

MARKETS ST.

EDIÇÃO Nº19 | DEZEMBRO 2017

Liga de Mercado Financeiro FEAUSP, InFinance INSPER, Consultoria Júnior de Economia FGV e Poli Finance



XI JINPING

O homem mais poderoso do mundo?



ENTREVISTA COM
CARLOS KAWALL

APPLE

O PODER DE
XI JINPING

AUTONOMIA DO
BANCO CENTRAL

ECONOMIA
COMPORTAMENTAL

Realização

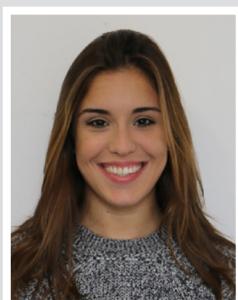


Consultoria Júnior de Economia
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS



Equipe

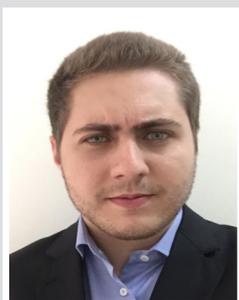
Marcella Casseiro
Contabilidade - FEA USP



Leonardo Proença
Economia - FEA USP



Gabriel Teodoro
Engenharia Elétrica - POLI USP



Gabriel Vieira
Economia - FGV



Ricardo Van Brusky
Economia - Insper

Índice



EDITORIAL	4
APPLE RUMO AO US\$ 1 TRILHÃO	5
A INEFICIÊNCIA PRODUTIVA BRASILEIRA: REVISTANDO EUGÊNIO GOUDIN	7
O PODER DE XI JINPING	9
A TEORIA POR TRÁS DA SANTA EFIGÊNIA	11
COMPANHIAS AÉREAS: SENTENÇA OU OPORTUNIDADE?	12
ENTREVISTA COM CARLOS KAWALL	14
IMPOSTO SOBRE HERANÇAS: EFICIÊNCIA ECONÔMICA E DESIGUALDADE	18
A ASCENSÃO DAS ESTRATÉGIAS PASSIVAS NO MERCADO FINANCEIRO	19
BEHAVIORAL FINANCE: O VIÉS EM DECISÕES DE INVESTIMENTO	20
TOMA LÁ, DÁ CÁ	22
O MICROCRÉDITO NA RETOMADA ECONÔMICA	23
AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL: AMADURECIMENTO INSTITUCIONAL OU RETROCESSO DEMOCRÁTICO?	24
EDUCAÇÃO SA: DO ENSINO SUPERIOR AO BÁSICO	26
NORMALIZAÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO E A TAXA DE LONGO PRAZO	27
QUANDO A ECONOMIA PERDEU UM J	28
COMO OS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY PODEM RESOLVER O PROBLEMA DOS IPOs NO BRASIL?	29
UM POUCO SOBRE ECONOMIA COMPORTAMENTAL	30
A RENDA FIXA NÃO É TÃO FIXA ASSIM	31

Edição

LEONARDO PROENÇA - FEA USP

MARCELLA CASSEMIRO - FEA USP

TOSHIRO TOKUYOSHI - FEA USP

Redação

TOSHIRO TOKUYOSHI
RICARDO FONTES
LEONARDO PROENÇA
GUSTAVO FERREIRA
MICHEL CHITMAN
GABRIELA BOTTINI
GUSTAVO BUENO
JOÃO SAUTCHUK
PEDRO SANTANNA
RAFAELE AOYAMA
VICTORIA CAPORAL
LUCCA MARQUEZINI
SÉRGIO RODRIGUES JR
FÁBIO BASSAN
WILSON ROCHA JR
GUILHERME POLHO
GUSTAVO GROFF
JOÃO FRAGOSO
FLORA PFEIFER
RUBENS TERRA
VICTOR NATAL

MARKETS ST.

Editorial

A Décima Nona edição da Markets St. vem para tentar responder a algumas perguntas. Por que o Brasil é tão improdutivo? Como tornar o sistema tributário eficiente? Como acelerar a saída da crise? Quais são os rumos da política chinesa? Além disso, não poderíamos deixar de entrar no debate acerca da relevância do Prêmio Nobel concedido a Richard Thaler, de modo que a Economia Comportamental também terá vez nesta edição.

Voz importante no mercado financeiro, Carlos Kawall concedeu-nos a entrevista desta edição. O economista-chefe do Banco Safra compartilhou sua análise da política de concessões do BNDES, da adoção da TLP e do ciclo de afrouxamento monetário pelo qual estamos passando.

Como de praxe, agradecemos à Thomson Reuters, pela impressão de mais uma edição da Markets, e à escola de negócios BTM&Co, que segue parceira desta revista, dividindo seu conhecimento com nossos leitores.

Apreciem!

Equipe Markets St.



Consultoria Júnior de Economia
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS



iPhone X



Apple rumo ao US\$ 1 trilhão



TOSHIRO TOKUYOSHI

Contabilidade
FEA USP

Há exatamente uma década, quando a Apple lançou o primeiro iPhone, a companhia valia pouco mais de uma centena de bilhões de dólares. Em 2017, ela alcançou a casa dos US\$ 800 bilhões, um crescimento vertiginoso explicado pela ampla aceitação do iPhone. Este tornou-se um sucesso de vendas, sendo, atualmente, responsável por dois terços do faturamento.

Como esperado, a Apple não foi a única empresa a desfrutar deste novo mercado. Companhias coreanas e chinesas, notadamente a Samsung, conquistaram market share com aparelhos acessíveis e com tecnologia similar, colocando a hegemonia da Apple em xeque. Mesmo assim as ações dela continuam em alta, traduzindo o otimismo dos investidores em relação ao futuro.

Questionar o horizonte otimista

parece bastante plausível- afinal, como uma companhia pode manter crescimento expressivo no mercado de smartphones, que começa a vislumbrar o último ponto de inflexão da curva S? Mas, ao analisar a estrutura operacional da Apple e seus investimentos em novos produtos e inovações tecnológicas, esse ceticismo desvanece.

Atualmente, segundo algumas fontes, a Apple tem a cadeia produtiva mais eficiente do mundo. Apesar de não participar diretamente na produção de seus hardwares, ela criou uma rede global de fornecedores atrelada a um complexo sistema logístico, capaz de atender a demanda em escala mundial, com baixo custo e em tempo recorde. Isso permite à empresa focar no seu principal objetivo: pesquisa e desenvolvimento. No último ano fiscal, o departamento de R&D consumiu cerca de US\$ 10

bilhões, que correspondem a mais de 40% das despesas operacionais.

Esse pioneirismo assegura à Apple a dianteira no mercado, afastando o risco de obsolescência tecnológica. Mas tal risco é um fator difícil de mitigar em um ambiente de competição acirrada como o setor de tecnologia. Por essa razão, uma das estratégias é adquirir patentes e empresas mundo a fora a fim de agregar o máximo de inovação. Desde 2010, a Apple adquiriu 60 companhias que atuavam em áreas como inteligência artificial, machine learning e reconhecimento facial.

Uma dessas aquisições foi a empresa alemã Metaio, desenvolvedora de soluções em realidade aumentada. Esta tecnologia tem imenso potencial de criar um novo superciclo no mercado de smartphones, que deve impulsionar o desenvolvimento

de aplicativos e tornar o ambiente de e-commerce mais dinâmico. Segundo um relatório do Morgan Stanley, a adoção em massa de aplicativos baseados em realidade aumentada tem potencial para incrementar US\$ 400 bilhões em vendas de mobile devices e serviços relacionados nos próximos três anos.

O último lançamento da Apple, o iPhone X, já conta com câmera dupla frontal e traseira para melhorar a experiência de realidade aumentada, antecipando o movimento em relação aos concorrentes. Adicionado a isso, a empresa também lançou o ARkit, ferramental voltado a desenvolvedores de aplicativos. O ARkit tem o objetivo de acelerar o processo, fornecendo a base para a criação de aplicativos de realidade aumentada por terceiros, responsáveis por abastecer a maior parte do conteúdo da App Store.

Apesar de todo o esforço em fornecer aparelhos repletos de inovações, a Apple ainda corre o risco de algum concorrente criar algo revolucionário cuja tecnologia não possa ser replicada com sucesso. Ademais, conceber produtos que atendam às preferências de um público tão amplo e diverso é uma missão quase impossível. Esse risco da aceitação pode ser observado, por exemplo, na variação de receitas apresentadas

nos demonstrativos contábeis.

Essa conclusão fica mais evidente no caso das vendas de iPhones. Alguns modelos são mais bem-sucedidos que outros, o que é perfeitamente compreensível dada a natureza do negócio. Contudo, isto afeta diretamente o desempenho financeiro. Para reduzir essa volatilidade de receita, a Apple vem investindo em seu portfólio de serviços. Com mais de 1 bilhão de devices em uso, ela tem uma base de usuários invejável que fornece mercado para seus serviços, como o Apple Music, Apple Pay, iTunes, iCloud e outros mais.

Em 2016, a Apple faturou mais de US\$ 24,37 bilhões com serviços, que hoje representam sua segunda maior fonte de receita, atrás somente do iPhone. De acordo com o analista do Credit Suisse, Kulbinder Garcha, a receita com serviços deve dobrar nos próximos três anos. Essa estratégia segue uma tendência no âmbito das empresas de tecnologia, que investem em serviços por oferecerem margens maiores, menor risco e proverem fluxos de caixa equilibrados.

Um maior engajamento na geração de receita proveniente de serviços vem acompanhado de uma segunda frente: conteúdo original. Hoje, a Apple se dedica a fornecer plataforma para conteúdo

de terceiros, mas isso vai mudar. Seguindo a Amazon e a Netflix, a companhia pretende dispor US\$ 1 bilhão ao ano para sua divisão de produção cinematográfica, segundo o Financial Times.

Sob o olhar da administração financeira, a Apple anunciou em abril de 2016 um programa de aumento de retorno do capital, que inclui a recompra de US\$ 140 a 175 bilhões em ações e o aumento de pagamento de dividendos trimestrais de US\$ 0,52 para US\$ 0,57 por ação. Essas medidas devem aumentar a atratividade da companhia e, conseqüentemente, a remuneração dos investidores.

Com uma operação sólida, imensa vantagem competitiva, boas perspectivas de mercado e decisões de investimento assertivas, a gigante do Vale do Silício tem história e potencial para alcançar US\$ 1 trilhão em valor de mercado num futuro próximo. Tim Cook e companhia têm tido sucesso em manter a cultura de inovação tão venerada por Steve Jobs, que permitiu à Apple conquistar a posição de maior companhia do mundo. Apesar dos desafios e incertezas inerentes a qualquer negócio, a Apple tem demonstrado capacidade administrativa e técnica para gerenciar os percalços da evolução tecnológica a seu favor e gerar valor aos seus acionistas.



A ineficiência produtiva brasileira: revistando Eugênio Gudín



**LEONARDO PROENÇA
RICARDO FONTES**

Economia
FEA USP

Em 1956, Eugênio Gudín, representante do Brasil na Conferência de Bretton Woods na década anterior, escrevia para a Revista Brasileira de Economia um conhecido texto da economia brasileira: “Orientação e Programação de Desenvolvimento Econômico”. O engenheiro de formação e economista de profissão escreveu em tempos conturbados: tinha acabado de deixar o Ministério da Fazenda, assumido sob um governo que sofreu com feridas abertas pelo suicídio de Getúlio Vargas. Gudín deparou-se com uma série de problemas e propôs em seu texto algumas soluções. O pessimismo suplanta a boa-vontade quando se percebe que o principal obstáculo que aborda, a baixa produtividade da economia brasileira, continua atual. Conforme mostram dados da Penn World Table, a produtividade brasileira, entre 1980 e 2014, cresceu apenas 10,6%, enquanto as medianas dos membros da OCDE e G-20 cresceram, respectivamente, 43% e

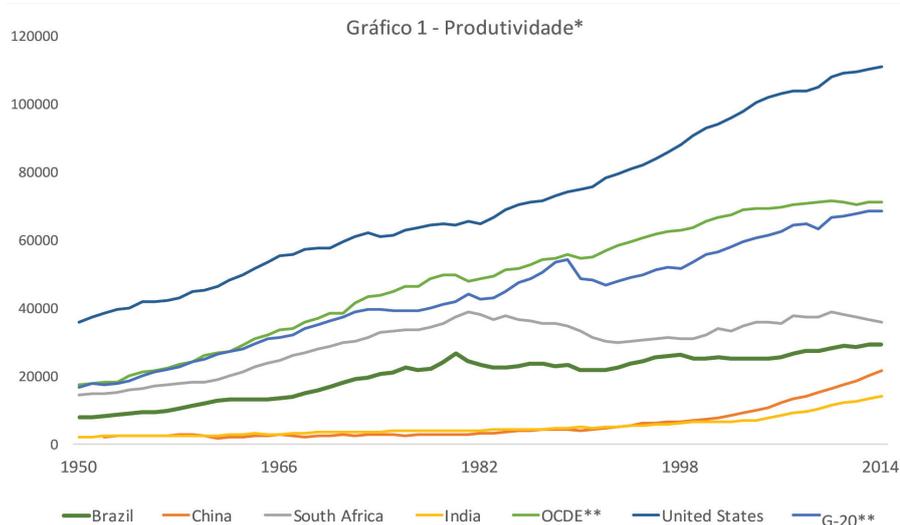
62,9% no mesmo período (Gráfico 1).

Seu diagnóstico baseava-se em três questões: a questão educacional; a questão industrial; e a questão da política comercial, que juntas geravam um cenário de baixa produtividade para a economia brasileira de sua época. Diversos pontos abordados continuam sendo problemas estruturais atuais, impedindo um crescimento potencial mais intenso e sustentável.

A questão educacional referia-se ao capital humano. O país carecia desse fator primordial em todos os níveis de formação, principalmente no superior. O autor defendia o incentivo à educação como principal solução para o desenvolvimento da nação. Entretanto, mais de meio século depois da publicação do texto, a escassez de capital humano ainda é evidente no país em comparação ao resto do mundo, apesar do crescimento acelerado do número de pessoas com ensino superior nas últimas décadas. O problema está

na qualidade do ensino. Indicativos da ausência de qualidade em nosso ensino superior são o baixo reconhecimento das faculdades brasileiras entre as melhores do mundo, a baixa quantidade de working papers publicados nas principais revistas científicas do mundo e até mesmo o fato de não termos vencedores do Nobel vinculados a instituições brasileiras.

