

## Investimento público, empresas estatais e restrições fiscais

Em nossa [nota de final de ano](#), abordamos o problema estrutural das contas públicas brasileiras e sua consequência para a avaliação das empresas negociadas em bolsa. Os efeitos gerados pela insegurança em relação ao nosso regime fiscal, como o elevado custo de financiamento da dívida pública, têm implicações em amplos setores da economia, comprometendo o potencial de crescimento do país.

A crença no gasto público como indutor principal do crescimento econômico é uma das determinantes na condução da política econômica no Brasil. A hipótese de que o próprio crescimento decorrente do investimento público aumentaria a arrecadação e, no limite, permitiria aos governos uma certa leniência com as restrições fiscais, fundamenta sua primazia em relação a incentivos capazes de atrair o setor privado a assumir os riscos dos empreendimentos necessários à modernização da infraestrutura do país. O gasto público seria, portanto, autofinanciado.

Num cenário com elevada rigidez de despesas e alto percentual de vinculações que retiram parte considerável da discricionariedade dos gestores públicos na elaboração e execução do orçamento, as empresas estatais se tornam candidatas naturais a liderar a alocação de capital em áreas consideradas estratégicas pelos governos, aumentando o potencial conflito entre os interesses dos acionistas privados e aqueles do controlador.

O recente debate sobre a destinação do excesso de geração de caixa da Petrobras é eloquente do dilema entre investimentos

orientados exclusivamente pelo plano estratégico da empresa e sua utilização para a execução de políticas públicas que, em tese, podem gerar externalidades positivas desejadas pelo ente público, mas com o risco de afetar o retorno esperado pelos seus financiadores privados. No caso da maior empresa brasileira, o próprio controlador tem pretensões distintas. A União precisa dos dividendos em seu esforço para cumprir as metas fiscais, ao mesmo tempo em que a retenção dos recursos viabilizaria os investimentos de interesse do governo.

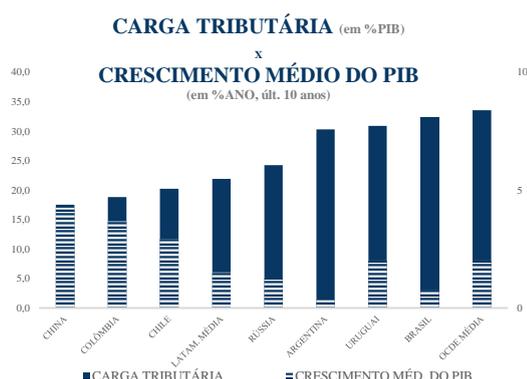
Uma fonte adicional de insegurança é a recorrente tentativa de submeter a política de preços da companhia aos objetivos das metas de inflação. O sistema de preços é uma poderosa fonte de informação cujas mensagens determinam a alocação de investimentos e as escolhas dos consumidores. A adoção de normas pouco transparentes ou com alto grau de subjetividade adicionam incertezas à percepção de valor do negócio e comprometem a qualidade de sua governança.

A Petrobras é uma empresa com evidentes vantagens competitivas. A companhia tem capturado os ganhos originados de sua posição privilegiada no mercado doméstico, principalmente na área de exploração e produção. Seu desempenho exuberante nos últimos doze meses é uma evidência da capacidade de sua administração de monetizar com êxito incomum o potencial de suas reservas.

Em 2023, a Petrobras foi a maior contribuinte do país. A empresa recolheu o total de R\$240,2 bilhões em tributos

próprios, retidos e participações governamentais. A destinação desse enorme montante de recursos é atribuição das instituições que administram o orçamento público, enquanto a alocação de capital da empresa deve obedecer aos interesses dos acionistas.

A principal incerteza, e razão do desconforto com a tese de investimento, está na nossa incapacidade de avaliar os riscos inerentes à atuação de seu controlador. As restrições fiscais e a geração de caixa robusta da companhia serão um desafio à sua governança nos próximos anos. A possível revisão de nosso balanço de riscos em relação à Petrobras dependerá da nossa melhor compreensão da política de preços de derivativos, da evolução dos projetos em refino e o modelo de parcerias a ser desenhado para sua participação na indústria naval.

