

MARKETS ST.

EDIÇÃO Nº 20 | ABRIL 2018

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

ADEUS, LONDRES!

O que o futuro reserva para o Reino Unido fora da UE

ENTREVISTA:
CASSIANA
FERNANDEZ



EXCHANGE

TRADED FUNDS

REGRA DE OURO

ELEIÇÕES 2018

FACEBOOK

Realização



Equipe



Thiago Toshio Tokuyoshi

Diretor e revisor
Contabilidade FEA USP



Gustavo Ferreira

Diretor associado POLI
Engenharia Civil POLI



Marcelo Pagotto Figueiredo

Editor e diagramador
Economia FEA USP



Antonio Penido

Diretor associado FGV
Administração FGV



Ana Penteado

Revisora
Economia FEA USP



Isabella Fonseca

Revisora
Economia FEA USP



Luis Bastos

Revisor
Economia FEA USP



Gustavo Bueno

Revisor

Índice



Foto: Marcelo Scarpis

EDITORIAL	4
GE: A RETRAÇÃO ECONÔMICA DA GIGANTE DE THOMAS EDISON por Pedro Tarossi Brigide	5
ADEUS, LONDRES! por Toshiro Tokuyoshi	6
AS TAXAS PRIMAS: SELIC E CDI por Gustavo Bueno	8
UMA PORTA DA RENDA FIXA PARA A RENDA VARIÁVEL: O ETF por Marcelo P. Figueiredo	10
WARREN BUFFET E A INDÚSTRIA DE SEGUROS por Rafael M. M. Carvalho	12
CHINA FIRST por Gustavo Trucharte	13
RESEARCH POCKET: FACEBOOK por Ana Penteadó	14
A NOVA ONDA DE PRIVATIZAÇÃO por Michel Chitman	16
ELEIÇÕES 2018: COM O FUTURO INCERTO, VALE A PENA OLHAR O RETROVISOR? por Guilherme Rosito	18
O AMARGO AJUSTE FISCAL por Sérgio Rodrigues Jr	20
TEMOS OURO PARA CUMPRIR A REGRA DE OURO? por Fabiana Moreira	21
MARKETS ST. ENTREVISTA: CASSIANA FERNANDEZ	22
TER DÍVIDA É RUIM? NEM SEMPRE por Equipe BTM	26
CAPITAL MEZANINO: HIBRIDISMO ENTRE EQUITY E DÍVIDA por Antonio Penido	27

Editorial

Nesta vigésima edição da Markets St. trouxemos diversos assuntos, que vão desde política internacional e finanças a uma breve avaliação de uma das empresas mais relevantes da atualidade: o Facebook. Temas de grande repercussão como negociações do Brexit e as incertezas das eleições de 2018 são outros destaques desta edição.

Para a entrevista desta edição comemorativa, convidamos Cassiana Fernandez, economista-chefe do JP Morgan no Brasil. Ela comenta aspectos macroeconômicos do Brasil, o impacto do contexto internacional na economia do país, cenário de reformas e detalhes de sua carreira.

O artigo da BTM desta edição aborda com exemplo prático a importância da dívida na contabilidade empresarial.

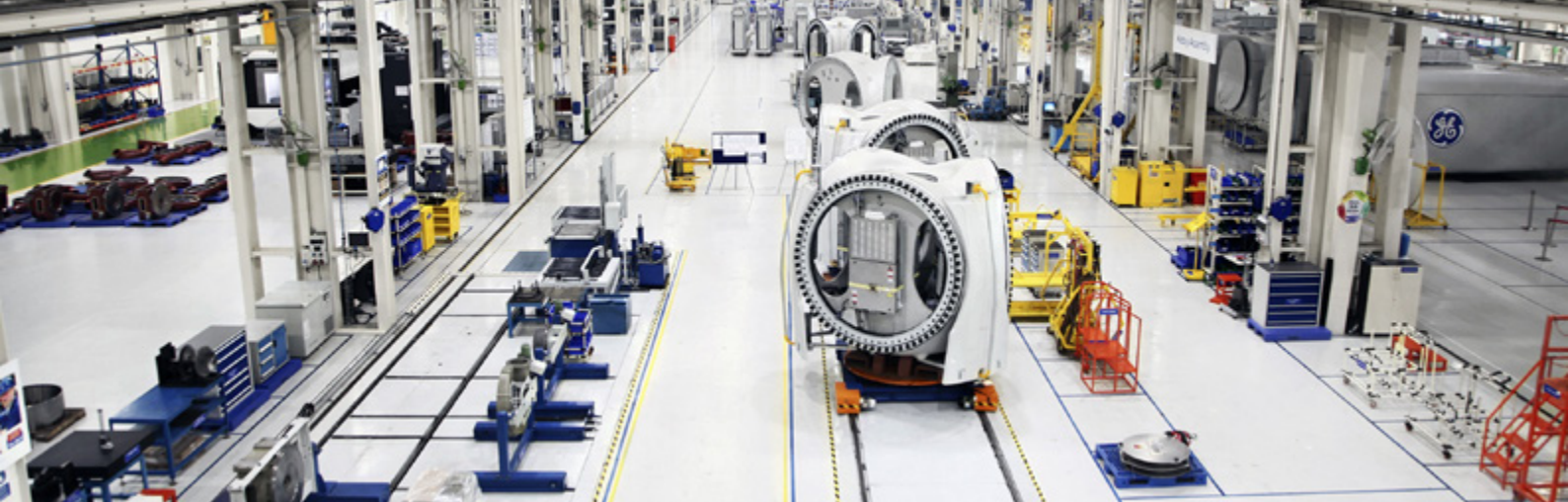
Desejamos a todos uma ótima e proveitosa leitura.

Equipe Markets St.

Essa revista é publicada somente para fins educacionais e sem propósito comercial.



