariedade dos gestores e são responsáveis pela rigidez do orçamento, são periodicamente revisadas para possível remanejamento de forma a atender a novas prioridades, melhorando a eficiência alocativa do gasto público.

A sociedade brasileira parece viver uma das versões modernas do conflito social entre “provisões” e “titularidades” descritas por Ralf Dahrendorf. As restrições do orçamento que impedem o pleno atendimento dos “direitos adquiridos” acabam por se materializar em crises fiscais que hoje precisam de uma resposta estrutural, abrindo espaço para reformas no desenho e financiamento do Estado.

“O novo conflito social, nas sociedades contemporâneas avançadas, é o conflito entre ‘provisões’ e ‘titularidades’. A legislação social e os acordos sindicais conferem ‘titularidades’, independentemente de específicas ‘provisões’ para atendê-las, ocasionando, assim, frequentemente, conflitos entre direitos adquiridos e meios para dar-lhes atendimento. Esse tipo de conflito suscita dois movimentos sociopolíticos opostos. De um lado, a classe majoritária (o amplo assalariado), com as demandas de suas titularidades. De outro lado, os ‘thatcheristas’, ciosos da proteção das provisões disponíveis, impondo disciplina às titularidades. Nesse quadro, Dahrendorf, como Aron, preconizam um liberalismo radical, que assegure um sadio equilíbrio entre provisões e titularidades.”

MERQUIOR, José Guilherme. **O Liberalismo**: Antigo e Moderno. 1. ed. [S. l.]: É Realizações Editora, 2014. 384 p.

Os mercados estão colocando nos preços dos ativos a possível inconsistência de termos uma política econômica marcada pela crença na expansão dos gastos públicos como motor do crescimento e que se financiariam através do aumento de arrecadação ao mesmo

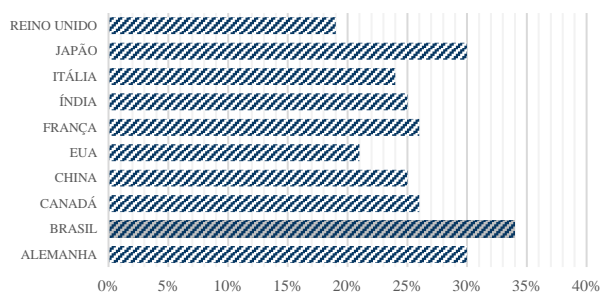
tempo que um Banco Central independente e zeloso por ancorar as expectativas dos agentes com relação à inflação futura atuará de acordo com seu mandato aumentando o preço do dinheiro através da política monetária, entre outras razões como consequência do próprio estímulo fiscal.

A falta de clareza quanto ao compromisso com uma política fiscal prudente tem trazido maior volatilidade aos preços dos ativos. Governos que incorrem em

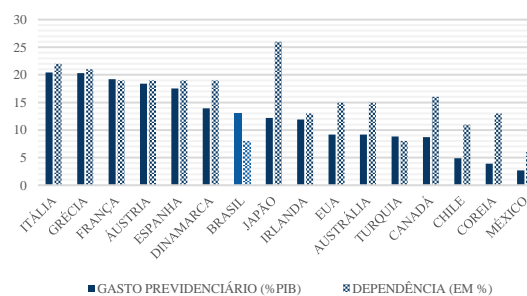
sucessivos déficits primários podem cometer a imprudência em desconsiderar o sinal emitido pelos preços quanto às condições de financiamento da dívida pública.