Dados do QS World University Rankings para 2018 revelam que o Brasil deixou de ser a sede da melhor universidade da América Latina pela primeira vez na história, perdendo o posto para o Chile. Em comparação mundial, a primeira universidade brasileira aparece na longínqua posição de 121ª, número que contrasta com o tamanho da economia brasileira - a nona do mundo, se levarmos em conta dados compilados pelo Banco Mundial em 2016. Por outro lado, China e Rússia, também do BRICs, ocupam o primeiro lugar na Ásia e entre os Emergentes Europeus, respectivamente. Mundialmente, suas melhores universidades também aparecem melhor posicionadas - nas 25ª e 95ª colocações, respectivamente. Apesar de nossa colocação em termos de publicações prometer algum alento - ocupamos a 15ª posição em países com maior número de papers científicos publicados, segundo o portal SCIMago Journal and Country Rank -, isso desvanece quando se levam em conta os incentivos perversos aqui dados aos pesquisadores, que são premiados por quantidade de publicações ao invés de pela qualidade delas. O problema do Ensino Superior tem causas diversas, que passam pelo método de seleção via vestibular e vão até a baixa qualidade dos ensinos fundamental e médio. Os resultados mais recentes, divulgados pela OCDE em 2015, do Programa para Avaliação Estudantil Internacional (PISA, na sigla em inglês) colocam o Brasil na 65ª posição entre os 72 países avaliados pelo desempenho de seus alunos de



* Calculada em US\$ de 2011/população
** Membros considerados em 30/10/2017

15 anos em ciências, matemática e linguagem. A mesma pesquisa ainda revela que os resultados brasileiros estão estagnados desde 2000, em linguagem, e desde 2006, em ciências. Tudo isso contribui para mostrar a disfuncionalidade de nosso sistema de ensino frente ao de outros países, como Singapura, que lidera os rankings divulgados pela organização.

Outra parte do argumento de Gudin é a questão industrial. Ele se opôs à visão de diversos economistas e instituições de tradição cepalina, sobretudo em nos tópicos relativos à origem da produtividade e ao caráter da agricultura. Para o autor, a produtividade não era fruto direto da industrialização per se; e a agricultura, apesar de seu histórico, não era intrinsecamente improdutivo ou incompatível com o desenvolvimento. Invocando o exemplo do Canadá e da Nova Zelândia, economias que conciliavam caráter agrário e alta renda per capita, Gudin defendia a melhora na produtividade agrícola. Com isso, haveria liberação de capital, sobretudo humano, para investimento em outros setores. Além disso, clamava pelo fim da defesa exagerada da indústria - base de diversas linhas de pensamento em voga no período.

Contudo, apesar do apelo de Gudin, a agricultura não obteve os incentivos que ele via como necessários. A crença de que a agricultura seria contrária ao desenvolvimento econômico prevaleceu, e as políticas de desenvolvimento para outros setores foram muito mais abundantes. Houve incentivos para migração do trabalho no campo para outros ditos mais produtivos. Dessa forma, a participação do trabalho no setor agropecuário caiu de mais de 64% em 1950 para cerca de 16% em 2011, segundo dados do Groningen Growth Center.

Ao longo de seu texto, o ex-ministro defendeu que o desenvolvimento produtivo tinha de ocorrer primeiramente por aumento da produtividade nos setores agrícolas, dadas as

vantagens comparativas do Brasil neste tipo de produção. Não surpreendentemente, o incentivo apenas à industrialização e ao desenvolvimento de serviços sem bases técnicas e produtivas suficientes, a custos elevados, levou a um crescimento da produtividade do trabalho bastante lento. Entre 1950 e 1980, este ocorreu principalmente por evoluções nos “modernos” setores de serviços.

Desde então, a produtividade mostrou fraco desenvolvimento e retornou, com a recente crise econômica, ao nível de 1980. Dados do IBGE e do Groningen Growth Center mostram que em 2016 atingimos um patamar de relativa estabilidade em relação ao dito ano em produtividade, com queda de -0,3% no período. Esse declínio se deu pela diminuição da produtividade do setor de serviços modernos e pela relativa estagnação da indústria e de serviços tradicionais, apesar do forte crescimento da produtividade agrícola nos últimos anos.

Muitos fatores, como distorções tributárias, barreiras burocráticas e baixo grau de abertura comercial, contribuíram para a ineficiência produtiva como um todo. Sem embargo, para Gudin, a longa política de substituição de importações aqui implantada no século passado foi um dos principais fatores para o baixo crescimento da produtividade do setor industrial, como aborda em sua questão da política comercial.

Correntes de pensamento econômico de grande influência no governo analisavam o desenvolvimento da política industrial como resultado da proteção durante sua fase “incipiente”. E isso seria fortemente defendido por uma política comercial externa marcada por desvalorização cambial e restrição quase total de importações. Essa vertente mirava em uma autarquia econômica, na qual o país produziria tudo o que pudesse dentro de seu território, configurando, assim, a substituição de importações. Contudo, pela ausência de base técnica e capacidade produtiva, o resultado dessa política

foi duplamente prejudicial: forçou-se a alocação de recursos em setores menos produtivos e limitou-se a expansão da já baixa capacidade produtiva, dada a dificuldade de importação. Esse quadro levou a um cenário de alto custos de produção, baixa produtividade e escassez de insumos, o que por seu turno implicou em fraco desenvolvimento industrial e persistente inflação.

Felizmente, tal cenário de política externa não corresponde mais à realidade, havendo maior abertura comercial do que no passado. Entretanto, ainda nos restam diversas reformas para que o Brasil faça parte das cadeias globais de produção. Elas devem ter como objetivo desenvolver setores nos quais possuímos vantagens comparativas e não aqueles em que carecemos de base técnico-produtivo. Uma medida importante, mas não suficiente, para solucionar esse problema é a tentativa de inserção do país na OECD.

É imperativo, portanto, que o programa de reformas econômicas que precisamos não se limite apenas às reformas previdenciária, tributária e trabalhista. O Brasil necessita aumentar a produtividade de sua economia para desenvolver-se, fato ainda mais relevante dadas as restrições demográficas futuras. Para isso, a solução se encontra nas reformas microeconômicas. O diagnóstico é antigo, mas ainda persistente. Somente por meio do aumento da produtividade, estagnada há décadas, podemos aumentar o potencial de crescimento e a renda per capita do país.

<https://www.topuniversities.com/qs-world-university-rankings>

https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=chart&year_high_desc=true

<http://www.oecd.org/pisa/pisa-2015-results-in-focus.pdf>

<http://www.oecd.org/pisa/PISA-2015-Brazil-PRT.pdf>

[indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=chart&year_high_desc=true](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=chart&year_high_desc=true)



O poder de Xi Jinping



GUSTAVO FERREIRA

Engenharia Civil
Poli USP

Quando falamos no título de “Homem mais poderoso do mundo”, em geral o associamos ao presidente dos Estados Unidos, sendo ele Barack Obama ou Donald Trump. Foi uma surpresa quando a Revista Forbes elegeram como tal o presidente russo Vladimir Putin em 2016, fazendo o mundo reviver ares dos anos 60, auge da Guerra-Fria. Entretanto, 2017 revelou outra reviravolta naqueles que esperavam que o título ainda ficaria com os rivais históricos.

A economia da China evoluiu a níveis astronômicos, e não causa estranhamento dizer que o PIB do país cresce em média 2 vezes o PIB americano por se tratar de um país ainda em desenvolvimento. Mesmo com esse crescimento, sua

economia ainda representa 60% dos EUA, embora esse cenário tenda a se inverter em um futuro não muito distante. Além disso, o poder militar dos russos e americanos, após décadas de investimento, ainda é incomparável com o exército chinês. Por isso, a capa da revista The Economist que intitula o presidente chinês Xi Jinping como o homem mais poderoso do mundo não causou o espanto que seria esperado em outros tempos.

Mas por que, mesmo com essas desvantagens competitivas, a nomeação desse título para o líder do Partido Comunista Chinês (PCC) era esperada? Essa pergunta pode ser respondida por dois fatores simples: os cenários externo e interno favoráveis.

Com a eleição de Trump, os americanos esperavam que o presidente cumprisse a promessa de campanha de “Tornar a América grande de novo”, mas o que ocorre é totalmente inverso. É verdade que a economia americana está aquecendo e os índices Dow Jones vem batendo recordes históricos. Contudo, os escândalos das eleições e a dificuldade do republicano em aprovar medidas no congresso estão resultando na redução da credibilidade e aprovação do presidente internamente. Além disso, sua política isolacionista e seu nacionalismo anacrônico, revogando tratados internacionais, enfraquecem ainda mais no cenário internacional o líder, que parece mais preocupado em atacar a mídia e distribuir culpas para seus erros

do que em cumprir suas promessas.

Voltando os olhos para a Europa, era de se esperar que Putin continuasse no posto após os eventos do ano passado. Porém, não é novidade que a Rússia atualmente possui pouca competitividade econômica frente ao resto do mundo, com exceção de seus aliados que ainda sofrem com a dissolução da URSS. Ademais, líderes da União Europeia que poderiam pleitear a posição, como Angela Merkel e Emmanuel Macron, se preocupam mais em manter a integridade do bloco e resolver a crise de refugiados do que em expandir a influência da UE internacionalmente.

Com a diminuição do poder desses líderes, Jinping ficou livre para aumentar sua influência internacional, ilustrada, por exemplo, em sua resistência para aplicar sanções à Coreia do Norte, apesar de pressões dos EUA e Rússia. A figura do presidente chinês configura, assim, uma espécie de “babá” que intervém nas intrigas de Trump e Kim Jong-un, e que possui o franco poder de permitir ou não uma guerra entre os dois países.

Além disso, para aumentar sua influência no exterior, o presidente

lançou nesse ano um plano ambicioso de auxílio econômico nos moldes do consagrado Plano Marshall. Conhecido como “Um cinturão, uma estrada”, a iniciativa pretende construir projetos de infraestrutura em países na Europa e na Ásia, mas que pode se estender para outros países, inclusive o Brasil, por exemplo. É um desafio evidente ao poderio americano que até então reinava soberano.

Se no lado internacional pode-se concluir que a ascensão de Xi foi favorecida pela decaída dos demais líderes, no cenário interno, seu poder foi construído pelas próprias mãos e aumenta a cada dia. Esse fato é ilustrado por sua nomeação na última convenção quinquenal do PCC (espécie de eleições gerais, uma vez que a China é governada por um partido único) como Líder Supremo; atingindo assim o mesmo nível de Mao Tsé-Tung, fundador da República Popular da China. Esse patamar é de magnitude que abole a convenção coletiva em promulgações de leis e medidas governamentais, coloca o pensamento de Jinping com o status de Lei Nacional e fez com que o PCC escrevesse as seguintes frases de apoio em seu diário oficial: “Não existe 99,9% de lealdade. É 100%. Pura

e absoluta lealdade, nada menos”.

Ademais, a escolha dos novos 5 integrantes do Comitê Central é outro reflexo da concentração de poder nas mãos de Jinping: todos os indicados são sexagenários e, por Lei, são velhos demais para assumir o controle do país pós 2022. Vale ainda destacar que o líder chinês também já possui 64 anos, mas, com seu novo status e a inclusão do seu nome no estatuto do PCC, não se enquadra mais nessa regra. Sem um sucessor certo, abrem-se as portas para que seu mandato se estenda ainda mais.

Com esse aumento de poder, também crescem as incertezas. O principal desafio de Xi é que a China não se torne uma URSS e caia em crises financeiras após anos de soberania. Para evitar isso, o presidente visa diminuir a dívida bruta da China, que corresponde a 2,5 vezes o PIB, mas sem reduzir o consumo. Além disso, uma nova era de colonialismo só seria vantajosa para os chineses, e, sem o Estados Unidos para fazer frente, não seria uma projeção absurda. O mundo certamente não quer uma ditadura na China e uma nova era de imperialismo, mas é sempre mais prudente se preparar para o pior.



A teoria por trás da Santa Efigênia: teoria dos jogos nos mercados competitivos



MICHEL CHITMAN

Engenharia de Produção
Poli USP

Se você mora em São Paulo, com certeza já passou pela Santa Efigênia, recinto dos eletrônicos. Sem dúvidas, ao ver essas concentrações de comércios do mesmo setor, você já se perguntou o porquê dessas lojas serem tão próximas.

Na Santa Efigênia, bairro comercial no centro de São Paulo, é possível ver uma concentração de lojas de eletrônicos, o que mostra uma concorrência direta entre empresas do mesmo setor. Esse fato coloca em questionamento a estratégia desses estabelecimentos e nos faz refletir a respeito de uma distribuição mais equitativa, uma vez que eles vendem praticamente os mesmos produtos.

O matemático estatístico e influenciador econômico Harold Hotelling se fez o mesmo questionamento em seu paper publicado em 1929. Porém, ao invés de pensar em eletrônicos, ele imaginou a seguinte situação: dois sorveteiros possuem produtos idênticos e do mesmo valor, de forma que os consumidores compram o que estiver mais próximo; a praia tem 100 metros de extensão e existe um consumidor a cada metro.

Com essas condições, em qual local da praia os sorveteiros colocariam seus carrinhos com o intuito de maximizar seus lucros? Esse problema ficou conhecido como o jogo de Hotelling (Hotelling's game)

Embora esse problema tenha sido levantado por Harold, quem conseguiu resolver da melhor forma foi o matemático John Forbes Nash através da teoria dos jogos, publicada em 1950. Logo, antes de resolver o problema proposto por Harold, é necessário ter o conhecimento da teoria dos jogos.

A teoria dos jogos é utilizada para compreender os fenômenos que podem ocorrer quando há um conflito entre dois ou mais players (competidores). A partir desse modo de organização, pode-se tomar a decisão mais coerente, minimizando as perdas. Por estudar a relação entre competidores, essa teoria possui, além do caráter matemático, um forte caráter social e psicológico. Todos esses fatores combinados levam a uma vasta gama de possibilidades para a utilização da teoria, perpassando pelos mais variados assuntos, entre eles: eleições, questões bélicas,

economia, competição em mercados variados, programação de TV e etc.

Para entender os princípios da teoria, tomemos como base o antigo "Dilema dos Prisioneiros", exemplo simples que reúne, de maneira concisa, as ideias de Nash. Dois suspeitos, A e B, são pegos pela polícia, a qual não apresenta provas suficientes para condená-los. A polícia, então, separa-os e coloca-os em uma sala, expondo os seguintes termos: (1) se um prisioneiro confessar e o outro não, o que confessou sai livre e o outro cumpre 10 anos de cadeia; (2) se ambos ficarem em silêncio, a pena é de 1 ano para cada; (3) se ambos confessarem cada um pega 5 anos de cadeia. Para solucionar esse dilema, Nash montou uma matriz de decisão mostrada abaixo.