Consultoria Júnior de Economia
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS



GE: a retração econômica da gigante de Thomas Edison

A General Electric (GE), gigantesco conglomerado industrial americano, vem sofrendo uma forte queda no seu valor de mercado. Fundada por Thomas Edison há 125 anos, a Companhia já contou com um valor de mercado estimado em 400 bilhões de dólares, sendo que hoje esse valor não chega a \$150bi. No período de 1 ano, o preço de suas ações foi reduzido a aproximadamente metade do inicial, levando o conselho a optar pela substituição de seu antigo CEO, Jeff Immelt, por John Flannery, que buscou implementar um programa de corte de custos, além de reformular o sistema de remuneração de seus funcionários, atrelando-o ao desempenho da organização.

Flannery, inicialmente, procurará reverter os resultados decepcionantes das recentes aquisições feitas pela GE. A Alstom – comprada em 2015 por 13 bilhões de dólares – sofrerá uma forte revisão em seu business, de modo a fazer frente à evolução do mercado de energia. Já a Baker Hughes, grupo de serviços petrolíferos, passou a ser um dos principais motivos de críticas ao antecessor de Flannery, Jeff Immelt, dado que este não previu uma redução da demanda de serviços e equipamentos para oil & gas quando os preços do setor começaram a cair.

Para reverter a situação alarmante em que tais ações colocaram a GE mesmo durante um bull market, Flannery possui planos de venda de ativos no valor de 20 bilhões de dólares, entre os quais se encontra a Baker Hughes. Também defende ideias radicais como a realização de um spinning-off em suas ações, comercializando três papéis separadamente relativos aos seus principais negócios: energia, healthcare e aviação.

Tal ação já foi praticada em alguns cenários, oferecendo resultados positivos. Em 2006, CBS e Viacom, duas gigantes do setor de mídias e entretenimento, decidiram se dividir, buscando dar mais atenção a seus respectivos businesses. Feita essa separação, as duas



PEDRO TAROSSİ BRIGIDE

Engenharia Ambiental
POLI USP

empresas tiveram um enorme crescimento, de modo que hoje em dia se discute uma possível nova fusão entre tais negócios.

Posteriormente, outro caso de separação de alta relevância ocorreu em 2009, quando a Time Warner e a AOL se separaram após uma união desastrosa de oito anos. Segundo o próprio CEO da Time Warner na época, Jeff Bewkes, a separação seria o melhor para as duas empresas, já que a ausência de sinergias era evidente. Desde que as duas Companhias se separaram, as ações de ambas foram alavancadas, comprovando que Bewkes estava correto.

Dessa maneira, ao se criar um paralelo com a GE, se nota que diversos setores desta podem se beneficiar de uma eventual separação de suas ações. Enquanto os setores de saúde e aviação podem potencializar seus lucros com um aumento da atratividade por parte de investidores, a área de energia pode se recuperar das errôneas aquisições da Alstom e da Baker Hughes, uma vez que uma maior especificidade do management poderia alavancar o segmento.

Fontes

<https://www.thestreet.com/story/14350885/1/ge-targets-20billion-spinoffs.html>

<http://abcnews.go.com/Business/companies-split/story?id=16668714#5>

https://www.bostonglobe.com/business/2018/01/16/chief-executive-opens-door-breakup/8RfsVpqlqf4wN-WB8ChgtaN/story.html?s_campaign=bdc:article:stub

<https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2017/11/economist-explains-21>



City of London (fundo)

Foto: Marcelo Scarpis

Adeus, Londres!



**TOSHIRO
TOKUYOSHI**

Contabilidade
FEA USP

Desde o século XIX, a City of London, o histórico distrito financeiro londrino, converge operações de capital ao redor do mundo alocado nos grandes bancos globais residentes na metrópole britânica. Ao longo dos anos, surgiram novos centros financeiros mundiais, tais como Nova York, Frankfurt, Tóquio e Hong Kong, mas nada ofuscou Londres. Mesmo após a decadência do Império, somada à perda de preponderância político-econômica internacional no pós-Guerra, os pilares do sistema financeiro londrino continuaram inabalados. Todavia, essa história de êxito e tenacidade pode ter um final trágico muito em breve.

Após meses de negociação, Downing Street, onde se localiza a residência do primeiro ministro britânico, não conseguiu tecer um acordo com a União Europeia que permite às instituições financeiras do Reino Unido continuarem acessando os mercados do bloco sob as condições anteriores ao Brexit. O livre passaporte dos bancos deve ser revogado, levando esses a abandonarem suas operações na terra da rainha e migrarem para outro lado do canal da Mancha.

Até recentemente, a maior distância percorrida pelo distrito financeiro de Londres foi apenas 5km à leste, para Canary Wharf, um centro financeiro mais moderno, porém na mesma margem do Tâmis. Dessa vez, os bancos devem alçar voos mais longos, como Frankfurt e Paris, ou até mesmo Dublin. O lobby dessas cidades tem sido intenso, a fim de seduzir os banqueiros do maior centro financeiro do mundo, de acordo com o Global Financial Centres Index, a trazerem grandes somas de receitas e capital.

Segundo relatório do Parlamento Europeu, o Reino Unido possui 24% do market share relativo a serviços financeiros na União Europeia. O setor emprega mais de 1 milhão de pessoas diretamente, faturando próximo à casa de £ 200 bilhões. Contudo, esses números podem se dissolver se as negociações no tocante à saída britânica do bloco não caminharem bem, fato que já está ocorrendo.