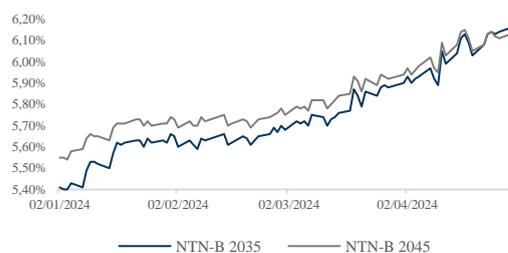


A persistente inflação nos EUA levou o FED a adiar o início do afrouxamento monetário, com relevantes consequências para a precificação de ativos e moedas no mundo. A revisão das expectativas quanto à política monetária americana retirou a complacência do mercado com as incertezas de nosso regime fiscal. Os superávits necessários para a estabilização da dívida pública foram postergados para o próximo governo, sinalizando pouca convicção na necessidade de um ajuste fiscal focado na eficiência do gasto público. O abandono precoce das metas estabelecidas há menos

de um ano piorou a percepção dos investidores com o compromisso fiscal, provocando um sentimento de que o governo estaria “jogando a toalha” em relação às metas fiscais do “Arcabouço Fiscal”.

Embora parte do mal-estar dos mercados tenha sua origem na atuação do FED, a leniência com as metas fiscais no Brasil amplificou os efeitos nos indicadores domésticos após a divulgação das novas metas de resultado para os próximos anos. A parte longa da curva de juros, os prêmios de risco embutidos nos CDS de cinco anos e a moeda local incorporaram em seus preços o pessimismo com a evolução das contas públicas.

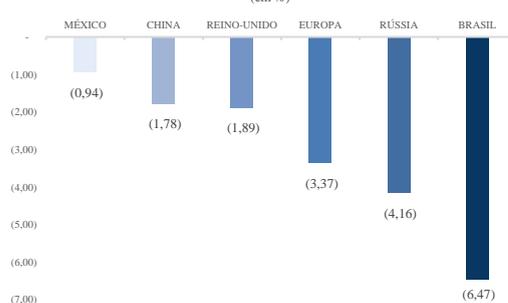
**TESOURO IPCA+ COM JUROS SEMESTRAIS EM 2024**  
(taxa média ytd.)



**CDS BRASIL 5 ANOS**  
(em USD)



**VARIAÇÃO DA MOEDA EM RELAÇÃO AO DÓLAR - ACUM. 2024**  
(em %)



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

O conteúdo desta carta possui caráter positivo 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.

Fontes dos gráficos: Bloomberg, Apollo Chief Economist, Investing, World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.. OECD et al. (2020). IMF.

A partir do início do ano, a alteração nos limites de alocação para diferentes mercados nos permitiu estender a procura por oportunidades entre as companhias listadas em bolsas externas. A exposição dessa parte da carteira contribuirá para o desempenho do fundo ao longo dos anos, descorrelacionando seu retorno de eventos locais e aumentando, com qualidade, o universo de negócios potenciais para investimento. Os BDRs (Brazilian Depositary Receipts) de nosso interesse irão incorporar empresas de mercados maduros, com bom nível de governança e presença de teses de investimento na fronteira da inovação em áreas de alto crescimento, como o setor de tecnologia.

As novas companhias investidas nos permitirão acompanhar, por exemplo, a jornada de monetização dos quase 100 milhões de clientes de uma fintech brasileira, o valor de uma farmacêutica com potencial de capturar parte relevante do mercado destinado a drogas para a obesidade, câncer e Alzheimer, e ainda, através de um “*major player*”, participar do desenvolvimento do mercado de produtos e serviços associados à inteligência artificial (GenAI).

fluxos de caixa estimados. Temos uma visão construtiva do investimento em nossas companhias pela boa qualidade dos ativos adquiridos, e porque os seus fluxos futuros estão representados nos preços atuais por descontos que representaram boas oportunidades de alocação.

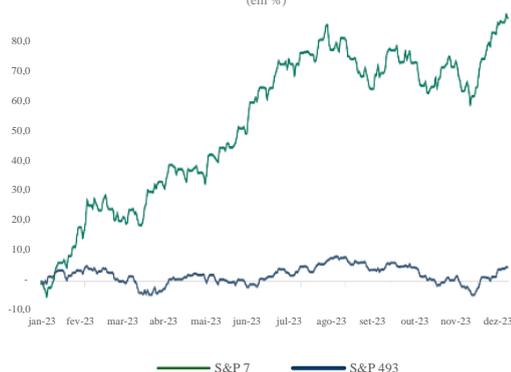
*“Nós não conseguimos viver num estado de dúvida eterno, então inventamos a melhor história possível e vivemos como se ela fosse verdade.”*



Daniel Kahneman (1934 – 2024)

**Mauricio Pedrosa**  
Maio/2024

#### PERFORMANCE ÍNDICE S&P500 S&P 7 x S&P 493 (em %)



Como já comentamos anteriormente, as condições macroeconômicas podem alterar a percepção de valor das empresas negociadas em bolsa. Os elevados juros praticados no Brasil deprimem os preços dos ativos pela aplicação de maior desconto nos

## Rentabilidade Acumulada – Arena Valor FIA

