

“DE UM POVO HERÓICO O BRADO RETUMBANTE”

A sociedade contemporânea vive imersa em um paradoxo. O progresso tecnológico avança de modo quase inevitável, mensurável na queda da mortalidade infantil, no aumento da expectativa de vida, na crescente alfabetização, no combate a doenças e em tantas outras métricas. Já a organização política e social insiste em se mover em círculos. Democracias consolidadas cedem a impulsos autoritários, liberdades recém-conquistadas são revertidas, e a promessa de um fim da história¹ revela-se falsa. Confunde-se avanço técnico com uma suposta evolução moral. Daí nasce a frustração: quanto mais eficazes nos tornamos em dominar a natureza, mais evidentes se tornam nossas falhas em lidar com a própria condição humana. A história não progride; apenas retorna com novos disfarces. O desafio não é crer em um destino coletivo redentor, mas reconhecer a coexistência entre conquistas técnicas e retrocessos políticos. Aceitando a vida pública, em sua essência, como a arte de administrar tragédias recorrentes.

O Brasil é um estudo de caso desse descompasso. Nossa política raramente resolve conflitos pela via da institucionalização. Prefere a coreografia da ruptura seguida de anistia. Anuncia-se o golpe, tenta-se o golpe, consuma-se o golpe; depois, dissolve-se a responsabilidade em perdões generosos. Nos anos 1920, o Tenentismo já dava o tom. A Revolta dos 18 do Forte, a Coluna Prestes e outros levantes não foram apenas aventuras militares, eram sintomas de um país sem canais efetivos de oposição dentro das regras da Primeira República. As rebeliões fracassaram, mas plantaram a ideia do golpe como instrumento de reforma. Os insurgentes acabariam anistiados e reintegrados.

A Revolução de 1930 também foi um golpe. Alegando fraude eleitoral, interrompeu a posse de Júlio Prestes, que nunca assumiu, e levou Getúlio Vargas ao poder. Em 1932, a Revolução Constitucionalista tentou derrubá-lo; derrotada, terminou em conciliação. Em 1935, a Intentona Comunista serviu de pretexto ao endurecimento do regime em 1937 com o Estado Novo², imposto por Vargas.

Em 1945, Vargas foi deposto pelos militares e saiu em silêncio. Não foi um ato heroico, tampouco um levante popular, apenas rendição. O Estado Novo terminou por saturação, não por maturidade institucional. Nascia a Quarta República. Uma democracia frágil, na qual o voto popular convivia com a tutela militar e com partidos pouco estruturados. Dutra, Café Filho e outros encarnaram essa transição em que cada avanço institucional vinha acompanhado de um retrocesso. A economia crescia à beira de desequilíbrios. Vargas voltaria cinco anos depois, eleito, em mais um capítulo no qual ruptura e perdão se confundem³.

¹ O conceito vem do ensaio “The End of History?” (1989) do cientista político norte-americano de origem japonesa Francis Fukuyama, que argumentava que a história humana, entendida como a luta entre sistemas ideológicos, teria finalmente chegado ao seu ponto final com a vitória do liberalismo democrático após a queda do Muro de Berlim. Hoje não parece que a história terminou, apenas entrou em hiato.

² O Plano Cohen foi o pretexto usado para instalar o Estado Novo. Forjado em 1937 e apresentado como plano comunista, permitiu a Vargas decretar estado de guerra, ampliar censura e repressão e preparar o golpe que fechou o Congresso. Depois ficou comprovado que o documento era uma falsificação.

³ Recomendamos a leitura da magistral autobiografia de Samuel Wainer, *Minha Vida*, que narra em detalhes sua viagem a São Borja, de onde voltou com a histórica entrevista de Getúlio Vargas. Matéria jornalística que marcaria o retorno do ex-presidente à política e o início de

Juscelino Kubitschek, eleito em 1955, enfrentou logo de saída uma conspiração militar contida por um contragolpe legalista. A trama nunca desapareceu, mas, como de hábito, foi dissolvida em conciliação. Se a Quarta República foi um laboratório vacilante, JK foi a exceção. Seu governo (1956–1961) devolveu ao país um projeto claro de futuro. “Cinquenta anos em cinco” não era só *slogan*, foi a narrativa que alinhou capital, trabalho e política em torno de um objetivo comum. Brasília materializou essa ambição e deslocou o centro de gravidade do país.