A posição irredutível de Michel Barnier, negociador chefe da UE para a questão, tem delineado um futuro tenebroso para a economia do Reino Unido, visto que o setor financeiro movimenta 11% do PIB, dos quais 55% são provenientes de serviços prestados a clientes da Europa Continental. Quando indagado sobre um tratado feito sob medida no tocante a serviços financeiros, Barnier disparou: “Brexit means Brexit, everywhere”

O endurecimento de Bruxelas já era esperado. Os líderes do bloco, em especial Alemanha e França, querem usar o exemplo anglo-saxão como um recado claro a futuros candidatos a deixarem o bloco: será uma batalha sangrenta e sem espólios.

Apesar do rigor da UE em ceder o mínimo possível a Londres, a realidade dantesca vale para os dois lados. Um exemplo claro é o setor automobilístico alemão, que possui cerca de 100 plantas fabris localizadas na Grã-Bretanha, investimento realizado para suprir a demanda local e de outros membros europeus. Como se isso não bastasse, o país absorve um quinto dos veículos exportados, o maior mercado consumidor das marcas alemãs no continente. Logo, um acordo pouco amigável pode ser um mal presságio.

Uma das opções trazidas à mesa para resolver a queda de braço foi a solução norueguesa: equivalência. A nação escandinava adotou as regras do Espaço Econômico Europeu (EEA, sigla em inglês), o que a permite desfrutar de vantagens do mercado comum do bloco, porém sem perder autonomia em questões jurídicas sensíveis, como assuntos internos, justiça, segurança, taxaço, entre outros. Resumindo, o país incorpora

uma estrutura legislativa consoante aos moldes da União Europeia em troca de vantagens comerciais. A desvantagem é a ausência do direito de legislar, pois não terá assento no Parlamento Europeu.

Adotar o modelo norueguês seria uma boa saída econômica, mas um embaraço político. Todo motivo para deixar o bloco foi reconquistar a autonomia em todos os aspectos regulatórios, e não abrir mão deles. Em setembro, a primeira ministra Theresa May afirmou categoricamente em seu discurso em Florença que buscará o melhor acordo comercial possível, mas fará valer o clamor das urnas.

A consumação do divórcio entre Londres e Bruxelas em março de 2019 deve deixar cicatrizes profundas em Canary Wharf. Depois de enfrentar crises e guerras, além dos ataques inescrupulosos de Nathan Rothschild, em 1815, e George Soros, em 1992, que quase liquidaram o Banco da Inglaterra, o golpe desferido pelo plebiscito de 2016 parece ter a possibilidade de executar o impensável: amputar o sistema financeiro de Londres.

As ondas de choque devem se propagar muito além da capital. Cidades como Manchester, Birmingham, Edimburgo, Bristol, Leeds e Cardiff têm participação expressiva no mercado financeiro das Ilhas Britânicas e devem sofrer com perda de receita. Além disso, atividades periféricas, como consultoria e auditoria, que, somadas aos empregos diretos, totalizam 2,2 milhões de postos de trabalho na economia britânica, empregos que correm o risco de serem dizimados com uma migração massiva dos bancos para o continente.

Mas os banqueiros londrinos devem ser mais afetados, pois Londres é a principal base de operação de bancos internacionais, aqueles com muitos motivos para deixarem o Reino Unido. Todavia, uma dúvida paira no ar: por que Londres? No que a cidade se diferencia de outros centros financeiros?

Historicamente, Londres foi um dos primeiros centros financeiros mundiais, devido ao exercício do seu poderio econômico e supremacia ultramarina. Com um “império onde o sol nunca se põe”, nas palavras de John Wilson, o florescimento do mercado financeiro ocorreu naturalmente, pois a concentração de capital e investidores se localizava no coração da coroa.

Hoje, o ambiente de negócios dinâmico e a previsibilidade do sistema legal britânico atraem banqueiros do mundo todo à cosmopolita cidade de Londres, que conta com 588 companhias estrangeiras listadas na sua bolsa, das quais 112 são originárias dos 27 países membros da União Europeia. As empresas europeias tomam vantagem da capilaridade do mercado de capitais da Grã-Bretanha para alcançar investidores. Como prova disso, 46% de levantamento de capital do bloco é realizado em Londres e 75% de derivativos europeus de câmbio e taxa de juros são transacionados lá. Como consequência, 35% das grandes operações financeiras da Europa são executadas na City.

Os bancos não querem abandonar Londres, porém as barreiras devem superar as vantagens. Um estudo divulgado pela Boston Consulting Group afirma que custos dos serviços dos bancos de investimentos devem aumentar entre 3% e 8% para as instituições financeiras que mudarem suas filiais para um dos 27 membros do bloco. O mesmo valerá para o movimento inverso. Outro custo adicional para os bancos será a transferência de suas filiais, o que deve subtrair em torno de US\$ 500 milhões por instituição e mais de 12 meses para estabelecer completamente suas operações.

No final das contas, o prejuízo econômico atingirá ambas as partes. David Davis, negociador britânico designado para assuntos do Brexit, apoia-se no aumento dos custos de capital da economia europeia caso os bancos sejam obrigados a se deslocar para alcançar um acordo favorável a Londres. Porém, as negociações parecem caminhar em tom isonômico, fato nitidamente irreal. A insistência britânica em endurecer em uma posição de poder desproporcional é preocupante, posto que a União Europeia é a segunda maior economia mundial, com uma força de barganha gigantesca. A balança comercial entre as partes valida essa afirmação: as exportações do Reino Unido para o bloco representam 7,5% do PIB, enquanto a situação inversa corresponde a apenas 2,5%.

Os problemas não param por aí. Com o término oficial do casamento com Bruxelas, Downing Street terá que firmar acordos bilaterais com potências como EUA, China e a própria União Europeia em condições próximas a vassalos. Em posição frágil em tratados tanto comerciais como de qualquer natureza, a Grã-Bretanha perderá preponderância. Anteriormente visto como arauto do capitalismo e defensor da globalização, o Reino Unido interpretará papel coadjuvante no cenário internacional. Paulatinamente, esse enredo vem se desenrolando desde 1945, mas agora perderá a última joia da coroa: o centro financeiro de Londres.