Analisando a matriz, vemos o que Nash chama de melhor solução geral para os players (Socially Optimal Solution), situação em que ambos os prisioneiros ficam em silêncio e cada um pega um ano de prisão. Essa é a melhor solução para ambos, pois minimiza os anos de cadeia no geral. Entretanto, os prisioneiros estão separados

		Prisioneiro A	
		Confessar (falar)	Não confessar (silêncio)
Prisioneiro B	Confessar (falar)	5 ; 5	0 ; 10
	Não confessar (silêncio)	10 ; 0	1 ; 1

e não têm comunicação entre si, impossibilitando um acordo para os dois não confessarem. Dessa forma, eles estarão pensando em minimizar suas penas individuais com base na decisão do outro, que é desconhecida. Levando esse fato em consideração, a decisão unilateral mais racional a se tomar é confessar. Dessa forma, é possível perceber que a situação mais plausível é que ambos confessem e cada um pegue 5 anos de prisão. Esse é o conhecido “Equilíbrio de Nash”: situação na qual nenhum jogador pode melhorar sua posição com uma ação unilateral.

Voltando ao Hotelling’s game, é perceptível que a competição se dá por conta da localização. No caso proposto por Harold, o Socially Optimal Solution (solução ideal) é a divisão da praia em duas partes e o posicionamento de cada sorveteiro no meio de seu território, ficando assim um vendedor no metro 25 e o segundo no metro 75. Dessa forma, os vendedores iriam dividir igualmente as vendas e os clientes andariam menos. Porém, esse não é o Equilíbrio de Nash, uma vez que se um dos vendedores desistisse da solução ideal e fosse para o centro da praia, conseguiria manter seus clientes e obter mais $\frac{1}{4}$ dos clientes de seu concorrente. Por isso, a situação na qual nenhum vendedor poderia melhorar seu Market Share através de uma ação unilateral é com o posicionamento no centro da praia, deste modo o mínimo de clientes seria 50%.

Analogamente aos sorveteiros, as lojas de eletrônicos da Santa Efigênia não querem arriscar perder seu Market Share. Dessa forma, cria-se a competição. Assim como no problema de Hotelling, a melhor solução social seria uma distribuição equitativa das lojas, fazendo com que os clientes não precisassem ir até o centro de São Paulo. Porém, isso poderia levar à perda de consumidores, assim, a decisão de se manterem próximas e em locais estratégicos se confirma como método assertivo. Além disso, esse exemplo mostra o quão presente é a teoria dos jogos no dia a dia.

Companhias aéreas: sentença ou oportunidade?



GABRIELA BOTTINI

Economia
Insper

Com histórico de alta alavancagem, baixas margens e constantes prejuízos, o setor de transporte aéreo nunca foi bem visto – e com razão. Em 2013, Warren Buffet afirmou que tal indústria era “uma armadilha mortal” para investidores. Atualmente, no entanto, o magnata possui uma posição avaliada em mais de US\$8 bilhões em ações de aéreas. O que mudou?

O maior custo para uma companhia aérea, tradicionalmente, é o combustível. O combustível utilizado no setor aeronáutico é o querosene, um derivado do petróleo. Nos últimos anos, graças ao boom do xisto, o preço do petróleo sofreu uma abrupta queda, sendo negociado, hoje, a aproximadamente US\$50,00, metade do preço de 2013.

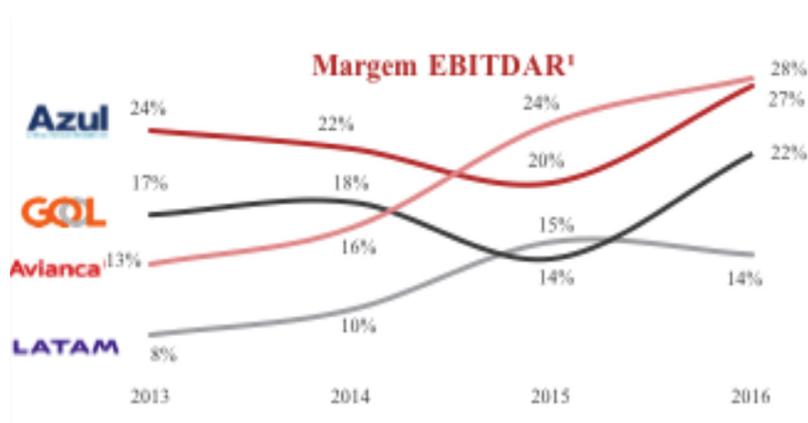
Aliado a isso, o lançamento de modelos novos de aeronaves com foco em alta performance e baixo gasto de combustível, como o A320neo e o Boeing 737 MAX – para voos domésticos – e o A350 para

longos destinos, remodelaram as expectativas das aéreas para o futuro e impulsionaram o investimento em tecnologia de ponta.

Para melhor atender a demanda dos consumidores, mais destinos foram integrados, cabines das grandes empresas foram remodeladas, o serviço de amenidades de bordo foi repaginado e, com isso, a qualidade do serviço aumentou.

Estes fatores foram decisivos para aumentar as margens de companhias como American Airlines, Delta, Southwest e United, que atualmente integram o seleto grupo de empresas de transporte aéreo que geram lucros e pagam dividendos.

Assim como as americanas, as companhias aéreas brasileiras estão vulneráveis às mudanças no preço do petróleo, mas sofrem, adicionalmente, com as flutuações do câmbio. Em 2015, em meio à crise brasileira, a GOL divulgou



Fonte: Informação das Companhias



prejuízo de R\$ 4,29 bilhões, com a ação chegando a R\$2,95, motivando leilão na Bovespa.

Outro fator que contribui para o engessamento do mercado brasileiro é a legislação e a regulamentação, que muitas vezes envolvem longos processos para realização de todo tipo de tarefa, desde a liberação de documentos – como licenciaturas –, até a concessão e manutenção de hangares e aeroportos.

Com relação a estes entraves, uma questão decisiva para a aviação brasileira será decidida no âmbito político: a privatização de aeroportos. Em dados disponibilizados pela ANAC, considerando os aeroportos de Guarulhos (SP), Galeão (RJ), Confins (MG), Brasília (DF), Natal (RN) e Viracopos (SP), privatizados entre 2011 e 2013, a capacidade de transporte de passageiros aumentou em 71,5% após a privatização,

graças à melhor gestão e aos investimentos em infraestrutura.

Curiosamente, no mercado brasileiro, as empresas mais consolidadas e que possuem maior fatia de mercado, como GOL e LATAM, não são as que performam com as melhores margens. Nos últimos anos, a Azul expandiu sua frota e consolidou sua posição no mercado doméstico, garantindo exclusividade em diversas rotas. Já a Avianca buscou melhorar a eficiência e o número de voos em rotas de alta densidade, fidelizando passageiros que viajam, principalmente, a trabalho.

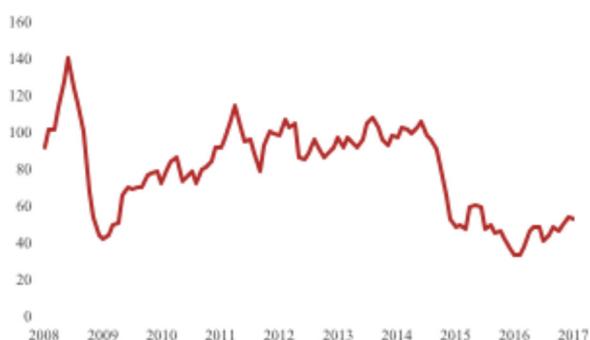
Atualmente, seguindo tendências de mercado, as empresas brasileiras estão no processo de readequação de frota, com enfoque nas aeronaves de fuselagem estreita (narrow-body) de baixo consumo de combustível. Além disso, com

a recente revisão das Condições Gerais de Transporte pela ANAC, que incluem o fim da franquia obrigatória de bagagem despachada e medidas de reembolso para passageiros, as companhias aéreas conseguem personalizar melhor o atendimento para os diversos tipos de clientes, flexibilizando o serviço.

Desta forma, nota-se que as empresas brasileiras vêm seguindo o modelo de reestruturação que impulsionou as aéreas americanas, mesmo que a passos mais modestos.

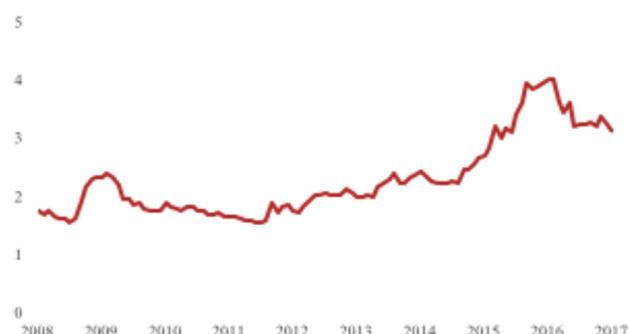
A partir deste panorama do setor, com inovações e mudanças na legislação, aliado à expectativa de diminuição gradual do câmbio, boa gestão das companhias e a potencial privatização de aeroportos, as companhias aéreas brasileiras podem, num futuro próximo, decolar.

Preço do Petróleo WTI (em US\$)



Fonte: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis

Câmbio (USD/BRL)



Fonte: Banco Central do Brasil

Entrevista com Carlos Kawall



Leonardo Proença, Marcella Casseiro, Carlos Kawall, Francesco Castilla, Gabriel Teodoro, Toshiro Tokuyoshi

Carlos Kawall é formado em Economia pela FEA-USP, com mestrado e doutorado em Economia pela Unicamp. Iniciou sua carreira na área acadêmica, mas logo ingressou no mercado financeiro passando pelo Banespa e Citibank. Também teve sucesso no setor público, onde foi diretor financeiro do BNDES e Secretário do Tesouro. Atualmente, Kawall é economista chefe do Banco Safra.

Você poderia nos contar um pouco sobre a sua trajetória profissional, como entrou no Mercado Financeiro e como tudo começou?

Minha trajetória foi bem diversificada, com várias experiências acadêmicas e profissionais. Eu cursei economia na FEA-USP, em uma época em que o presidente da república era o General Figueiredo. Ele levou para o ministério quem era mais representativo da economia da USP a época, o então Ministro Delfim Netto, e várias pessoas que se formaram com ele. Na sequência fiz mestrado e doutorado na UNICAMP, que possui uma linha mais desenvolvimentista. Hoje minha linha de pensamento é completamente oposta ao desenvolvimentismo.

Isso me conduziu a uma carreira profissional inicialmente mais ligada ao meio acadêmico. Então comecei a lecionar, já bem

jovem, com 23 anos, na UNESP, em Araraquara, e logo depois fui fazer pesquisa na FUNDAÇÃO de governo do Estado de São Paulo, seguindo essa linha acadêmica.

Eu ainda dou aula, eu gosto muito de dar aula, mas o que me tirou da vida acadêmica foi a possibilidade que eu tive em determinado momento - em 1991 - de trabalhar com um professor da UNICAMP no BANESPA, na área de banco de investimentos.

Naquele ano o Collor iniciou o programa de privatização. À época, as estatais que estavam sendo incluídas no plano estavam quase todas quebradas. Então, criou-se a possibilidade de você pagar as privatizações com dívidas das próprias empresas que não tinham como pagá-las. O credor pegava a dívida e a usava como moeda de privatização, comprando com um deságio ou vendendo para alguém que entrasse no leilão.

O Banespa, como outros bancos públicos e mesmo privados, tinha muitos créditos contra estatais e o programa de privatização era uma oportunidade de se desfazer disso e fazer liquidez. Eu trabalhei exatamente na área que estava fazendo isso e me envolvi no programa de privatização. Eu tive outra visão do setor público. Vi que o Estado não podia mais direcionar e dirigir a economia. Além dessa mudança de perspectiva, o lado empresarial me atraiu muito, eu gostei do setor bancário. Então, acabei regressando a esse órgão de origem, a FUNDAÇÃO, e resolvi fazer minha tese de doutorado sobre mercado de capitais, incluindo privatização.

Por convite de um amigo, eu fui trabalhar na CESP, empresa de energia do Estado, quando se iniciou o processo de sua privatização. Mas, de repente, surgiu uma oportunidade por indicação de um colega da FEA para trabalhar no Citibank e virei economista chefe

de lá. Então, entrei no mercado financeiro “para valer”, em 1996, com 35 anos. Em 2005, fiz outro movimento, fui trabalhar no BNDES como Diretor Financeiro. Mas, já em 2006, recebi o convite para ser Secretário do Tesouro. Eu não tinha planos de ir para Brasília nem de fazer carreira no governo. Então, fiquei nesse cargo por 9 meses, até o final do ano. Logo em seguida, acabei me envolvendo novamente com o setor privado, tive uma experiência em um fundo de investimento, o Rio Bravo, por 6 meses. Mas surgiu uma oportunidade de trabalhar na Bolsa de Valores como Diretor Financeiro, CFO, fiquei lá por 3 anos até vir para o Banco Safra, há 7 anos.

Eu passei pelas três grandes opções que um economista tem: o lado acadêmico, o qual eu continuo ativo, dando aulas no mestrado profissional da FGV; a experiência no setor público, tanto no estado de São Paulo quanto no governo Federal; e no setor privado e financeiro, que é o trabalho com que mais me identifico.

Vamos explorar mais essa parte do BNDES. Como você vê essa situação de o Governo passado ter elegido as “Campeãs Nacionais” para conceder crédito subsidiado? Isso foi prejudicial para o desenvolvimento do país, ou realmente era necessário ser feito?

Acho que foi completamente errada essa ideia de escolher o vencedor e o perdedor, esse ou aquele setor. Hoje sabemos que deu errado, então fica mais fácil. Mas não é certo privilegiar um monte de empresas em detrimento de outras.

Na verdade, acho que essa estratégia, deixou para trás o próprio interesse do consumidor. O BNDES concentrou muito risco, em várias operações, onde a maioria delas deu errado. Então o que se defende normalmente são políticas horizontais. Você não vai privilegiar uma empresa em detrimento de outra, ou setores.

Hoje temos que o BNDES é o investidor institucional no

Brasil, com uma carteira de 68 bilhões de reais em ações no setor privado, e o governo Temer está tentando reverter a situação. Então, só esse ano já foram desmontados cerca de 3 bilhões e meio, em ritmo cada vez mais acelerado. Você chegou a comentar em algumas entrevistas que existe o risco de desmonte e perda de lucro no caso. Como você vê essa situação?