Mauricio Pedrosa

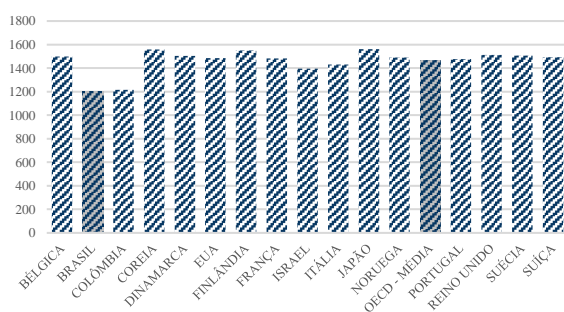
### CARGA TRIBUTÁRIA - %PIB



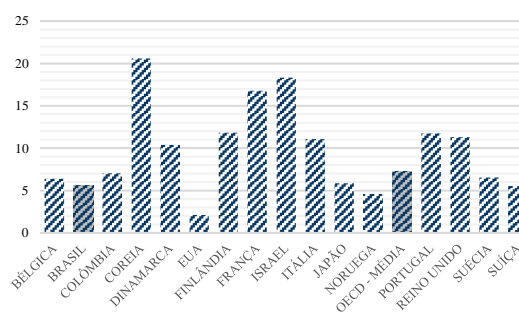
### RAZÃO ENTRE GASTOS PREVIDENCIÁRIOS E DEPENDÊNCIA



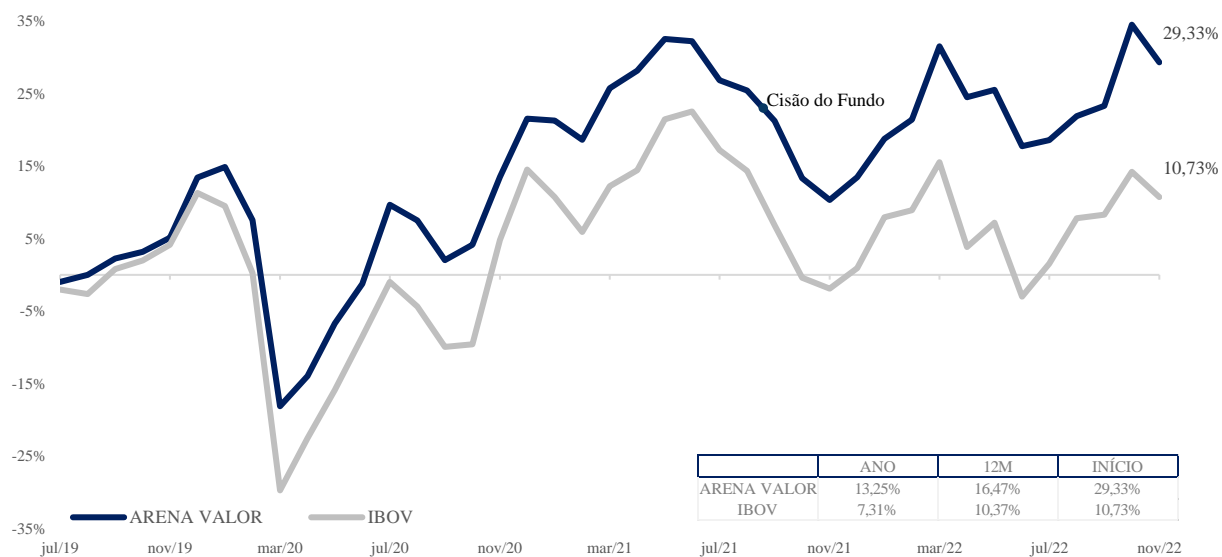
### RESULTADO POR PAÍSES - PISA



### GASTO EM EDUCAÇÃO - %PIB



## ARENA VALOR FIA – RENTABILIDADE ACUMULADA



Disclaimer: O Fundo é oriundo da cisão do Áfira Valor FIA, gerido pela Áfira Investimentos, aprovado em AGC de 09/06/2021, e em respeito a regra do artigo 30 do Código de Administração de Recurso de Terceiro da Anbima, a Arena está divulgando os últimos 24 meses. Essa situação ocorreu, pois, o atual Gestor pessoa física da Arena Capital era o Gestor da Áfira Investimentos no período.

Fontes: 1- Investing. 2- Financial Times. 3- Macrotrends. 4- B3. 5- IBRD. 6- OCDE



<https://www.arenainvestimentos.com.br> (21) 3518 - 1031 / (21) 3518 - 1032 contato@arenainvestimentos.com.br

O conteúdo desta carta possui caráter expositivo apenas, constituindo um propósito de divulgação de informações e opiniões. Portanto, esse documento não deve ser considerado como uma peça publicitária do Fundo Arena Valor FIA. Vale ressaltar também que nenhuma empresa citada aqui representa recomendações de investimento.