Canary Wharf, Londres

As taxas primas: Selic e CDI



**GUSTAVO
BUENO**

Economia
FEA USP

Todos os bancos comerciais são obrigados a ter contas junto ao Banco Central, no que é chamado Sistema de Transferência e Reservas (STR). O Bacen também obriga os bancos comerciais a terem determinada quantia nessas contas: as reservas compulsórias. Essa quantia é expressa em percentual e varia por tipo de recolhimento – como os depósitos e a poupança com alíquotas de, respectivamente, 40% e 24,5% no final de dezembro de 2017. As reservas compulsórias exercem um papel importante na formação das taxas Selic e CDI porque obrigam os bancos a se financiarem uns aos outros.

As instituições bancárias realizam muitas transações entre si diariamente e por vezes saem deficitárias, sem a capacidade de cumprir com suas reservas obrigatórias no dia específico. Nesse caso, bancos superavitários financiam os deficitários com seus recursos excedentes. São operações com prazo de um dia (overnight). O empréstimo pode ser via títulos públicos ou via títulos privados. A lógica da operação é similar para os dois casos. O banco deficitário vende o título para o banco superavitário por R\$ X na data D, com a promessa de recompra no dia seguinte, pagando uma taxa de J%a.a.. O banco deficitário utiliza esses recursos para cumprir com suas reservas obrigatórias. No próximo dia, D+1, o banco deficitário recompra o título por R\$ X mais o valor dos juros.

Financiamento bancário com títulos privados: a origem do CDI

O financiamento bancário feito com títulos privados é chamado de Depósito Interfinanceiro (DI). Só pode ser realizado por instituições financeiras e é registrado na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). A taxa média ponderada diária dessas negociações gera a taxa DI-Cetip, também chamada de CDI. É atualmente o principal benchmark do mercado.

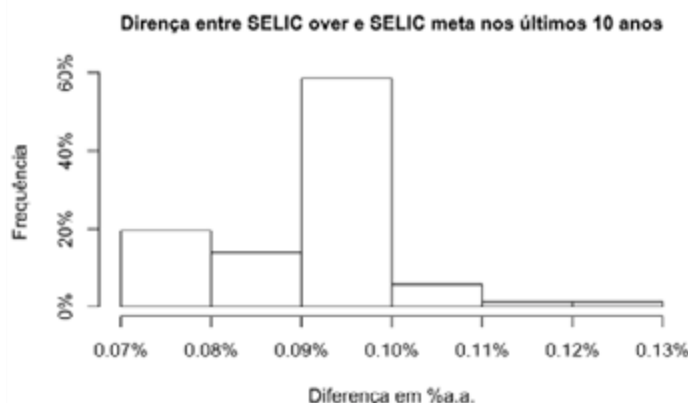
As duas facetas da taxa Selic: over e meta

Selic é um acrônimo para Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. É o sistema que registra todas as transações overnight com títulos públicos no mercado

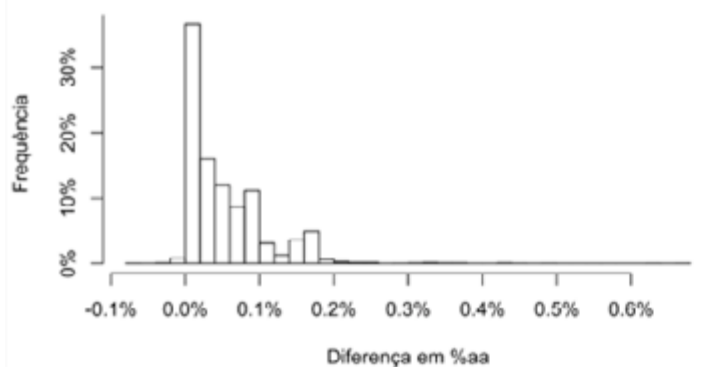
secundário. A taxa média ponderada diária das operações apuradas por esse sistema é chamada de Selic over. Trata-se de financiamentos bancários efetuados com títulos públicos. A nomenclatura é importante nesse caso. Quando se fala de taxas, Selic pode se referir a duas coisas diferentes.

Em 1996, foi constituído um órgão, no âmbito do Banco Central, encarregado de decidir sobre política monetária e definir a taxa básica de juros (a Selic). O Comitê de Política Monetária (Copom), como foi chamado, se reúne oito vezes ao ano. Nessas reuniões, é definida a meta para a Selic – a Selic meta. Ela indica como deve ser a atuação do Bacen nas operações overnight com títulos públicos. O Banco Central realiza, então, operações de compra e venda de títulos públicos (as operações de open market) para que a Selic over se aproxime o máximo possível da meta estabelecida pelo Copom. Ou seja, o Bacen interfere nas operações de financiamento bancário com títulos públicos para que a taxa Selic over – taxa média ponderada diária dessas operações – seja correspondente à meta estabelecida pelo Copom, a Selic meta.

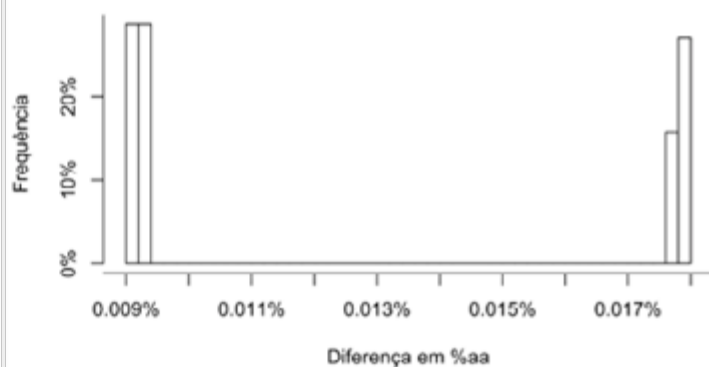
O procedimento de operações de open market é muito eficiente, mas isso não significa que a Selic over seja numericamente igual à meta. Nos últimos dez anos, a diferença foi – para a maioria dos dias – entre 0,09% e 0,1% (a.a.), embora já tenha registrado valores maiores.