Não acho que as participações do governo sejam o maior problema porque essa carteira, em boa medida, é uma herança de decisões passadas, algumas delas muito antigas, e em muitas delas o BNDES participa do bloco de controle. Tem ações da Petrobras, Eletrobrás. Se você não for privatizar a empresa, você não pode vender. Agora, ter hoje essas ações parece não fazer muito sentido. Mas também não faz sentido a ideia de vender estas participações rapidamente. Você não pode vender a qualquer preço. Se isso for feito, o Ministério Público pode entrar com um processo pela dilapidação do patrimônio público. É complicado fazer em um ritmo pré-determinado. A representatividade do BNDES não veio das carteiras de ações, mas das operações de crédito.

Nesse governo outra medida que foi tomada foi substituir, pelo menos momentaneamente, a TJLP pela TLP, exatamente para reduzir essa questão de crédito subsidiado para as empresas. Qual sua opinião sobre isso?

É consenso no mercado que é uma medida altamente favorável. A TJLP, na sistemática vigente até hoje, permite, ao ser reduzida abaixo da SELIC, que se conceda subsídios que não aparecem no orçamento, os chamados subsídios implícitos. A TLP vai criar uma transição. Em 5 anos, não vai ser dado esse subsídio implícito, então ele terá que ser colocado no orçamento. A discussão com relação a TLP e TJLP envolve os setores que se beneficiam desses subsídios.

Estamos passando por

um ciclo de afrouxamento monetário. Dentro desse contexto, duas coisas. Primeiro, por que o Brasil demorou tanto para fazer esse afrouxamento monetário que tem sido visto desde 2009 nos demais países? Segundo, você acredita que esse ciclo pode continuar para o ano que vem, se a gente levar em conta a deterioração das contas fiscais?

Demorou porque em um cenário existia inflação e em o outro não. A economia brasileira teve um movimento cíclico completamente diferente. A crise lá fora foi fortíssima e aqui a economia não sentiu tanto e passou ao longo dos anos de 2010, 2011, com um crescimento muito grande e queda do desemprego. A inflação começou a subir, a economia começou a dar sinais de fadiga já por conta da ausência de reformas e de todo o intervencionismo. O governo quis evitar a desaceleração cíclica com mais estímulo econômico, ou seja, a ideia do manejo da demanda como principal instrumento de política econômica.

Aliás, para diferenciar um pensador mais ortodoxo de um heterodoxo desenvolvimentista é só notar que este último sempre irá eleger políticas de controles de demanda, juro baixo e expansão fiscal, enquanto o outro acha que a maior alavanca de crescimento são as medidas de oferta, como reforma trabalhista, maior eficiência da economia, o foco é sempre na produtividade, como fazer a economia ofertar mais. Para crescer mais o que importa mesmo é a economia ser mais competitiva, mais produtiva, mais eficiente, e por isso precisa de reformas do lado da oferta. Então a resposta para essa pergunta é: o governo, com aquele diagnóstico mais heterodoxo, pisou no acelerador fiscal quando já havia uma inflação alta e o desemprego já era baixo. A inflação, então, acelerou em um período em que, no mundo, ela estava excepcionalmente baixa.

Portanto, com a mudança de foco da política econômica aliada à crise, a inflação começou a se

comportar como no resto do mundo. Tem algum motivo pelo qual o Brasil deveria ter uma inflação cronicamente alta quando no mundo é cronicamente baixa? Não, não tem nenhum motivo, senão uma questão de fundamentos, de problemas estruturais que nos colocam em um patamar diferente. A partir do momento que se começa a corrigir isso, não tem nenhum motivo para que tivéssemos de conviver com inflação tão alta. Como ela demorou para cair, agora tivemos uma perseverança que colocou a inflação num nível muito baixo e achamos que a política de juros de um dígito vai ficar por bastante tempo. Mas agora temos também o cenário eleitoral. Se você traçar um cenário eleitoral onde volta o pensamento heterodoxo desenvolvimentista, voltam práticas que acabamos de superar e pode ser que a coisa piore de novo.

Você acredita que o aumento da competitividade é um legado que o atual governo deixa?

O atual governo já aprovou o teto dos gastos, aprovou a TLP, que é importante na questão do BNDES e esta tentando aprovar a reforma da previdência. Isso é um legado do governo, mas incompleto. O segundo legado importantíssimo são as reformas ligadas à competitividade. A mais importante até agora foi a reforma trabalhista. O governo vai avançar nos assuntos ligados a crédito, na lei de falências. Há outras agendas microeconômicas também nessa direção, incluindo a questão da privatização. Em terceiro lugar, temos uma questão de gestão competente. Aí, entra, notadamente, a questão da Petrobras. Num determinado momento, a situação do dólar, do risco Brasil, quando chegou naquele pior momento em 2015, estava contaminado pela incerteza com relação à Petrobras, com muito temor que ela fosse quebrar, que fosse declarar o default da dívida. Hoje, ainda, é a empresa mais endividada do mundo. Mas agora, passado um ano e meio, a Petrobras está longe de declarar default, já teve até um upgrade. Tudo isso somado, seria um ambiente

favorável para os negócios, um ambiente favorável para a bolsa. Voltamos a ter IPOs, o mercado de capitais voltou a se movimentar, mas ainda estamos longe do ideal. Ainda precisamos avançar.

Por que você acha que o mercado de capitais no Brasil é pouco desenvolvido frente às economias mais desenvolvidas?

Em relação a outras economias emergentes, não estamos mal. A capitalização de mercado da nossa bolsa atrofiou muito porque o valor das empresas caiu também. Agora, nós temos o desafio de aumentar o segmento de pequenas empresas, empresas de base tecnológica e semelhantes, que muitos chamam de divisão de acesso, onde o Brasil tem maior dificuldade.

Além disso, a governança no Brasil ainda tem que superar o paradigma da empresa estatal. Mas isso já vem mudando com a privatização. Grandes empresas na bolsa foram privatizadas, a Vale, por exemplo. Nos EUA a inserção da empresa no mercado de capitais é muito mais orgânica. Nós temos segmentos inteiros que não quiseram entrar no mercado de capitais por questões de governança. Hoje sabemos porque as empresas de construção nunca quiseram abrir capital, porque não tinham governança para isso.

Além disso, uma questão estrutural é que nós temos uma economia que é mais aberta em termos de fluxo de capital estrangeiro. Temos setores dominados por empresas estrangeiras, como o automotivo. Naturalmente, você não vai ter incentivo para abertura de capital. Considerando esses fatores somados, eu diria que o tamanho do mercado de capitais no Brasil é bastante razoável. O mais importante seria termos a abertura de capital pelo paradigma de governança diferenciada que essa empresa passa a ter. E isso nós não temos no Brasil, são poucas as empresas de capital pulverizado. Inclusive pela maneira que a privatização foi feita aqui, que era vendendo blocos de controle.

Essas empresas tinham acordos de acionistas, o que é muito diferente do que acontece com uma empresa de capital pulverizado, com 100% do capital na bolsa. A Vale ter se movido na direção de virar uma “corporation” e o modelo de privatização da Eletrobras, com capital pulverizado, são movimentos extremamente positivos.

Você acredita que a Reforma da Previdência ocorra até 2018?

Não é impossível, mas a janela de oportunidade até as eleições é muito curta. No ano que vem, a dificuldade é ainda maior, porque em março e abril, temos o período de definição das candidaturas. É uma eleição ainda muito aberta, há muita dúvida sobre quem serão os candidatos. Normalmente, não se faz uma reforma dessas tão próxima de eleição.

Mas houve um grande avanço no debate quanto à necessidade da reforma ao longo de 2017, inclusive a questão de se mostrar que a nossa previdência social é injusta, acentua as desigualdades de renda na economia. Este debate não está perdido. Acho alta a chance da reforma se aprovada.

No ano passado, você sugeriu a adoção de um novo instrumento de política monetária, os depósitos voluntários remunerados dos bancos, uma alternativa às operações compromissadas lastreadas com títulos de dívida do governo. Quais são as vantagens desse modelo?

Existia um projeto em andamento no Senado para a adoção desse instrumento, mas foi retirado porque existe uma questão jurídica. Eles entendem que este assunto é prerrogativa de projeto de lei que só pode ser proposto pelo poder Executivo. Nós observamos a experiência internacional, em que não há, normalmente, um estoque de operações compromissadas na magnitude que temos no Brasil, de cerca de R\$ 1 trilhão, 14% do PIB. Isto cria, como contrapartida, uma dívida pública mais alta, que são os



títulos que estão na carteira do Banco Central que servem de garantia para as operações compromissadas, que são passivo do Bacen.

O outro aspecto é a autonomia do Banco Central. Até na literatura internacional, existe essa discussão. Em 2008, o Fed conseguiu a permissão para fazer esses depósitos remunerados. Quando o Banco Central enxuga a liquidez e é compromissada, ele deve ter um título em seu ativo para entregar ao banco, que é a contrapartida, o lastro dessa remuneração que ele vai receber. Esse é o mecanismo. Quando termina a operação, ele recebe o título de volta e dá a liquidez. O que acontece se ele não conseguir executar essa operação? A liquidez do mercado ficará maior, e a taxa Selic, a taxa de balizamento dessas operações, vai começar a cair. A Selic só é 7,0% porque todos os dias o Bacen “calibra” o nível de reservas no sistema, de tal forma que a taxa fique aí, senão, a taxa flutuaria. O modelo de metas de inflação é um modelo

que a taxa de juros é calibrada num nível que você acha que é neutro.

No governo anterior, houve momentos em que o Tesouro se recusou a emitir esses títulos para o Banco Central, para que ele pudesse calibrar a política. Então, isso significou uma interferência do governo na condução da política monetária, com base na resistência do Tesouro em fornecer matéria-prima necessária para esse enxugamento de liquidez. Isso fez o Bacen perceber que ele ficava com sua autonomia prejudicada. Essa interferência era indevida na condução da política monetária. É uma discussão bastante técnica, mas que conciliaria a ideia do Bacen ter maior autonomia e não ficar refém do Tesouro. Portanto, precisa-se de um meio para executar isso sem a necessidade dos títulos. O Bacen é a favor, o Tesouro também, quem sabe isso ainda pode ser aprovado em 2018.

Como um futuro economista pode se preparar para entrar

no Mercado Financeiro?

Eu acho que não tem muito segredo, o mais importante é gostar. Para trabalhar como macroeconomista, de formação, considero métodos quantitativos, estatística e econometria essenciais. Agora, Mercado Financeiro Lato sensu, tem muitas outras áreas: crédito, risco, vendas, tesouraria etc. No geral, o viés é bastante quantitativo, mas tem muitas oportunidades. Outra coisa, que por incrível que pareça é uma restrição, é o idioma. Há muitos que tem como deficiência de aprendizado de inglês. A partir desses conhecimentos, o fundamental é ver se gosta. É um ambiente de bastante pressão. Tem que testar para ver se realmente é o Mercado Financeiro que você vai seguir, porque também tem a área acadêmica, têm aqueles que querem trabalhar em uma empresa, tocar um projeto, empreender. É o bom da nossa profissão, abre muitas oportunidades profissionais em campos diferentes.

Imposto sobre heranças: eficiência econômica e desigualdade



GUSTAVO BUENO

Economia
FEA USP

A crise enfrentada pelo Brasil provocou um abalo na arrecadação de muitos estados, cuja reação natural foi procurar novas fontes de receita. Nesse sentido, aumentar a alíquota do Imposto sobre a Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCMD) foi a via encontrada por alguns governadores. Esse não foi o único movimento recente a buscar por mudanças na taxa sobre heranças. O governo Dilma tentou, por meio do PL 5205/2016, estipular cobrança de imposto de renda sobre heranças com alíquotas acima das vigentes. O projeto não foi aceito pela Câmara dos Deputados, mas levanta uma discussão importante. Parte da arrecadação estadual fruto de impostos indiretos, como o ICMS, poderia ser substituída por um montante equivalente advindo de um aumento no ITCMD. Tal substituição é interessante porque ataca dois problemas ao mesmo tempo: a desigualdade do país e a ineficiência do sistema tributário.

A despeito de ser um imposto estadual, os governos estaduais não podem estipular livremente a alíquota do ITCMD. O artigo

155 da Constituição atribui ao Senado a função de deliberar sobre essa questão. A última resolução, de 1992, definiu 8% como teto nacional, embora a incidência máxima na maioria dos estados seja de 4%. São Paulo é um desses estados, onerando todos os bens que ultrapassam o valor de 2.500 UFEPs – Unidade Fiscal do Estado de São Paulo, fixada em R\$ 25,07 para o ano de 2017. São isentos os imóveis de residência dos beneficiados e aplicações financeiras que não ultrapassem, respectivamente, 5.000 e 1.000 UFEPs.

O montante arrecadado pelo imposto sobre herança é evidentemente condicionado por fatores externos ao controle do governo. Ainda assim é um dos tributos cuja arrecadação mais cresce, tendo atingido uma variação real de 548% entre 2001 e 2014. Esse resultado reflete, em parte, o crescimento econômico do período, que aumenta o patrimônio das famílias e consequentemente o valor pago no tributo. No entanto, como a arrecadação de todos os impostos tende a aumentar com

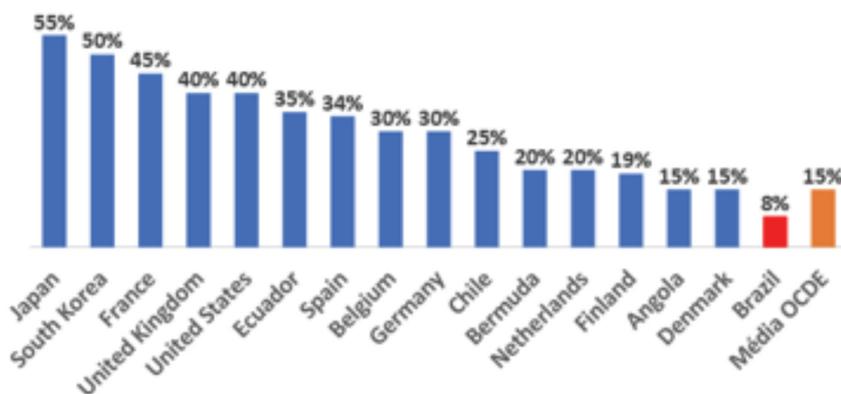
o crescimento do produto, outro indicador a que se pode recorrer para verificar a crescente relevância do ITCMD é a relação ITCMD/PIB, tendo esta triplicado no período.