Sem Juscelino, a Quarta República teria sido apenas uma ponte instável entre ditaduras. Com ele, o Brasil experimentou, ainda que por pouco tempo, a confiança de que era capaz de sonhar grande e realizar.⁴ Mostrou que liderança e visão podem alterar o destino de um país.

O ciclo, contudo, seguiu. Veio a renúncia de Jânio em 1961, o golpe de 1964 e duas décadas de ditadura. A Lei da Anistia de 1979 perdoou tanto opositores quanto agentes da repressão, possibilitando o fim da ditadura em 1985. Depois, já na Nova República⁵, o roteiro se repetiu. Impeachment de Collor em 1992 e de Dilma em 2016, ambos seguidos de reintegração política dos derrotados⁶.

Do Tenentismo ao impeachment, a sequência é quase invariável⁷. Ruptura, anistia, reintegração. Raramente resolvemos conflitos pela institucionalização, preferimos o esquecimento. De tempos em tempos, uma liderança como JK ou FHC indica outra via. Visão, projeto e pacto. No geral, insistimos nessa dança barroca do pecado e do perdão.

Hoje, em 2025, o dilema reaparece. Nossa democracia é mais resiliente do que em 1945, mas segue frágil. Partidos pulverizados, pactos fiscais instáveis e um ruído constante que mina a confiança nas instituições. O complexo de vira-lata se aprofunda. Precisamos de uma liderança capaz de articular presente e futuro com clareza de propósito.

A experiência internacional é clara. Democracias se consolidam quando as finanças públicas ganham âncora. Na Inglaterra do século XVII, a Revolução Gloriosa (1688–1689) marcou essa virada, limitando o acesso a crédito da Coroa ao controle do Parlamento. Não foi uma simples troca de monarca, mas a fundação de um arranjo estável que sustentou a monarquia constitucional, influenciou o liberalismo e viabilizou o salto industrial. Em 1789⁸, os

sua campanha rumo ao primeiro mandato eleito democraticamente. Mais tarde, com apoio de Vargas, Wainer fundaria o *Última Hora*, jornal inovador que combinou qualidade editorial com alcance popular, e viveu seus anos de glória até ser atingido pelo golpe militar.

⁴ Ao fim do governo Juscelino o Brasil acumulava dívida externa elevada e reservas escassas. Como tantas outras vezes na história desse país, o impulso do plano de metas gerou crescimento mas deixou desequilíbrios fiscais, inflação elevada e alto déficit em conta corrente. Mantendo a tradição brasileira de deixar os ajustes para o mandato seguinte.

⁵ A Nova República é a sexta república brasileira e vai de 1985 até hoje. Sucede a Quinta República, os 21 anos de ditadura militar marcada por tentativa de modernização econômica e repressão política. Inaugurada por Tancredo Neves e José Sarney, consolida a redemocratização com a Constituição de 1988 e um ciclo de governos civis. Sem golpes institucionais, mas com o impeachment usado como instrumento de mudança sob verniz e rito democrático. Combina avanços institucionais com crises recorrentes de governabilidade.

⁶ O contraste entre 1992 e 2016 evidencia o caráter político do impeachment no Brasil. Em 1992, Collor teve cassação e inabilitação votadas em conjunto. Em 2016, um destaque aceito pelo então presidente do STF, atual Ministro da Justiça, que presidia a sessão, permitiu votação separada e manteve os direitos políticos de Dilma. Um dos primeiros sinais de politização dos tribunais superiores. A maleabilidade do rito refletiu o equilíbrio de forças do momento.

⁷ E ainda tivemos Lula: condenado em várias instâncias e preso, acabou beneficiado pela anulação das sentenças por um tribunal politizado. Voltou à Presidência, reafirmando o padrão brasileiro de transformar punição em perdão.