A diferença diária (em %aa) entre a SELIC over e o CDI nos últimos 10 anos



A diferença diária (em %aa) entre a SELIC over e o CDI foi insignificante em 2017



Durante todo o período, a Selic over esteve marginalmente abaixo da meta.

A ligação entre a Selic over e o CDI

Entre 2007 e 2017, o intervalo predominante de discrepância entre a Selic over e o CDI foi de 0 e 0,1% (a.a.). Aparece ser uma diferença pequena, mas não é o caso. No ano de 2017 a discrepância observada foi de 0,009% e 0,017% (a.a.). Em geral, a Selic meta – e, por consequência, a Selic over – é usada como um proxy para o CDI. É importante ficar atento ao descolamento entre as taxas, capaz de afetar consideravelmente o rendimento esperado dos investimentos atrelados ao CDI.

Existem algumas possíveis explicações para as oscilações na relação Selic/CDI. A primeira é a diferença de tamanho entre os mercados. Enquanto o mercado de DIIs foi de R\$ 489 bilhões em 2017, o volume negociado de operações overnight na Selic foi em média de R\$1,0 trilhão por dia. O número médio de operações diárias em 2017 também é muito discrepante, 6.499 para a Selic e 8 para o CDI. Isso torna a taxa CDI mais passível a distorções.

A liquidez dos bancos também é relevante para entender a relação Selic/CDI, uma vez que o excesso de liquidez diminui a necessidade de empréstimos interbancários – derrubando o CDI. Por fim, há alguns estudos que relacionam a diferença entre as taxas com as reuniões do Copom. Brito e Junior (2002) encontraram indícios de um descasamento elevado entre Selic e CDI posterior a resoluções que alteravam a Selic em mais de 50bps, para mais ou para menos. O efeito é especialmente forte quando a decisão é de elevar a Selic. Eles também observaram um segundo efeito. Trata-se de uma discrepância elevada entre as taxas ao final de meses com mudança expressiva da Selic. Seria um indício de que os gestores de carteiras esperam até o final do mês para ajustarem plenamente suas carteiras ao novo cenário, concluíram.

O CDI e a Selic over são taxas aproximadas porque representam a mesma coisa: o preço do dinheiro para empréstimos interbancários overnight. Devido às pe-

culiaridades de cada taxa - como o tamanho de mercado e o número de operações diárias - e a fatores conjunturais, - como a liquidez dos bancos e a expressividade da mudança na Selic meta-, a diferença entre elas oscila. Por fim, embora a Selic meta seja em geral um bom proxy para o CDI, é importante ficar atento a esses aspectos que podem prejudicar o rendimento esperado.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Definição Taxa Selic.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/selic/conceito_taxaselic.asp?idpai=SELICTAXA>. Acesso em 21 de jan. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recolhimentos compulsórios, encaixe e direcionamentos obrigatórios.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/compulsorios.asp>>. Acesso em 21 de jan. 2018.

CETIP. **Depósito Interfinanceiro.** Disponível em: <<https://www.cetip.com.br/captacao-bancaria/di>>. Acesso em 21 de jan. 2017.

BITTENCOURT, A., MANDL, C., PINTO, I., SEABRA, L.. **Depósito Interfinanceiro.** Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2971042/cdi-se-descolada-selic-e-provoca-distorcoes>>. Acesso em 21 de jan. 2017.