Em relação ao resto do mundo, a alíquota brasileira é baixa. O Gráfico 1 faz uma comparação entre Brasil e os 15 países com maior taxa sobre herança, segundo dados da Tax Foundation. O Brasil está abaixo da média da OCDE, de 15%. É interessante notar que muitos países de caráter liberal ocupam as primeiras posições desse ranking. Japão lidera com uma alíquota máxima de 55%, seguido pela Coreia do Sul, França, Reino Unido e Estados Unidos.

O sistema tributário brasileiro é complexo e proporciona muitas ineficiências alocativas. Segundo estimativas do Banco Mundial, gastam-se 2.038 horas para pagar impostos no Brasil, enquanto as médias da América Latina e OCDE são, respectivamente, de 342 horas e de 163 horas. A fundação do sistema é baseada essencialmente em impostos indiretos, que geram peso morto afetando a atividade empreendedora, e também desigualdade, dado seu caráter regressivo. Analisando esses pontos, a ITCMD apresenta vantagens notáveis.

Um estudo publicado em 2012 na Small Business Economics utilizou informações tributárias de 50 estados dos EUA durante o período de 1989 e 2002 para analisar os efeitos da taxa sobre heranças na atividade empresarial. Os autores não encontraram nenhum efeito significativo, o que demonstra

Alíquota máxima incidente sobre herança por país



o menor potencial nocivo desse tributo. Outro ponto em que o ITCMD se sai melhor é em relação à sua progressividade. Conforme prognosticado por Thomas Piketty em O Capital no Século XXI, quando o rendimento sobre o capital supera a taxa de crescimento, a riqueza herdada aumenta em proporções maiores que a riqueza adquirida. Os efeitos sobre a desigualdade são outro ponto dicotômico entre o imposto sobre herança e os impostos indiretos como ICMS, favorecendo o primeiro.

Sem dúvida, uma reforma tributária sensível a esses temas seria ideal para finalizar essa discussão. Contudo, é importante considerar todas as complicações e morosidades para que qualquer reforma seja efetivamente implementada, especialmente na atual conjuntura de desgaste do governo Temer e de incerteza quanto ao governo seguinte. Mudanças locais podem ser um paliativo eficiente. Abrandar a incidência do ICMS concomitantemente a um aumento da alíquota do ITCMD contribuiria para diminuir ineficiências alocativas ao mesmo tempo em que se combate a acentuada desigualdade brasileira, sem perda de receita para os Estados em questão. É importante apontar que essa troca não se propõe a ser uma solução final. Apenas desatar um nó desse emaranhado que é o Brasil.

CORRÊA, M. Em crise, estados elevam imposto sobre herança. Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/em-crise-estados-elevam-imposto-sobre-heranca-20950394>>. Acesso em:

PACHECO, C. EVOLUÇÃO, PADRÕES E TENDÊNCIAS NA ARRECAÇÃO DO IMPOSTO SOBRE HERANÇAS E DOAÇÕES. Revista de Finanças Públicas, Tributação e Desenvolvimento, v. 5, n. 5, 2017.

BRUCE, Donald; DESKINS, John. Can state tax policies be used to promote entrepreneurial activity? Small business economics, v. 38, n. 4, p. 375-397, 2012.

A ascensão das estratégias passivas no mercado financeiro



JOÃO SAUTCHUK

Economia
FGV

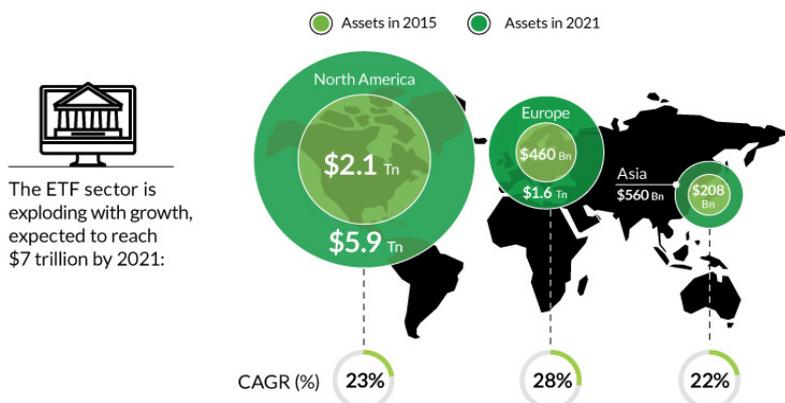
Desde os anos 2000, investidores e profissionais do mercado financeiro presenciam o crescimento de estratégias passivas, em especial no mundo desenvolvido. Somente nos EUA, em 2016, fundos que praticam a gestão ativa do patrimônio de seus clientes observaram uma perda líquida em seus ativos sob gestão de U\$340 bi, enquanto mais de U\$ 505bi foram direcionados à veículos passivos de investimento.

Tal fenômeno decorre primariamente da dificuldade que gestores de recursos encontram para superar seus benchmarks em um mercado com um número cada vez maior de players, liquidez abundante e custos de transação em trajetória cadente. O relatório da S&P, SPIVA, que compara a performance dos índices elaborados pela empresa contra os gestores de fundos americanos demonstra claramente essa realidade: entre 2015 e 2016, 66% dos fundos que adotavam o S&P500 como benchmark foram superados pela performance do índice. Vale lembrar que a volatilidade do período não se encontrava em patamares tão baixos quanto a observada atualmente, o que poderia auxiliar

a criação de oportunidades de geração de alpha aos profissionais de asset management. Estendendo a janela de tempo, porém, o resultado é ainda mais chocante: ao observarmos os retornos desde 2001, 92,15% das gestoras de fundos perderam deste benchmark.

Entretanto, a migração do active management para as estratégias passivas não se trata apenas de uma questão de retornos. A indústria financeira desenvolveu inúmeros produtos a fim de facilitar a exposição diversificada a índices via ETFs (Exchange Traded Funds, que são fundos de índices comercializados como ações), cujo número cresceu substancialmente desde a virada do século. Em 2003, havia cerca de 276 ETFs, que administravam cerca de U\$102 bi globalmente. Em 2016, gerindo U\$2.524 tri, já havia 4779 veículos desta sorte no mundo, administrados por gigantes do setor, como BlackRock, State Street e Vanguard, que detêm 80% da atividade no segmento de ETFs (nos EUA?).

Assim, é possível verificar que o descontentamento com a gestão tradicional de ativos criou



um nicho no setor financeiro que permitiu a investidores pessoa física e pessoa jurídica investir em diversos mercados e setores de forma transparente e a custos mais baixos, aumentando a eficiência do mercado financeiro.

Consequência natural desse processo é a revisão dos fees cobrados pelo segmento de Asset Management, dadas as dificuldades aparentemente estruturais de gerar ganhos acima do mercado para seus clientes. De acordo com a Morningstar, os custos de gestão de ativos estão em trajetória de queda desde 2015, atingindo 0,57% a.a em 2017, pressionados por investidores que agora contam com alternativas à gestão de ativos tradicional, que luta para justificar elevadas taxas de administração.

Dado esse cenário nos países desenvolvidos, é natural indagarmos onde se insere o mercado financeiro brasileiro dentro das tendências. Ao contrário de países como EUA e Inglaterra, o Brasil apresenta-se extremamente limitado com relação a quantidade de Tickers disponíveis aos investidores, número pouco acima de 400. Além disso, se considerarmos que dentro dessas ações muitas apresentam baixíssima liquidez, o problema se torna ainda mais grave, impossibilitando a criação de um mercado vasto de ETFs com ações brasileiras. Um reflexo deste fato consiste na baixa quantidade de ETFs listados atualmente na Bovespa – apenas 15.

Além disso, a falta de liquidez e o menor número de players podem ser sinais de um mercado menos eficiente que no exterior, o que abre espaço para a geração de alpha via stock-picking (escolha de ativos com maior potencial de retorno) de forma mais abrangente que em mercados mais robustos como o americano e o europeu. Entretanto, na medida em que mais empresas se tornem listadas em bolsa, os custos de transação diminuem e a liquidez dos veículos de investimento brasileiros se amplie, espera-se que o Brasil caminhe para um curso semelhante ao já observado nos EUA e na Europa.

Behavioral finance: o viés em decisões de investimentos



PEDRO SANTANNA

Administração
FGV

A economia comportamental (behavior economics) é um dos campos de estudo mais novos e polêmicos da economia, notável por questionar a vertente clássica de que agentes econômicos são totalmente racionais. O ramo demonstra várias falhas na tomada de decisão que se justificam em heurísticas mentais, emoções, impulso e ignorância. Como um subtópico do tema aplicado a decisões de investimento, behavioral finance demonstra como esse viés afeta ambos indivíduos e mercados sob um olhar mais prático.

Um dos pioneiros da economia comportamental e laureado pelo Nobel em 2002, Daniel Kahneman, em seu livro “Rápido e Devagar: Duas Formas de Pensar” disserta sobre os principais tipos de viés que levam a decisões imperfeitas. Alguns desses são o viés da confirmação, que representa a tendência inconsciente de indivíduos buscarem evidências que comprovem sua hipótese inicial sem buscar evidências contrárias; a falácia do apostador (gamblers fallacy), gerada por nossa avançada capacidade de reconhecer padrões; e o viés de sunk-cost, em que decisões são baseadas em perdas irrecuperáveis, contrariando um investidor racional fundamentado exclusivamente em consequências futuras.

Em estudo conduzido por Odean (1998-99) foi constatado que existe a tendência de que investidores mantenham ações que estão sendo negociadas abaixo do seu preço de compra, para evitar que se tornem “perdedores,” e de vender ações negociadas acima do preço de compra, para que se tornem

“vencedores”. Ora, se o objetivo do investidor é maximizar seus ganhos, então a decisão de vender ou comprar deve ser baseada somente na expectativa de valorização das ações independente de seu preço de compra — a despeito de questões de tributação. De acordo com a prospect theory desenvolvida por Kahneman, isso acontece porque a tolerância a risco do investidor se modifica em cenários de ganhos ou perdas. Com ganhos, a tendência é de ser risk-averse, vendendo o quanto antes para obter um rendimento garantido, enquanto que em um cenário de perdas o investidor é risk-seeking, tomando o risco de manter essas ações no portfólio. Esse padrão é consistente com a estratégia de minimização de arrependimento, que é um esforço feito pelo indivíduo para evitar realizar uma perda mesmo que esta já seja um sunk-cost. Todavia, quando isso acontece, o indivíduo computa na sua mental accounting um prejuízo com valor subjetivo superior a ganhos relativos de mesma escala, como é evidenciado no gráfico, representando a atribuição de percepções diferentes ao mesmo valor objetivo.

Há muitos anos existe um padrão de comportamento dos investidores que precede crises. Entre eles, o comportamento de manada (herding behavior) representa a tendência de indivíduos modificarem suas decisões devido a determinados movimentos do mercado realizados em massa, às vezes sem uma razão aparente ou consistente. Esse erro se repete ano após ano, já que uns são recompensados com ganhos retroalimentados pelo erro

de outros. É difícil reverter esse cenário, já que gestores devem encontrar uma justificativa muito elaborada para investirem contra o mercado, ao passo que investir em ativos em tendência exige um esforço menor, já que seu call de compra ou venda está de acordo com a opinião e expectativa do mercado. O escândalo de Madoff e a bolha dot-com são exemplos clássicos em que a força de atitude da “manada” levou investidores a tomarem decisões impulsivas sem justificativa racional.

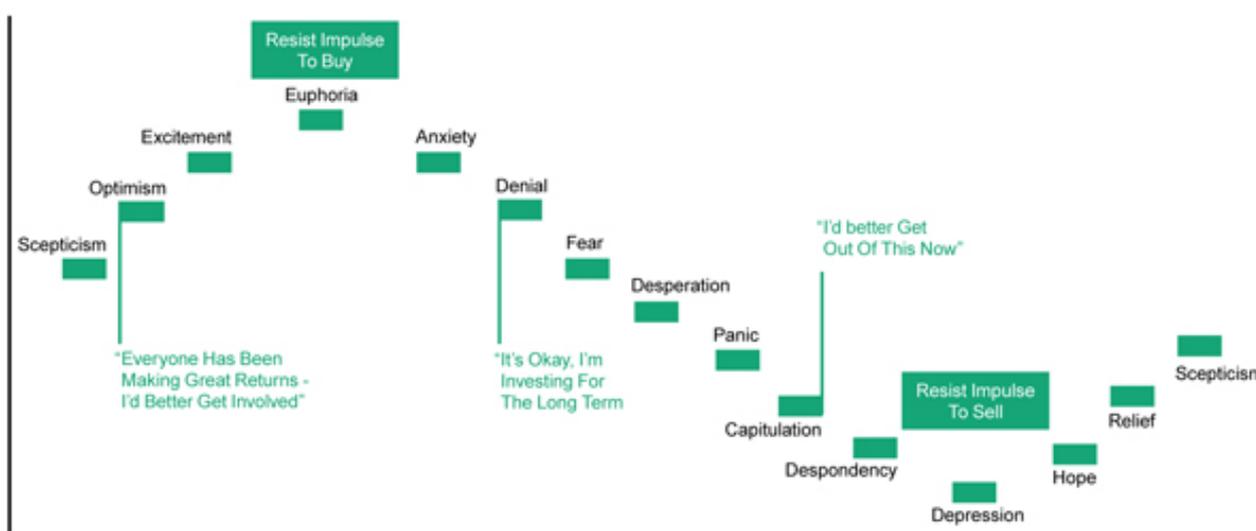
Em matéria recente, o periódico Wall Street Journal divulgou dados contraditórios acerca da percepção do mercado sobre a avaliação de estrelas da Morningstar. Stephen Wendel, chefe de ciência comportamental da empresa, afirma que: “As classificações de estrelas da Morningstar para fundos são claramente usadas na indústria para implicar que os fundos que tiveram bom desempenho no passado irão repetir esses ganhos no futuro. Isso tem que mudar”. Nesse caso, investidores se enganam através da falácia do apostador, crendo que consecutivos retornos acima do mercado são um bom indicativo de que esse resultado irá se repetir

no futuro. Desconsiderando a aleatoriedade no mercado, através de pesquisas, Nassim Taleb comprova, em seu livro *Fooled by Randomness*, que, na verdade, as expectativas são negativamente correlacionadas com os retornos observados. Muito comum no mercado, esse viés levou a agência reguladora americana (SEC) a demandar que anúncios de investimentos informassem que performance passada não é um indicador de performance futura.