⁸ Sendo fiel às datas: em 1789 nasce o Departamento do Tesouro; em 1790, com o First Report on the Public Credit e o Funding Act, Hamilton federaliza as dívidas estaduais da Guerra Revolucionária. Os estados do Sul resistiram por já terem quitado parte dos passivos. O Compromisso de 1790 viabilizou o plano, com os sulistas convencidos pela escolha de Washington, mais ao sul, como capital em vez de Nova York. Reformas fiscais em democracias avançam com pactos e concessões regionais. Há aqui um grande aprendizado.

Estados Unidos federalizaram dívidas de guerra e criaram um Tesouro confiável. A Alemanha do pós-Segunda Guerra reconstruiu-se sobre instituições sólidas. A Espanha, na transição após Franco, costurou consensos. Israel domou a hiperinflação em 1985 com um acordo tripartite entre governo, sindicatos e setor privado. O Chile, desde 2001, vincula a política fiscal ao preço de longo prazo do cobre, blindando-se contra ciclos populistas. Em comum, trocaram a coreografia da crise pelo compasso disciplinado de um pacto.

Em alguns episódios pontuais o Brasil ensaiou esse caminho. O Plano Real (1994), a Lei de Responsabilidade Fiscal (2000) e o teto de gastos (2016) foram tentativas de construir travas. Avanços reais que, infelizmente, não saíram ilesos dos choques políticos seguintes. Carecemos de um acordo que atravesse governos.

A aritmética fiscal é simples. Quando a dívida cresce persistentemente acima do PIB, a relação dívida/PIB sai do controle. Para estabilizá-la, é preciso superávits que cubram a diferença entre o custo médio da dívida e o crescimento da economia. Se os juros superam o crescimento e o superávit não vem, a explosão é inevitável. A cada ponto percentual de dívida a mais, maior é a fatia do orçamento devorada por juros, menor é a capacidade de investir para aumentar produtividade e inclusão, pior é a confiança na moeda e mais altos são os prêmios de risco. O que se vende como política social vira imposto silencioso sobre os mais pobres via inflação e estagnação.

Os números expõem a assimetria. Indivíduos com renda de até três salários mínimos somam cerca de R\$1,2 trilhão em dívidas. Se o juro real permanecer seis pontos acima do equilíbrio, 10% contra 4%, o custo adicional anual para esse grupo chega a R\$72 bilhões. No outro extremo, o segmento private e o varejo de alta renda concentram cerca de R\$4,5 trilhões em ativos financeiros, majoritariamente em renda fixa de curto prazo. Assumindo tributação de 15%, a alta de juros adiciona algo como R\$230 bilhões por ano em renda financeira. Em contraste, a isenção de IR até R\$5 mil, valorizada pelo governo atual como a grande justiça tributária do mandato, rende R\$30 bilhões, e um aumento real de 2% no salário mínimo acrescenta cerca de R\$15 bilhões aos trabalhadores e valor semelhante para aposentados do INSS. A matemática é clara. O ganho de juros é concentrado, enquanto os alívios pulverizados não compensam. O populismo custa caro e concentra riqueza.

Há ainda o efeito federativo. Quando o ajuste se apoia na arrecadação, a receita é repartida com estados e municípios e as despesas destes sobem. Estima-se que, nos três primeiros anos do atual governo, o gasto primário federal tenha crescido 4% em termos reais e o de estados e municípios 6%, sobre uma base já inflada no pós-pandemia. Nesse ambiente, juros altos viram contrapeso. Eles contêm o crédito, mas pesam mais sobre a baixa renda endividada, enquanto a renda alta tende a poupar o ganho de juros. No caminho, empresas médias perdem acesso a crédito e adiam investimento, a produtividade cai e o círculo vicioso se retroalimenta. O resultado é a armadilha de baixo investimento, baixo crescimento e dívida crescente. O governo atual recebeu o país com 72% de dívida bruta sobre o PIB e tende a encerrar o mandato perto de 85%. Essa trajetória é uma bomba-relógio que pode explodir se o mercado concluir que apenas um surto inflacionário estabiliza a dívida.

A saída pede um pacto que atravesse mandatos. O Plano Real não nasceu de um consenso, mas de uma maioria provisória construída com pragmatismo e senso de urgência. Foi o suficiente para executar o plano e sustentar a transição até que os resultados falassem por si. O mesmo vale para os programas sociais que se seguiram, frutos de acordos pontuais sobre prioridades, não de unanimidade ideológica.