Uma porta da renda fixa para a renda variável: o ETF

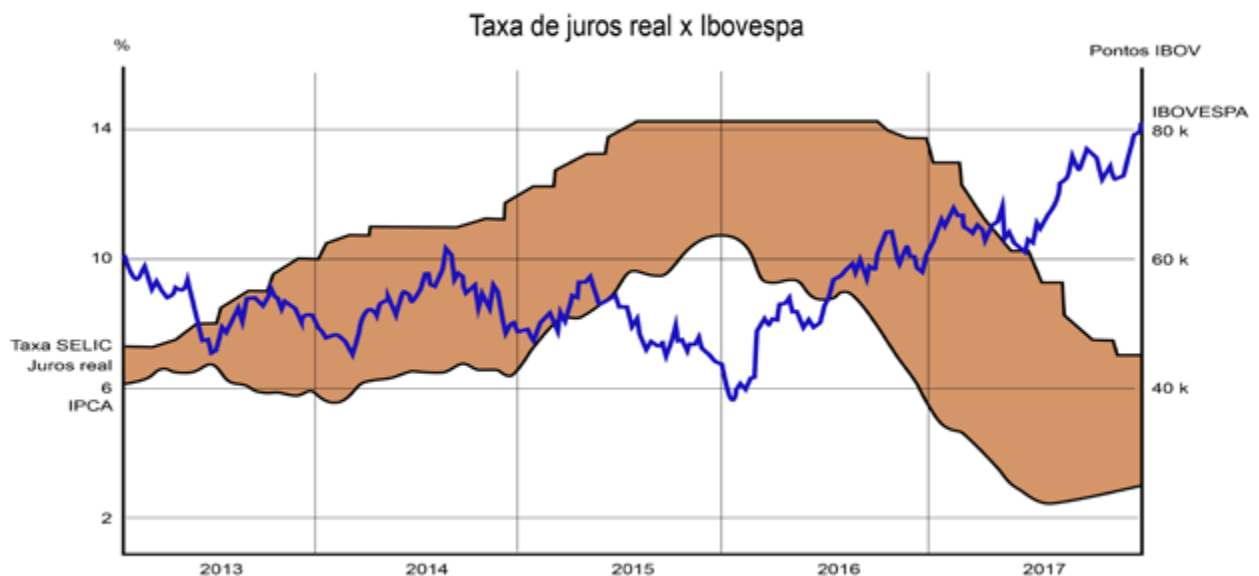


MARCELO FIGUEIREDO

Economia
FEA USP

O ciclo de cortes da taxa SELIC - em curso desde o fim de 2016 - é benéfico ao setor produtivo brasileiro à medida que o incentivo para investir capital em empresas passa a ser mais atraente, com um custo de oportunidade menor. Por outro lado, para os investidores mais conservadores alocados em renda fixa, a situação não é das melhores. Aplicações indexadas ao CDI e títulos públicos de curto prazo vêm se popularizando, a despeito da queda do juros nominal. É válido lembrar que se deve considerar a taxa de juros real - ou seja, nominal descontada de inflação - para analisar os melhores investimentos a cada momento. Paralelamente à redução da taxa SELIC para menos da metade¹ em apenas quinze meses, a taxa de juros real sofreu uma redução defasada em poucos meses no mesmo período: de aproximadamente 8% na virada do ano de 2016 para 2017 para aproximadamente 4% em janeiro de 2018.

Ao fim de 2016, era possível adquirir títulos públicos a uma impressionante taxa nominal fixa de até 15,69% ao ano² - praticamente única entre os países emergentes e desenvolvidos -, que viria a ser uma excelente aplicação a juros reais cerca de um ano depois, com inflação controlada e juros baixos. Não por acaso, o índice Bovespa estava em uma de suas piores cotações históricas - ao redor dos 39 mil pontos na virada de 2015 para 2016 -, justamente com o ápice da taxa SELIC nos últimos cinco anos, em 14,25%, que vigorou por mais de doze meses seguidos a partir de meados de 2015. Para o investidor conservador, era mais certo se garantir com aplicações de renda fixa a juros altos - se possível, pré-fixados à espera de queda da inflação - a se aventurar pelo mercado de renda variável, conforme denota o gráfico abaixo.



Fonte: Trading Economics e Bloomberg. Edição do autor

Na virada de 2017 para 2018 a situação é exatamente oposta: com taxa SELIC em mínima histórica de 7% e inflação em 2,95% a.a., o mercado de renda fixa passou a ser muito menos atraente do que há dois anos. A migração de renda fixa para renda variável pode ser um passo difícil para a grande maioria de investidores, pouco dispostos a enfrentar riscos. O mercado de renda variável, ainda culturalmente muito impopular no Brasil³, representa um passo a ser dado para boa parte de potenciais investidores brasileiros.

Um caminho interessante que pode fazer a ponte entre a renda fixa para a renda variável são os

1 Em outubro de 2016 a taxa SELIC ainda estava em 14,25%, enquanto em janeiro de 2018 já estava em 7%. Fonte: BACEN. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>> Acesso em 22 de Janeiro de 2018.

2 Em 12 de fevereiro de 2016 o título LTN 2019 - atualmente não mais disponível para compra - estava a 15,68% a.a. enquanto a inflação acumulada nos 12 meses anteriores superava 10%. Fonte: Tesouro Direto.

3 Segundo dados da Bovespa de dezembro de 2017, além de 21,2 mil pessoas jurídicas, há 619,6 mil pessoas físicas cadastradas como investidores na bolsa, distribuídas por todo o território nacional. Isso corresponde a 0,31% da população nacional ou a 0,61% da PEA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/> Acesso em 22 de Janeiro de 2018.

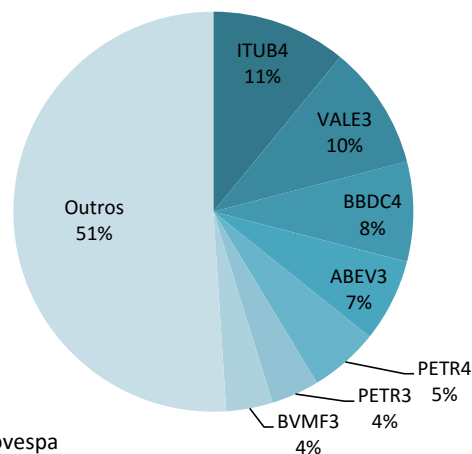
ETFs (Exchange Traded Funds). São fundos de índice negociados em bolsa, com ticker próprio assim como as ações. Trata-se de uma modalidade dos chamados investimentos passivos porque não exige uma gestão ativa de investimentos baseada em rigorosos processos de pesquisa. O ETF tem como único objetivo reproduzir índices determinados, tais como o Ibovespa, o S&P 500, índices setoriais ou até mesmo o índice de emissão de carbono. A grande vantagem desse ativo é a minimização do risco intrínseco, particular de cada empresa ou setor, que compõe os índices sem necessariamente ter que dispor de grande capital para adquirir ações de cada uma delas.

No entanto, como os ETFs reproduzem o desempenho dos índices e ao mesmo tempo são precificados pelas forças de compra e venda no mercado? O índice de referência é o que de fato precifica esse tipo de ativo, enquanto as forças de mercado gravitam ao seu redor. Esse comportamento é interessante para o investidor que, aos poucos, planeja sair de renda fixa para a renda variável sem incorrer em alta exposição de risco em decorrência de pouca experiência e falta de informação. Vale lembrar que o Ibovespa é composto por 64 ativos⁴ de mais de 60 empresas. No entanto, apenas 6 empresas respondem por 49% do índice, o que explica em parte seu comportamento muito mais volátil que índices dos EUA, como o S&P 500, dotado de 500 ativos em sua composição. Isso faz com que o risco intrínseco seja ainda mais diluído, restando principalmente o risco sistêmico.