Gestores de fundos no mundo inteiro estão buscando se esquivar desses erros através de soluções que reduzam falhas na tomada de decisão. Ray Dalio, fundador e chairman do hedge fund Bridgewater LP, sofreu grandes perdas com a crise no mercado de títulos americanos na década de 80, que quase levaram seu fundo à falência. Contudo, ressalta um inestimável aprendizado no período: “Eu comecei a buscar pessoas inteligentes que discordavam das minhas opiniões. (...) Mais importante do que pensar ‘eu estou certo’ é questionar ‘por que estou certo?’. Visando evitar perdas futuras, o gestor criou mandamentos que posteriormente foram inseridos em um algoritmo

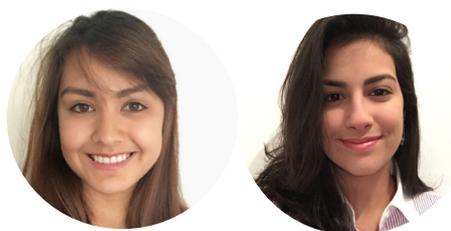
capaz de coletar e ponderar a opinião de todos do fundo. Expondo opiniões contrárias as do gestor, a plataforma é capaz de evitar vieses, entre eles o da confirmação, transformando uma decisão individual em uma decisão coletiva. Ganhos líquidos acumulados superiores a 45 bilhões de dólares no fundo Pure Alpha de Ray Dalio demonstram ao mercado o sucesso de suas escolhas e que desmerecer a influência do viés na tomada de decisão pode custar muito aos acionistas.

Muitos dos erros de julgamento se sobrepõem, levando seu resultado acumulado a afetar significativamente o desdobramento de investimentos. Isso ocorre por que existe um efeito de catalisação entre esses que, caso não sejam levados ao escrutínio, podem passar despercebidos. Embora estudiosos alertem desde a década de 50 sobre a irracionalidade humana, somente agora temos comprovação da magnitude desse erro. Em suma, duas certezas podem ser levadas desse texto: o mercado vai continuar sendo afetado por esses efeitos e que novos avanços no campo deverão influir na transformação do setor financeiro.



Source: Adapted from Westcore Funds / Denver Investment Advisors LLC

Toma Lá, Dá Cá



**RAFAELE AOYAMA
VICTORIA CAPORAL**

Administração
FEA USP

A formação do sistema político brasileiro mostra-se deficitária desde seus primórdios. Provas disso são a constante busca por alternativas e os paliativos que tornam possíveis as propostas dos 35 partidos que compõem a nossa base governamental. Naturalmente, o partido de situação precisa de alianças e coligações a fim de governar sem grandes oposições. O presidencialismo de coalizão, definido pela aliança entre partidos que buscam a maioria no Congresso, é o que sustenta a aprovação dos projetos em vigência, mesmo sendo de cunho particular. Por consequência, os partidos da base aliada exigem favores ou benefícios como moeda de troca de seu apoio ao governo. Tais favorecimentos constituem a principal medida adotada pelos parlamentares que articulam a relação entre o Poder Executivo e o Congresso Nacional: é a política do “Toma Lá, Dá Cá”.

Fundamentalmente, espera-se que exista alguma coesão nos ideais e projetos dos distintos partidos que compõem uma coligação, para que assim componham um programa de governo. Contudo, as alianças políticas não agem segundo programas pré definidos, mas a partir de uma lógica de acordos e concessões de cargos na administração pública, sejam em empresas estatais ou ministérios. Tal articulação torna possível a união entre partidos que historicamente se opõem. Em 1994, por exemplo, o PSDB buscou pelo apoio do PT à candidatura de Fernando Henrique Cardoso. Frente a recusa do último, que nesta altura contava com uma vitória de Lula no pleito, o partido tucano aliou-se a PMDB, PPB e PFL, que até então permaneciam

como as principais coalizões eleitorais. Semelhantemente, diversas outras coalizões se sucederam até a formação das atuais alianças partidárias. Essa união por conveniência gera impactos negativos à sociedade. O tratamento que é dado às distintas denúncias contra políticos fornece um exemplo disso. Recentemente, uma das desfavorecidas por esse sistema foi a ex-presidente Dilma Rousseff. Um dos principais motivos do impeachment da petista foi o seu fracasso em administrar sua coalizão- fator quiçá mais fatal que a improbidade administrativa ou irresponsabilidade fiscal. Se por um lado uns são prejudicados, por outro há quem se beneficie. Dois destaques atuais foram Michel Temer e Aécio Neves. Ambos os políticos foram réis de denúncias muito sólidas de corrupção, mas foram absolvidos pelo plenário graças ao jogo político.

De fato, era possível acompanhar os esforços de Temer, dentre viagens, reuniões e conversas, para que a votação na câmara lhe favorecesse. As trocas de favores foram tamanhas para barrar as denúncias que, de acordo com o ministro do Planejamento, Dyogo Oliveira, já não restava mais caixa para negociação de emendas para 2017. Assim, Temer alterou sua estratégia e começou a barganhar a liberação adiantada das emendas de 2018. Em outubro, os brasileiros observaram o resultado bem-sucedido de “tapinhas nas costas” pelo placar de 263 contra e 227 a favor do presidente.

Tal placar só foi possível também graças ao atendimento de anseios da bancada do ruralista. Em 2017, foi enviado um texto ao Congresso

para diminuir o tamanho das Reservas do Jamaxim, flexibilizar as regras para licenciamento ambiental, flexibilizar a liberação de agrotóxicos e permitir a venda de terras para estrangeiros. Porém, o ponto mais polêmico, também de interesse da bancada em questão, é a portaria do trabalho escravo. Se antigamente o Brasil era referência contra ao trabalho escravo - em razão da portaria nº 1.129 - agora pode se tornar complacente. As alterações da portaria sugerem a modificação do conceito de “trabalho escravo” e maior burocratização das denúncias da mesma. Antes, trabalho escravo era definido como a submissão a trabalho forçado, jornada exaustiva e condições degradantes, além da restrição da locomoção em razão de dívida, sendo que bastava apenas um auditor fiscal para fazer a denúncia. Com a alteração, a definição de trabalho escravo passa a ser mais restrita, configurando trabalho escravo a submissão a trabalho exigido sob ameaça de punição, restrição de transporte para reter trabalhador no local de trabalho em razão de dívida, uso de segurança armada para reter trabalhador e retenção da documentação pessoal. Ademais, a denúncia deverá ser feita somente através de boletim de ocorrência. Tais mudanças a fim de agradar a bancada, caso efetivadas, poderão trazer sequelas graves. Entre elas, cabe destacar a degradação da natureza, a sujeição de pessoas à condição de injúria à dignidade humanas, ameaça à cultura da população indígena e violência.

Hoje, não há como um executivo governar o país sem seguir as regras do jogo do “Toma Lá, Dá Cá”. Triste realidade um país no qual as questões de estado são tratadas como questão de governo. A discussão mais recente está em torno da reforma da previdência. É evidente que as contas não fecham, muito por causa da previdência social, que representa quase 23% de tudo o que o governo gasta. Essa agenda deveria ser discutida e alterada de forma urgente. Contudo, não haverá evolução caso o presidente não saiba articular.

O desdobramento de acordos e concessões como principais fatores que impulsionam o sistema político brasileiro reafirmam a necessidade de uma reforma política. As principais mudanças propostas implicam a extinção de cargos para vice-presidente, vice-governador e vice-prefeito; a proibição da reeleição; alteração de mandatos para cinco anos; a mudança para o sistema eleitoral de lista fechada; proibição de financiamento de campanhas por empresas privadas e a proibição de coligações partidárias para eleições proporcionais. A política do “Toma Lá, Dá Cá” é fortemente beneficiada pela forma como o sistema eleitoral se estabelece atualmente, que é contando apenas com a quantidade de votos que cada partido ou coligação recebe para alcançar as vagas no Congresso. Com a reforma, o eleitor votaria em uma lista prévia de candidatos e as vagas remanescentes seriam distribuídas pela quantidade de votos. Além disso, o fim do financiamento eleitoral por empresas- que indubitavelmente influem nas votações de projetos- e a limitação das coligações apenas para eleições majoritárias, dificultam grande parte dos acordos para benefício pessoal que se seguem de maneira tão natural nas nossas bancadas.

Portanto, para que de fato seja aprovada uma reforma que revolucione as históricas falcaturas e endossos no “jeitinho brasileiro”, é necessário que os deputados e senadores que compõem o Congresso votem a favor de medidas que rompem com seus atuais privilégios. A maioria das medidas que se seguem no Brasil, sejam elas benéficas ou contrárias aos desejos da população, sucedem em função do sistema de alianças, evidenciando não apenas um problema crônico da nossa política, mas um dos alicerces em que consiste todo o sistema. Como disse o ex-ministro Joaquim Barbosa “o Brasil é o país dos conchavos e dos tapinhas nas costas”, o qual, de acordo com José Saramago, permite “fazer coisas nada democráticas democraticamente”.

O microcrédito na retomada econômica



LUCCA MARQUEZINI

Economia
Insper

Quando se pensa no mercado de crédito no Brasil, logo vem à cabeça grandes bancos de investimentos ou até o BNDES. No entanto, um nicho que vem ganhando cada vez mais importância para a economia nacional é o microcrédito, que, através de iniciativas públicas e privadas, objetiva fomentar o empreendedorismo, de modo a impulsionar a retomada da economia.

O microcrédito é uma linha que concede empréstimos de pequenos montantes a taxas de juros menores do que aquelas comumente praticadas, aos pequenos empreendedores situados em regiões de baixa renda. Eletricistas, chaveiros e cabeleiros são alguns exemplos de empreendedores que recebem tais empréstimos. O montante emprestado varia de R\$500 a R\$60mil, disponibilizado apenas àqueles que apresentam receita bruta anual de até R\$200mil. O microcrédito, diferente do crédito tradicional, não é concedido em agências bancárias. O credor vai a campo e realiza uma pesquisa estratégica sobre o potencial do negócio proposto pelo tomador para, de fato, conceder o empréstimo. Ainda, a concessão de empréstimos é assistida, ao passo que é realizada uma orientação técnica de modo a garantir que os projetos estejam sendo realizados de forma sustentável. Dessa maneira, o microcrédito não visa alimentar o consumo, mas sim estimular o crescimento das microempresas em locais mais pobres.

No Brasil, observa-se, atualmente, diferentes partes realizando tal ação. No setor

público, o Programa de Microcrédito Produtivo Orientado (apelidado de Progredir) tem como objetivo elevar a renda de até um milhão de famílias para que essas possam deixar o Bolsa Família num prazo de dois anos. Além da linha de microcrédito, há oferta de cursos de qualificação profissional. Já na esfera privada, a participação ocorre desde os grandes bancos até empresas especializadas nesta modalidade de crédito. Em 15 anos, o Prospera Santander Microcrédito já concedeu mais de R\$4 bilhões a 470mil famílias de 600 municípios diferentes. Além de apoiar a iniciativa, o banco espanhol defende a atividade ao comprovar que o programa apresenta o impressionante índice de 95% dos pagamentos em dia. Ademais, com o crescimento recente dessa linha de empréstimos, surgiram empresas tais como a Avante, que se baseou no modelo de negócio de companhias indianas e mexicanas, concedendo R\$65,8 milhões em empréstimos no ano de 2016.

Através da democratização do acesso ao crédito, pretende-se aquecer a economia desde sua base, de modo a tirar famílias da pobreza por meio do incentivo a ideias de pequenos empreendedores. Muitas vezes, projetos de alto potencial são impossibilitados pela falta de recursos. Regiões como o Norte e o Nordeste são assoladas pela falta de oportunidades, o que agrava ainda mais a situação de milhões de brasileiros. Assim, a iniciativa tanto pública quanto privada é muito bem-vinda em um momento em que se acredita na volta da prosperidade da economia brasileira.



Autonomia do Banco Central brasileiro: amadurecimento institucional ou retrocesso democrático?



SÉRGIO RODRIGUES JR

Direito
FGV

A recente ascensão populista observada em países como Estados Unidos assombra o Brasil para as próximas eleições. Com ela, desperta-se uma sensação de medo a respeito do futuro do país. Dentre tais preocupações, a incerteza sobre a condução macroeconômica paira sobre investidores internos e externos, cujos olhares preocupados esforçam-se em detectar quais medidas serão tomadas e quais serão seus respectivos efeitos. Afinal, uma redução brusca na taxa de juros básica movida por mera pressão política em um momento economicamente equivocado pode significar um verdadeiro desastre para os agentes econômicos. Dentro deste contexto, eis que surge uma possível solução para uma maior estabilidade econômica: uma autonomia formal para o Banco Central.

É certo que tanto o Brasil quanto os Estados Unidos adotam a democracia como forma de governo – ao menos na teoria. É igualmente certo que, em tal sistema, cidadãos escolhem por maioria o projeto de governo que será aplicado no país

nos anos subsequentes à eleição. Contudo, a arcabouço democrático perpassa a mera escolha da maioria, de modo que se evite que haja abuso de poder dentro do sistema; em outras palavras, a democracia não se resume pela mera vontade da maioria, nela se encontra a ideia de contenção do abuso de poder.

Foi pensando nisso que Montesquieu, em 1748, reforçou a ideia que ficou conhecida como “Separação de Poderes”, em sua ilustre obra “Do Espírito das Leis”. Ainda no final do século XVII, James Madison, um dos Founding Fathers norte-americanos, dissertou sobre a interpretação da obra de Montesquieu, expondo seu verdadeiro sentido ao conectar o texto da obra com a realidade praticada nos Estados Unidos (recém-criado, na época), de modo a elucidar os mecanismos de Checks and Balances. Para o americano, os poderes não se isolam por completo; eles se contrapõem uns aos outros, de modo que um poder não pode se sobrepor ao outro. Assim, garante-se tanto a independência – autossuficiência absoluta,

sem subordinação hierárquica – quanto a harmonia entre Judiciário, Legislativo e Executivo.

No entanto, a ideia de conter o poder estatal por meio de pesos e contrapesos não se esgota nos três poderes e em sua independência. A “autonomia” – faculdade dada a um órgão da administração – constitui-se como uma forma de controlar abusos de poderes. É importante ressaltar que, diferentemente do que ocorre com a independência, há na autonomia uma relação hierárquica, resultando em uma menor liberdade de ação.

Uma vez compreendidos os mecanismos de equilíbrio institucional, percebe-se a utilidade da autonomia no sistema democrático. A própria concepção de federalismo, ao garantir certo grau de autonomia aos entes federativos, constitui-se também uma forma de garantir autonomia regional e descentralizada às unidades federativas. Não por acaso, o federalismo é, desde sua fundação até hoje, fortemente praticado nos Estados Unidos,

diferentemente do que ocorre no Brasil, país com fortes tendências históricas de centralização de poder.