Hoje, falta convergência e sobra a tentativa errática de obter uma maioria mínima para aprovar pautas paroquiais e de interesse de minorias organizadas. Quase não se gasta energia com o que realmente poderia mudar o país. O Executivo parece empenhado em escalar a montanha errada. O Legislativo, que arrancou à força sua independência com fundos partidários e emendas impositivas, segue cada vez mais fisiológico e autocentrado. O Judiciário comporta-se como uma biruta ao sabor dos ventos, para não dizer que habita um universo paralelo em que se imagina uma espécie de monarquia servida e bajulada por toda a sociedade.

O país precisa reencontrar um eixo mínimo de racionalidade. Organizar a pauta para reconstruir um consenso fiscal. Meta fiscal plurianual com bandas. Regras de gasto em termos reais com cláusulas de escape raras e datadas. Revisão periódica de renúncias com prazo de validade e avaliação de impacto. Sem isso, trocamos alívio imediato por um país mais pobre adiante.

Cabe um mea culpa. Havia, no início do governo Lula, um ajuste simples de executar, com contenção de despesas fora do ciclo eleitoral, capaz de baixar a curva de juros e ancorar a trajetória da dívida. Consideramos essa hipótese, cuja probabilidade não era pequena, mas a oportunidade foi desperdiçada.

Vem à cabeça a frase tantas vezes mal atribuída a Einstein: “loucura é repetir o mesmo ato esperando resultados diferentes”. A origem real está em textos do Narcóticos Anônimos, o que faz bem mais sentido e descreve, ironicamente, o padrão que o governo atual repete como no Lula II e no Dilma I. No auge do “gasto é vida”, um economista projetou a curva exponencial da dívida e lembrou do óbvio. Nada cresce exponencialmente para sempre; ou se corrige, ou bate no muro. O historiador e filósofo norte americano Will Durant resumiu magistralmente ao afirmar que “a história humana pulsa como um coração, em sístole e diástole, com períodos de concentração e ordem seguidos por fases de expansão e caos”. É a tensão entre energia e exaustão, construir e destruir, civilização e barbárie. No Brasil, neste momento, ou há alternância política arbitrada pelas urnas no próximo ano com um pacto crível, ou veremos a reedição do arranjo conhecido. Retórica socialmente generosa seguida de ajuste ortodoxo de emergência quando a conta chega, à la 2015 com Joaquim Levy.

Se o governo for reeleito e insistir em negligenciar o fiscal, os canais de transmissão via câmbio e, em seguida, inflação, tendem a impor um ajuste ainda mais severo adiante. Sem correção, cresce o risco de repetirmos o roteiro argentino, com sucessivas quedas no precipício e sem saída sustentável.

Hoje, o superávit necessário para equilibrar a dívida/PIB no custo corrente é um sonho distante. O ajuste que importa é o que ancora expectativas e permite a queda ordenada da curva de juros. Com credibilidade, o corte de despesas pode ser menor. Opera aí uma reflexividade sofisticada, em que um desenho fiscal consistente e uma comunicação clara reprecificam risco e reduzem o prêmio. Para o investidor em ações, o retorno melhora por dois canais. De um lado, a compressão da taxa de desconto, já que ações têm duration naturalmente mais alta do que outros instrumentos de poupança. De outro, a menor necessidade de um aperto que sacrifique o crescimento, preservando receitas e lucros.

“O BOM MARINHEIRO SABE QUE NUNCA VENCE UMA TORMENTA, É APENAS O MAR QUE O DEIXA PASSAR.”⁹

Construímos o portfólio de forma equilibrada, com a disciplina de quem não é uma gestora de produtos, mas um único fundo que concentra todo o esforço e atenção dos sócios. Nosso capital proprietário, relevante em relação ao total de ativos, faz com que o retorno sobre ele importe mais do que qualquer taxa. É o tão citado, e tantas vezes mal compreendido por quem mais o repete, conceito de *skin in the game*, aquele que não depende do percentual do patrimônio individual de cada sócio¹⁰, mas do montante absoluto investido em relação ao total administrado no produto específico e do compromisso cumulativo de reinvestir parte relevante das receitas da casa em um único fundo. Esse arranjo garante alinhamento real e permanência, porque o resultado do produto é, literalmente, o destino de quem o gere.