Dois ETFs são particularmente interessantes como alternativas de investimento: o iShares Ibovespa (BOVA11), lançado em 2009, e o iShares S&P 500

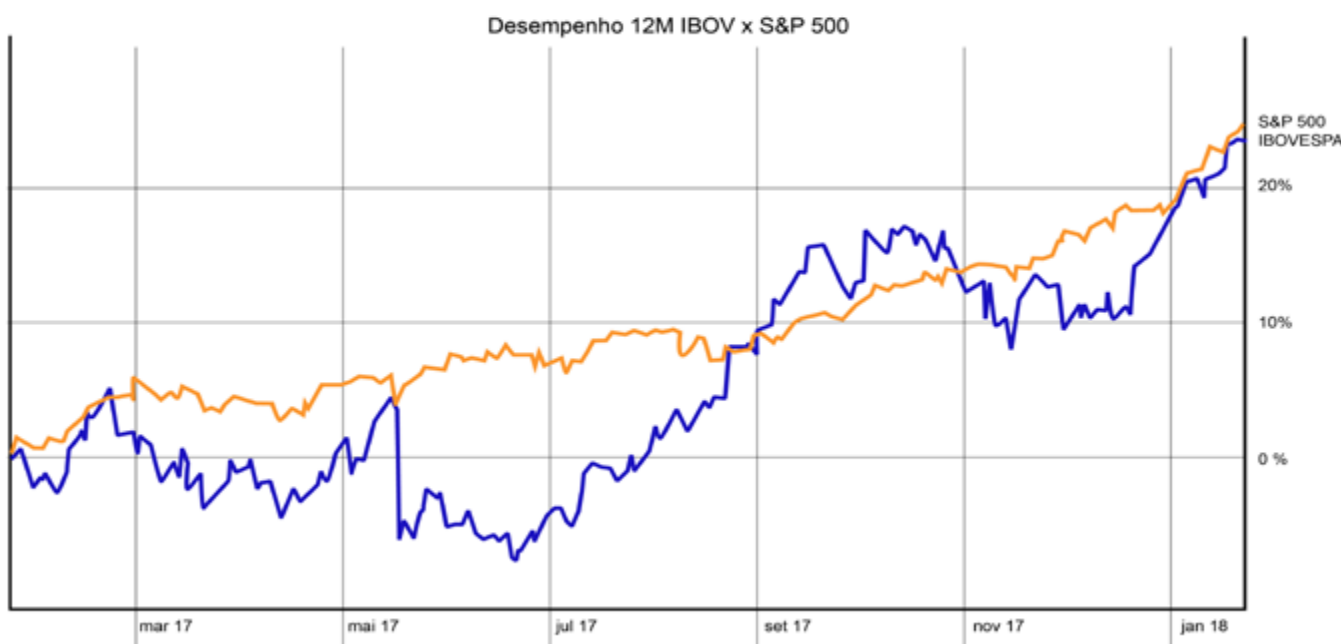
4 Composição do Ibovespa em janeiro de 2018. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm > Acesso em 22 de Janeiro de 2018.

Ibovespa



Fonte: Bovespa

(IVVB11), lançado em 2014, pois reproduzem o desempenho de seus respectivos índices. Em função da situação da bolsa brasileira e expectativas de curto prazo, é possível montar uma carteira de renda variável simples ponderando ativos como esses. Ambos são emitidos pela BlackRock, líder global em gerenciamento de investimentos, presente em 30 países. É necessário ressaltar que o comportamento do mercado financeiro no exterior, em especial nos EUA, é muito mais estável, minimizando riscos ao investidor. No entanto, são de fato poucas opções de ativos com exposição internacional no Brasil: o ETF iShares S&P 500 (IVVB11), fundos de investimento multimercado e BDRs (Brazilian Depositary Receipts), que são papéis equivalentes a ações de empresas estrangeiras listadas na Bovespa. Essas duas últimas opções são geralmente menos acessíveis devido ao alto preço das BDRs e ao alto valor médio de entrada em fundos multimercado com exposição internacional. Esse cenário faz do ETF uma boa opção de investimento a valores modestos, especialmente para quem pretende sair de renda fixa em 2018.



Fonte: Bloomberg

Warren Buffet e a indústria de seguros



RAFAEL M. CARVALHO

Engenharia Elétrica
POLI USP

Qualquer um que se interesse pelo mercado financeiro, já ouviu o nome Warren Buffett. O “Oráculo de Omaha” é considerado por muitos o maior investidor de todos os tempos, detentor de um retorno anualizado de 20,8% na ação da sua holding, Berkshire Hathaway (BRK). Para efeitos de comparação, \$10.000 investidos no conglomerado comandado por Buffett em 1965 valeriam hoje aproximadamente \$88 milhões, enquanto a mesma quantia investida em um fundo indexado ao S&P 500 resultaria num montante igual a \$1,28 milhões. Para alcançar este resultado extraordinário, o investidor utiliza a filosofia do “Value Investing”, em que as decisões de investimento são feitas com base na relação entre valor intrínseco e o preço do ativo em questão.

“Price is what you pay, value is what you get” Warren Buffet

O que não é do conhecimento de todos é que, apesar dos famosos investimentos em empresas como Gillette, Coca-Cola e Kraft Heinz, Buffett sempre foi um assíduo investidor do segmento de seguros. Claramente, sua carteira se tornou mais diversificada ao longo do tempo, mas em 1997, 78,8% da receita bruta da BRK era proveniente de seguradoras.

O interesse pelo setor começou cedo, aos 20 anos, quando o investidor realizou uma visita à sede da GEICO, empresa em que seu mentor, Benjamin Graham, era membro do conselho de administração. Naquele dia, Buffett conheceu o futuro CEO da companhia, Lorimer Davidson, que lhe explicou como o negócio de seguros funcionava e as vantagens competitivas da empresa sobre seus concorrentes. Ali o jovem investidor encontrou seu “first business love”, que compraria integralmente 44 anos depois.