Além disso, a autonomia é amplamente utilizada em órgãos da administração pública, principalmente nas agências reguladoras – criadas inicialmente nos EUA e incorporadas à estrutura pública do Brasil. A ANATEL e o CADE são notáveis exemplos de órgãos nacionais com elevado grau de autonomia, com membros empossados de mandatos que garantem seu bom funcionamento ao blindar, em certa medida, os órgãos das pressões populistas. Já no caso do Banco Central, o tema é mais controverso.

Há grande debate acerca do tema. De um lado, defende-se uma autonomia formal – isto é, estabelecida de modo descrito em lei – da instituição por entender que isso auxiliaria na resistência a pressões partidárias, resultando em maior estabilidade macroeconômica. Há, no entanto, quem discorde de tal posicionamento, entendendo que o Banco Central deva se submeter completamente ao projeto político democraticamente eleito. Nesse embate, é preciso compreender o que é o Banco Central, qual seu papel e como se dá atualmente seu funcionamento para se saber a adoção de uma autonomia formal seria realmente positiva.

Em primeiro lugar, entende-se o Banco Central como uma instituição com a função de aplicar a política monetária de um país, visando seu desenvolvimento. Dentre as quais, destacam-se a manutenção da estabilidade e poder de compra da moeda, a regulação de serviços financeiros, determinação de recolhimentos compulsórios, influenciar a taxa de juros através de operações open-market e garantir liquidez ao sistema financeiro em último caso. Tais atividades, sobretudo a primeira, dependem fortemente da credibilidade do órgão: quanto mais confiável é a instituição para cumprir suas metas traçadas, menos custoso se torna o controle da inflação.

Para a construção dessa confiança, é preciso que o Banco Central, visando o cumprimento da meta de inflação, seja capaz de tomar decisões eficientes diante de certos cenários. Muitas vezes, estas decisões possuem um custo político elevadíssimo, desencorajando políticos preocupados com sua popularidade imediata a pensarem no longo prazo. Assim, há uma potencial divergência de interesses entre Chefe do Executivo e Membros do Banco Central na tomada de decisão.

Contrapondo cenários novamente, nos Estados Unidos o FED (Sistema Federal de Reservas) é constituído de forma descentralizada por quatro instituições. Cada uma dessas instituições é composta por membros oriundos de diversos contextos: sindicalistas, especialistas, presidentes de bancos centrais regionais, diretores e membros indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Congresso nacional com mandato de até quatorze anos. Assim, tem-se um equilíbrio na tomada de decisões do FED, que atua contrapondo as medidas de políticos populistas como Donald Trump, garantindo uma maior estabilidade monetária.

Já no caso do Brasil, percebe-se que há um claro trade-off entre Desenvolvimentismo e Estabilização Monetária, variando o grau de autonomia do Banco Central conforme esses dois objetivos em momentos distintos da história do país. Em períodos com tendências desenvolvimentistas há uma menor autonomia do órgão; em períodos cuja estabilização da moeda é mais desejada, observa-se um grau maior de autonomia. Atualmente, a lei 4.595/64, que dispõe sobre seu funcionamento, não prevê autonomia formal ao Banco Central, sendo este subordinado completamente às decisões do Executivo pelo Conselho Monetário Nacional.

Em um país como o Brasil, cuja inflação é historicamente elevada e onde o discurso populista é recorrente – vide a política econômica do Governo Dilma,

cujos efeitos negativos se dão até hoje – garantir ao órgão uma maior autonomia para fazer cumprir com seus objetivos apresenta-se como um meio eficaz de garantir estabilidade monetária. Importante ressaltar que o que se defende aqui é uma autonomia como recurso e não como uma finalidade: os objetivos do Banco Central seriam estabelecidos democraticamente por processo legislativo (em alguma medida semelhante ao regime do Bundesbank – Banco Central Alemão); os meios para se alcançar esse fim é que seriam exercidos pela autonomia do órgão.

Além disso, a adoção de mandatos reforçaria essa capacidade de resistência a políticas desastrosas de curto prazo. Em reação a essa ideia, poder-se-ia argumentar que as chances de captura dos agentes públicos deste órgão aumentariam exponencialmente, visto que limitaria a capacidade do chefe do Executivo, democraticamente eleito, demitir integrantes da instituição. Contudo, é preciso ter em mente que tal estratégia foi adotada com certo sucesso em outros órgãos reguladores como ANATEL e CADE e que não se eliminaria totalmente a possibilidade de se demitir seus membros.

Observa-se, portanto, que uma autonomia formal de meio para o Banco Central se apresenta como uma alternativa eficiente para a manutenção do equilíbrio monetário no Brasil, contribuindo para um desenvolvimento econômico saudável. Diferentemente do que alguns críticos dizem, a adoção de tal modelo de Banco Central em nada contraria o caráter democrático das instituições. Ao contrário, contribui para a contenção de poder e consolidação da harmonia democrática das instituições. Por fim, a resistência às políticas macroeconômicas de curto prazo se restringiria somente àquelas que não consideram os efeitos negativos de longo prazo. Afinal, o pleno emprego pode (e deve!) ser um dos objetivos a serem alcançados pelo Banco Central. Assim, daríamos mais um passo para o amadurecimento institucional e econômico do país.



Educação SA: do ensino superior ao básico



FÁBIO BASSAN

Contabilidade
FEA USP

Educação. Um tema de várias faces no Brasil, sempre alvo de críticas, permeadas por insatisfações políticas e sociais: baixo investimento público, baixa qualidade, desvalorização dos professores etc. Muito embora este seja o escopo da discussão pública, a educação tem ganhado vulto em outro cenário, o corporativo.

Esta posição de destaque vem desde o início desta década, quando a educação superior brasileira era formada, majoritariamente, por pequenas e médias instituições de ensino superior, sem nenhuma consolidação do setor. Neste momento, surgiram as grandes empresas educacionais, como a Kroton SA e a Estácio SA, hoje, as maiores do setor educacional.

Controladas por fundos de Private Equity, Kroton e Estácio, através de agressivas aquisições e competente administração, apresentaram enorme crescimento.

As duas empresas tentaram um processo de fusão, mas foi barrado pelo CADE, em julho de 2017. Caso a fusão ocorresse, a nova companhia contaria com uma base de mais de 1 milhão de alunos de ensino superior.

O mercado de ensino superior, no entanto, encontra-se, de certa forma, consolidado. Segundo a CM Consultoria, as 10 maiores empresas dominam quase 50% do setor. Não obstante, estas empresas têm sido ameaçadas por mudanças regulatórias. Diante deste cenário, elas estão se voltando para o ensino básico.

O Marco Regulatório do EAD e o Novo FIES são os dois fatores predominantes para a então mudança de foco das empresas do setor. O primeiro, aprovado em junho de 2017, passou a permitir a abertura de polos EAD sem que a Instituição de Ensino Superior ofereça cursos presenciais, o que antes era condição obrigatória para

abertura de polos EAD. Com esta alteração, esses polos locais podem ser abertos facilmente, ameaçando os polos das grandes companhias com concorrência de preço.

A outra mudança, o Novo FIES, muda drasticamente sua política de financiamento, o qual não favorece as grandes empresas de ensino superior. As 300 mil vagas a serem oferecidas pelo FIES em 2018 estarão segregadas em três moldes. As divergências com o modelo atual são mais significativas nos FIES 2 e FIES 3, que serão administrados pelos bancos responsáveis, tendo esses a liberdade de definir a taxa de juro cobrada do aluno. Além disso, a forma de pagamento também mudará, com parcelas descontadas automaticamente do salário após a formação do contratante do FIES. Especialistas afirmam que tal forma de pagamento é mais vulnerável à inadimplência.

Dado este panorama, as grandes

empresas educacionais estão voltando suas atenções para o ensino básico, segmento que possui dados bastante animadores. Segundo o INEP, mais de 1 milhão de alunos do ensino básico se matricularam em escolas privadas em 2016, número bem inferior se comparado aos 50 milhões de matrículas efetuadas no mesmo ano, referentes ao total de alunos do ensino básico brasileiro.

Além do segmento apresentar números tão elevados quanto aos do ensino superior, em termos de alunos, o ensino básico é extremamente pulverizado. Em outras palavras, não há uma companhia que tenha controle significativo do segmento, visto que as 5 maiores empresas controlam menos de 5% do segmento. Como afirma Rodrigo Galindo, CEO da Kroton, “o setor é gigantesco e absurdamente pulverizado, sem ainda um consolidador claro”.

Não obstante, as características fundamentais do ensino básico são mais favoráveis, pois o vínculo com o aluno se estende por 12 anos – do primeiro ano do ensino fundamental à terceira série do ensino médio, com evasão muito menor, pois os pais têm a educação básica do filho como prioridade.

As gigantes do ensino superior começaram, logo, a se movimentar em direção ao ensino básico, a fim de diminuir seus riscos com operações apenas em segmentos onde já atuam e enxergando um mercado promissor. A Kroton, por exemplo, está negociando aquisições de ativos da Somos SA – proprietária do sistema de ensino Anglo –, se apresentando como um futuro consolidador do segmento. A Estácio já começará a oferecer ensino médio e técnico em 2018.

A corrida pela consolidação do segmento do ensino básico, portanto, começou, sem apresentar um competidor favorito. Cabe aos investidores, então, apostar nos seus cavalos e, à população, esperar que a concorrência entre as grandes possa trazer à tona uma educação de melhor qualidade.

Normalização do mercado de crédito e a taxa de longo prazo



WILSON ROCHA JR

Economia
Insper

Atualmente, existe um debate acerca da necessidade de aprovação da nova Taxa de Longo Prazo no Brasil, uma vez que esta seria capaz de corrigir certas distorções no mercado de crédito. Instituída pela MP 777, a Taxa de Longo Prazo (TLP) será elevada paulatinamente nos próximos cinco anos, até que atinja uma taxa similar à de captação de recursos no mercado financeiro brasileiro.

Economistas e grandes nomes do mercado financeiro acreditam que o uso do BNDES como vetor de crescimento econômico não é uma forma sustentável no longo prazo. Após a crise financeira de 2008, houve aportes de aproximadamente R\$ 500 bilhões do Tesouro Nacional, que inundou o mercado com crédito a “preço de banana”. Porém, isso não se converteu em taxas altas de crescimento, culminando em uma conta de subsídios com a qual o país terá que arcar nas próximas décadas, gerando um problema fiscal.

Por parte dos que se beneficiam de créditos subsidiados, a crítica gira em torno de que a MP 777 levará ao aumento dos juros e diminuição da previsibilidade dos empréstimos. Os juros, de fato, podem subir, mas por reflexo de condições de ajustes do mercado. No entanto, o argumento de falta de previsibilidade se fragiliza, dado que a taxa de juros é “travada” na contratação dos empréstimos. O fim da antiga TJLP pode aumentar, também, o alcance da política monetária. A Selic, por exemplo, com a estruturação de juros vigente, afeta apenas uma parte do mercado

de crédito, uma vez que a outra é constantemente influenciada por taxas subsidiadas. A potencial queda de oferta de crédito subsidiado – que se tornaria mais restrito ao setor imobiliário e ao setor agrícola – faria com que a Selic alcançasse um mercado mais amplo de crédito.

Embora a prática de correção das distorções do mercado de crédito seja saudável, por meio de estímulos para reduzir a dependência dos recursos públicos, é preciso ter cautela. Esse é um debate que precisa ser pautado em evidências. Infere-se que o Brasil precisa costurar reformas que levem os juros básicos para um nível civilizado, e que os benefícios trazidos por eles alcacem todo o mercado de crédito, de forma a fomentar a atividade dos bancos e da economia como um todo. Eventualmente, podem existir exceções que precisem de créditos mais baratos, mas precisam ser realmente tratadas como exceções, isto é, com benefícios cirúrgicos, custo baixo e transparência para um retorno social mensurável e perceptível.

Por conseguinte, a MP 777 tende a trazer uma penetração dos créditos subsidiados na economia brasileira, que pode favorecer os bancos brasileiros. Essa menor dependência se alinha, também, com a necessidade de correção fiscal do país, ou seja, medidas saudáveis para as contas do governo que estimulam o mercado financeiro corrigir as distorções do mercado de crédito, tornando-o mais competitivo e autossuficiente.

Quando a economia perdeu um J

Os efeitos de uma nova taxa de crédito utilizada em empréstimo do BNDES



GUILHERME POLHO

Engenharia de Produção
Poli USP

Nesses últimos meses, uma nova reforma do Governo Temer ganhou o noticiário. Tratava-se da adoção de uma nova taxa para base de empréstimos do BNDES e outros programas de crédito subsidiados pelo governo. Agora, a chamada TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) perdeu um “j” e dará lugar a TLP (Taxa de Longo Prazo).

A TJLP é uma taxa arbitrada pelo governo e revisada a cada trimestre. Em 2016, ano de grande recessão da economia, a taxa chegou a 7,5%, enquanto a Selic atingia patamares de 14% e a inflação chegava a cerca de 10%. Ou seja, durante grande parte do tempo, incluindo os períodos de recessão da economia, o governo captava recursos a uma taxa maior que aquela utilizada para oferecer recursos a grandes empresas.

A adoção da nova taxa já aplica uma dinâmica diferente no mercado de crédito: a taxa será ajustada com o título do governo NTN-B, ou seja, teria um ajuste dentro dos padrões do mercado, seguindo a inflação mais um prêmio de risco. A ideia inicial é que ela comece em patamares parecidos com a TJLP e faça a convergência com a NTN-B em um período de 5 anos.

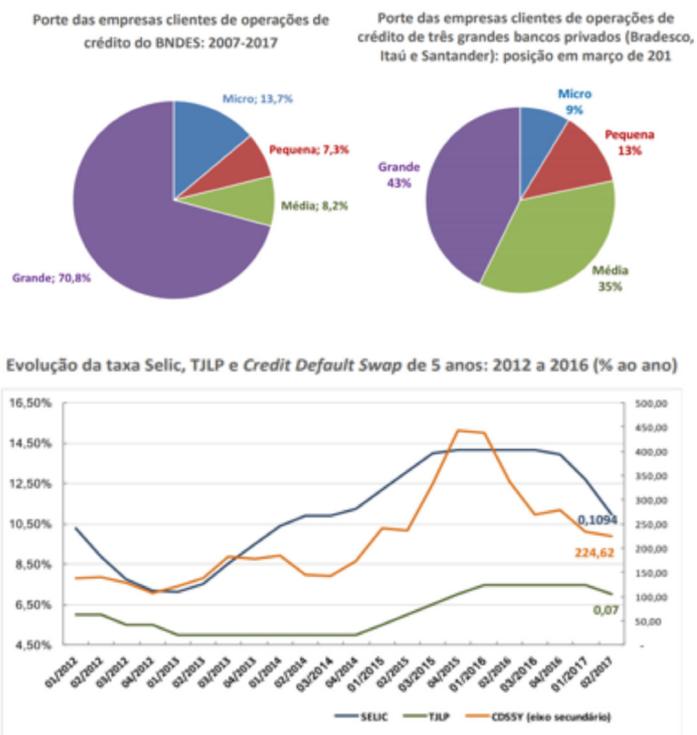
De um lado da moeda, temos associações temendo a implementação da nova medida. Segundo pesquisa realizada pela Fiesp com 1400 empresas, a percepção que elas tinham era de que a mudança geraria uma possível queda nos investimentos das empresas, já que não haveria crédito a níveis mais baixos.