No Brasil carrego é construção, e sobreviver é mais importante do que arriscar desnecessariamente. O objetivo não é ser genial, mas evitar ser estúpido. A carteira reflete esses princípios, quase como mandamentos.

Cerca de 40% do patrimônio está investido em empresas de utilidades públicas. Elas oferecem carrego elevado em função das altas taxas de juros de longo prazo, um prêmio de *equity* que raramente se viu e a opcionalidade de serem as poucas companhias capazes de alocar capital produtivo em um país carente de investimento. São negócios que combinam governança, capital e capacidade de execução, atributos escassos quando o setor público consome quase todos os recursos em despesas correntes. Equatorial, Eletrobras, Auren, Eneva, Copel, Motiva e Compass compõem esse núcleo. Fornecem a âncora que permite bons retornos prospectivos e a defensividade necessária para enfrentar cenários adversos.

Essas empresas raramente figuram entre as maiores altas anuais da bolsa, mas em janelas longas costumam aparecer entre as vencedoras. As principais posições da carteira não são as que mais podem subir em um ciclo otimista, e sim as que melhor equilibram o potencial de valorização e proteção em momentos adversos.

As empresas de alto crescimento representam hoje menos de 20% do fundo. Mantivemos Nubank pela qualidade estrutural e pela densidade de talento incomum no país, aliada a consistência do produto, aquisição orgânica de clientes, baixo custo de servir e exposição ao *pool* de lucros mais relevante da região: o crédito, produto de consumo mais cobiçado da economia. Já o Mercado Livre, embora líder consolidado por méritos próprios, negocia a um valor de mercado que tolera poucas surpresas negativas e, por isso, a posição foi reduzida de forma significativa.

As ações internacionais, que tiveram peso relevante nos últimos anos, também foram reduzidas diante da maior atratividade relativa do Brasil e do estreitamento da margem de segurança nos mercados desenvolvidos.

⁹ Provérbio náutico

¹⁰ Vale lembrar que o valor da opção de performance anual de um gestor, quando estimado por um modelo de Black & Scholes, situa-se normalmente entre 0,6% e 4,0% dos ativos sob gestão, cálculo e discussão que apresentamos detalhadamente há quinze anos na [Carta Atmos 2](#) (na carta consideramos 10% de performance referentes ao nosso primeiro feeder, mas aqui ajustamos o número para considerar os 20% de performance que vem sendo a prática de mercado).

O restante da carteira, que completa a exposição de 100% do fundo, está concentrado em líderes bem posicionados. Alguns sofrem ruídos de curto prazo, outros apenas a indiferença de um mercado desinteressado por ações brasileiras. Entre eles, Localiza, Stone, XP, Rede D'Or, Smart Fit e Grupo Salta. Empresas com estrutura sólida, vantagens competitivas claras e capacidade de atravessar ciclos preservando valor.

De onde partimos em termos de retornos prospectivos, estamos sendo bem remunerados pelo risco incorrido. Os ventos de estibordo parecem ajudar e, se não forem eles, temos encontro marcado com as contas públicas em 2027. Há momentos em que é preciso permanecer de pé quando quase todos já desistiram.

Investir em ações no Brasil não tem sido tarefa simples. As janelas longas, muitas vezes torturantes, afastaram boa parte dos investidores dessa classe de ativos. Ainda assim, ou talvez justamente por isso, a recompensa continua atraente. Como disse Jerry Seinfeld, *"The blessing in life is when you find the torture you're comfortable with. That's marriage, it's kids, it's work, it's exercise. Find the torture you're comfortable with and you'll do well. You've mastered that, you've mastered life."*

Investir é aceitar o desconforto certo, seguir sem sucumbir e nunca morrer no meio da travessia. No fim, não se trata de vencer o mercado, mas de atravessar o tempo com ele e chegar do outro lado inteiro.