No entanto, há uma certa imprecisão na perspectiva das

indústrias. Hoje, o crédito do BNDES é direcionado, principalmente, para as grandes empresas e de forma concentrada em empresas do Sul e Sudeste. As micro, pequenas e médias empresas são levadas majoritariamente a rede privada, a custo de mercado. Elas representam quase 60% dos desembolsos dos bancos privados, contra apenas 29% do BNDES (figura 1). E ainda assim, as empresas grandes têm condições de negociar créditos a custos mais baixos no mercado caso necessário.

Analisando esse fato de um lado mais econômico, vemos que a política monetária funciona por meio de aumentos e reduções da taxa de juros básica da economia. Quando quer conter a inflação, o Banco Central eleva a taxa Selic. Isso encarece o custo do dinheiro para os bancos, que aumentam os

juros dos seus financiamentos. As famílias e empresas tomam menos empréstimos para consumir e investir. A atividade econômica e os preços desaceleram. Se parte das famílias e das empresas não é afetada pelo aumento dos juros, porque tem acesso a um juro subsidiado e tabelado, que não é afetado pela taxa Selic, então esse grupo não mudará suas decisões de investir e consumir, e continuará a pressionar os preços. A política monetária fica cada vez menos eficaz no controle da inflação. É justamente isso que ocorre no Brasil: como a TJLP é uma taxa arbitrada, que não tem correspondência direta com a taxa de mercado, ela não acompanha a Selic, como mostrado no gráfico 1. Em termos numéricos, os créditos do BNDES não sensíveis à política monetária somam R\$ 780 bilhões, o que corresponde a



Fonte: Reuters e Banco Central do Brasil

53% do total de crédito às pessoas jurídicas, 25% do crédito total da economia, ou 12,5% do PIB.

Em consequência, para obter uma mesma redução da taxa de inflação, o Banco Central tem que aplicar doses mais fortes de aumento de juros, para comprimir mais o consumo e o crédito daqueles que são afetados pela Selic, e compensar o fato de a Selic não atingir parte das famílias e empresas protegidas pela taxa subsidiada do BNDES.

Partindo para o lado acadêmico, dentro de um artigo elaborado por funcionários do BNDES usando dados proprietários do banco, estima-se o efeito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) sobre o investimento: R\$ 1,00 de crédito do BNDES gerou R\$1,18 de investimento em 2009, efeito muito pequeno para o montante de subsídios envolvidos. Além de pequeno, o efeito positivo durou pouco, pois em 2010, para cada R\$ 1,00 houve investimento de R\$0,58. Muitos autores constataam o efeito nulo sobre os subsídios do BNDES. Em um estudo parecido, veiculado pelo Bradesco, calcula-se que ciclos de alta das taxas de juros poderiam ser até 1 ponto percentual menores se esses montantes de créditos subsidiados fossem sensíveis às taxas de juros.

Com isso, no pior dos cenários imaginados pelas indústrias, no qual as empresas estariam expostas a taxas mais altas de empréstimos devido a adoção da TLP, teríamos ainda assim uma potencial baixa na taxa Selic estrutural e, conseqüentemente, isso traria um cenário mais positivo e igualitário nas condições de crédito entre as diversas empresas do Brasil. As empresas seriam ainda incentivadas a buscar mais crédito no setor privado, criando um mix maior na estrutura de capital da empresa, o que seria mais sustentável, e ainda assim poderia deixar o BNDES focar naquilo para que foi criado: projetos em que o benefício social é maior que o custo privado e onde o setor privado não tem condições de chegar.

Como os fundos de Private Equity podem resolver o problema dos IPO's no Brasil?



GUSTAVO GROFF
JOÃO FRAGOSO

Economia
Inspere

Em 2017, a Bolsa de Valores brasileira tem observado um movimento peculiar quando se trata de IPO's. Não são exceções os casos em que empresas, visando atrair investidores publicamente, oferecem suas ações por preços mais baixos do que o previsto e adiam ou até cancelam a oferta. O relacionamento entre fundos, bancos e os sócios da empresa tem grande parcela de responsabilidade na realidade recente dos IPO's e pode ser o grande motivo de tal movimento, além do momento instável da economia brasileira.

Os casos mais recentes de ofertas públicas iniciais de ações fracassadas na Bovespa são os seguintes: Moviada, Camil, Neoenergia, Carrefour, Ômega Geração e Azul. Nenhuma das empresas conseguiu atingir o volume mínimo de venda de 10% da oferta total estipulada, ainda que algumas tenham se aproximado da proporção. O Carrefour e a Ômega Geração não alcançaram 5% de vendas.

As alternativas encontradas pelas ofertantes têm se baseado principalmente na diminuição do preço dos papéis, como fez a Camil, que baixou o preço das suas ações da faixa de R\$10,50 a R\$13,00 para R\$9,00. A BR Distribuidora, por sua vez, permitiu o investimento em suas ações através de fundos que partem de R\$200,00, contornando

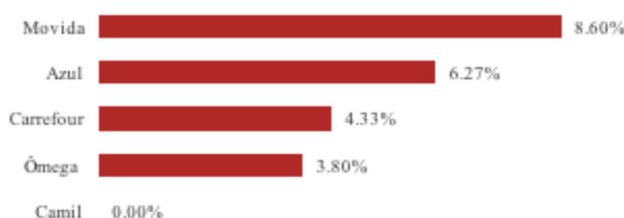
o ticket de R\$3.000 para a compra direta de seus papéis.

Não obstante, até mesmo fundos de Private Equity, aqueles que mantém relacionamento constante com seus clientes, acabam por divergir interesses e criam resistência durante o desinvestimento. A própria Camil, que recebeu investimento de um dos maiores fundos do mundo, a Warburg Pincus, teve seus preços reduzidos após o IPO.

Uma possível solução para o problema seria uma aproximação das partes interessadas no IPO, aliada a certa transparência durante as negociações. A aproximação e confiança entre o fundo e o sócio da empresa pode fornecer uma cumplicidade, gerando frutos para ambos os lados: um desinvestimento vantajoso para o fundo e um processo de IPO pouco cansativo para o sócio.

De forma conjunta, essa solução possibilitaria um benefício tanto para as empresas, sem grandes problemas durante o IPO, e também para os próprios fundos, que podem ganhar maior destaque e atratividade quebrando a corrente de desinvestimentos forçados de seus clientes.

% de vendas da oferta total



Um pouco sobre economia comportamental (e isso não é um movimento hippie da economia)



FLORA PFEIFER

Economia
FEA USP

Economia é sobre fazer previsões. Busca-se racionalizar o comportamento humano e social e, assim, agir da melhor forma na alocação de recursos - seja na escala macro ou micro.

Segundo a teoria econômica clássica, assumimos que o indivíduo - conhecido como *Homus Economicus* - assume um comportamento 100% racional. Repare que a nomenclatura é exatamente referente a um homem irreal, que só existe nos modelos: os economistas claramente sabiam que havia exceções, disfunções, outras motivações que não a busca pela maximização do lucro e do bem-estar, só que as deixavam de fora no modelo, buscando simplificá-lo. Ora, a economia quer prever o comportamento humano, algo que seria impossível analisando as razões particulares a cada indivíduo que os fazem fugir de um padrão.

Contudo, a economia comportamental (EC) surge a partir do relaxamento desta hipótese inicial, justamente porque têm-se identificados padrões que fogem ao comportamento esperado do *Homus Economicus*. Se conseguimos estabelecer padrões por outros meios que não o modelo microeconômico clássico, essas razões devem sim ser estudadas para configurar, assim, o progresso da ciência econômica. A economia comportamental, pois, não é a contradição da micro, mas sim o complemento dela! Estuda a outra faceta do ser humano e discorre sobre padrões que agora conseguimos identificar desse seu lado não tão racional - ou, previsivelmente

irracional, como define Dan Ariely - e isso faz toda a diferença. Porque, sem ter um padrão, não há como se embutir uma teoria econômica. Comportamentos que fogem de uma razão lógica - mesmo que extrínseca ao indivíduo - não nos levam a lugar nenhum. É justamente isso que explica a EC: embutir a racionalidade da ação exogenamente à motivação individual, e não pelo preceito de uma racionalidade intrínseca. Se a gente pode identificar a causa de um comportamento, logo há lógica nele. A EC não é uma teoria alternativa viajada da economia! Ademais, é louvável que, além dos fundamentos matemáticos para comprová-la, podemos recorrer a outros campos, como a psicologia, a sociologia, a biologia ou a neurociência, aproximando, assim, um conhecimento que só existe no arcabouço teórico da realidade.

A EC dá maior munção para que economistas enfrentem uma variedade de questões, e propõe insights novos que podem ser muito úteis às proposições feitas por eles: pessoas têm dificuldade em poupar dinheiro, parar de fumar ou fazer dieta, por exemplo, por conta do desconto intertemporal que gera mais peso para o agora do que para o futuro; elas também tendem a valorizar mais bens que já tem e são passíveis de perda do que na aquisição desses mesmos bens; uma pessoa está propensa a cometer atos corruptos em um país onde isso é altamente recorrente, por mais que, em tese, saiba que isso é errado; introduzir motivações sociais e sentimentais pode ter mais eficácia do que fornecer uma recompensa monetária, dependendo do valor.

Explica também a razão das taxas de doação de órgãos aumentarem orbitalmente quando a opção padrão é doá-los; da taxa de suicídio ter sido reduzida bruscamente ao se mudar o tipo de gás no forno; do grande impacto no resultado das eleições brasileiras quando se mudaram as urnas para eletrônicas; ou de por que você ter medo de terrorismo, avião ou terremoto, mas não ter de andar de carro, que é muito mais arriscado.

Assim, reconhecendo e entendendo os padrões de distorções, podemos achar soluções para explorá-las e, assim, maximizar o bem-estar e a utilidade dos indivíduos, através, por exemplo, dos Nudges. Por tudo isso, o Nobel deste ano foi muito merecido. Parabéns e obrigado, Richard Thaler!



A renda fixa não é tão fixa assim



RUBENS TERRA
VICTOR NATAL

Há um senso comum que paira sobre os novatos do mundo dos investimentos: renda variável possui alto risco, enquanto renda fixa possui baixo risco, pois, como o próprio nome diz, o retorno nesse último tipo de investimento é fixo. Porém, não é bem assim que a coisa funciona.

O que são títulos de renda fixa? Contratos de renda fixa são títulos de dívida emitidos por empresas ou governos, a partir dos quais esses agentes captam dinheiro de investidores e prometem pagar esses empréstimos em algum momento no futuro, acompanhado de juros e seguindo algum calendário de pagamentos predeterminado. Os juros podem ser pré-fixados (determinados no momento da compra do título pelo investidor), pós-fixados (calculados posteriormente e vinculados a algum indicador) ou uma mistura entre os dois.

Para exemplificar, a seguir está representado o fluxo de caixa (na perspectiva do investidor) para um título de dívida genérico, pré-fixado e com as seguintes características:

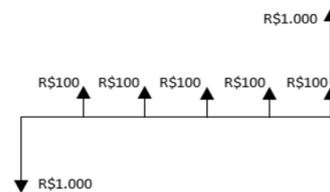
Valor de face de R\$1.000,00

Cupom de 10% a.a. pago todo ano

Vencimento em 5 anos

Ou seja, nós (os investidores) emprestamos R\$1.000 para a empresa, ao fim de cada ano

recebemos R\$100 de cupom e no último ano recebemos o R\$1.000 investidos inicialmente. Se mantivermos esse título até o vencimento, teremos obtido um rendimento de 10% a.a., como previsto inicialmente.



Porém, o que acontece se quisermos ou precisarmos nos desfazer desse investimento antes do vencimento? O que acontece com o retorno dele? E mais, o que acontece se o emissor não honrar o pagamento? Resposta curta: o rendimento será diferente do inicialmente previsto!

Expectativa, precificação de risco e a curva de juros futuros. Suponhamos que desde o momento da emissão do título, o país tenha sofrido uma piora macroeconômica: as contas do governo estão no vermelho, o câmbio se desvalorizou fortemente, a inflação está em um patamar alto e as empresas sofrendo para gerar receita. Esse cenário provavelmente fará com que os investidores percebam um ambiente com mais risco e isso fará com que sejam exigidos retornos maiores para investir nos mesmos produtos. Adicionalmente ao risco aumentado, a inflação alta fará com que investidores esperem uma taxa de juros mais alta no futuro

para equilibrar o descompasso dos preços. Esse movimento é representado na curva de juros futuros, em que, para cada ponto no tempo, apresenta a expectativa dos investidores sobre a taxa de juros que será praticada pelo governo. Essa curva muda conforme o tempo e conforme novas informações chegam aos investidores. Veja um exemplo abaixo:



Voltando ao nosso cenário de crise, digamos que a percepção sobre o risco da empresa que emitiu aquele nosso título de dívida mudou e os investidores agora exigem 12% a.a. de retorno. Se precisarmos vender esse título nesse momento, só conseguiremos fazê-lo se oferecermos um preço menor, para que o comprador tenha, ao final do período de maturidade, o retorno exigido de 12% a.a. Como o cupom pago pela empresa e o valor do principal recebido no final do período são fixos, a única maneira do comprador garantir 12% de retorno é comprar o título com desconto – o que nos faria ter um retorno aquém do esperado por vendermos o título por um valor abaixo daquele previsto para aquele momento no tempo!

Teríamos muito a falar sobre o assunto, mas resumindo: a renda fixa não é tão fixa assim!

BTM

Beat The Market Co.

Escola de negócios e Mercado Financeiro

CONHEÇA NOSSOS CURSOS!

www.btmco.com.br



Mercado Financeiro



Excel Completo



MARKETS ST.