No entanto, o que teria despertado seu fascínio por seguradoras e, ainda mais, pela GEICO? A resposta jaz na compreensão do que realmente é um seguro e como uma seguradora eficiente opera.

Pela ótica do cliente, seguro é o contrato que assegura compensação financeira em caso de danos ao ativo segurado, através do pagamento de prêmios. Contudo,

a seguradora, que subscreve um grande número destes contratos, enxerga sua operação como um empréstimo. Empréstimo? Estranho, não é mesmo? Para clarificar o conceito, vamos utilizar o exemplo a seguir.

Suponhamos um seguro cujo prêmio de R\$ 100 deve ser pago durante o período de 1 ano para segurar um carro no valor de R\$ 50.000. Se 10.000 contratos forem realizados sob as mesmas condições, obteremos R\$ 12.000.000 em prêmios acumulados durante o período.

Consideremos que a probabilidade do contrato ser honrado seja de 1% ao ano, onerando R\$ 5.000.000 dos prêmios acumulados e que o restante do capital seja utilizado com despesas comerciais e administrativas. No nosso exemplo, o ato de subscrever os contratos não gera lucro, mas ao investir os prêmios entre o momento em que foram coletados e que foram devolvidos à uma taxa livre de risco, obtemos receita financeira.

Dessa forma, é possível perceber que uma seguradora, com nível de eficiência razoável, pode lucrar apenas pela manutenção do capital recolhido até a sua devolução. Também podemos dizer que a operação é semelhante à tomada de empréstimo com taxa de juros negativa, em que o tomador recebe os juros em vez de pagá-los.

Essa dinâmica é apenas uma das vantagens deste tipo de negócio: o setor é bastante resiliente, já que seguros (principalmente de automóveis) são considerados uma necessidade pelo consumidor, mesmo em períodos de recessão econômica. Além disso, geralmente são subscritos em regime de curto prazo, permitindo a mudança do valor dos prêmios caso necessário.

Especificamente, a GEICO se diferenciava das outras seguradoras do mercado americano principalmente pela sua estrutura de custos: ao utilizar a estratégia de marketing direto, a companhia não necessitava de agentes ou filiais para realizar as vendas de seguros (prática comum do mercado), reduzindo o custo da operação e permitindo que a mesma oferecesse contratos com prêmios 30% menores que a média do mercado. Esse desconto se tornou um grande atrativo para os consumidores, materializando no valor de prêmios subscritos um crescimento médio de 36,4% ao ano com perspectiva de continuidade, já que a seguradora só operava em 15 dos 50 estados americanos naquela época.

A operação de baixo custo da companhia permitia não só uma apólice mais atrativa para os consumidores, mas também lucros extraordinários. Enquanto a média de lucro de subscrição do mercado era 6,7%, a GEICO alcançava 27,5%. Com esses resultados em vista, seria difícil questionar a decisão de Buffett ao adquirir as ações dessa companhia que mais tarde valorizaram mais de 100 vezes em relação ao seu valor original.

Fontes:

<https://www.fool.com/investing/2017/07/23/an-interesting-chart-about-berkshire-hathaway.as.px>

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1995.html>

<http://basehitinvesting.com/wp-content/uploads/2013/05/The-Security-I-Like-Best.pdf> <http://basehitinvesting.com/buffett-thoughts-on-geico-in-1976/>

China First



**GUSTAVO
TRUCHARTE**

Economia
FEA USP

Em meio a volta do protecionismo, barreiras alfandegárias e a anti-globalização da maior, e por enquanto, mais influente economia do mundo, Trump cede um vácuo na liderança global ambicionado pela China de Xi Jinping.

Desde sua inesperada eleição no ano passado, o polêmico governo de Trump vem mantendo-se em seu lema “America First”: já retirou o país do tratado do transpacífico, a aposta diplomática-econômica asiática de Obama, renegocia o NAFTA, corta financiamentos para com o Banco Mundial e pressiona (e até ameaça) empresas americanas para que voltem a produzir no próprio país.

Xi Jinping, por sua vez, reelegendo-se para mais um termo e estabelecendo poder suficiente para sua perpetuação indefinida na liderança do Partido Popular Comunista, toma outro caminho, recria a Rota da Seda, projeto direcionado a manutenção de infra-estrutura atravessando o Oriente.

Enquanto um retira o país dos principais tratados, renegocia termos de troca com seus principais parceiros comerciais com um discurso agressivo e unilateral, outro faz o maior plano de investimento exterior já visto, estimado em um trilhão de dólares e sete vezes o Plano Marshall, quando os EUA procuravam sua hegemonia pós 2a Guerra.

A disputa (se ainda assim pode ser chamado) torna-se não somente econômica, mas uma disputa de sistemas totalmente distintos. A condenada ditadura de partido único chinês bate de frente com o capitalismo concorrencial da democracia americana. Na verdade, a conturbada democracia americana. A China procura a aceitação internacional de seu regime reprovado pelo Ocidente’ na época de maior impopularidade do sistema democrata, surgindo como alternativa para um

crescimento econômico contínuo por via de uma economia direcionada pelo governo.

Se nos Estados Unidos Trump corta verbas na pesquisa científica, deixando assim as dezenas de grandes empresas competindo para se sobrepôr no futuro com investimento maciço em inteligência artificial, aglutinando centenas de startups todo ano, a China gasta mais de 150 bilhões de dólares para tais tecnologias em um plano de cinco anos. Os Estados Unidos ainda podem continuar a ser a fronteira tecnologia mundial por meio da competição de suas gigantes, porém a China vem logo atrás ameaçando-o com sua política de compartilhamento de patentes das empresas internacionais, e o uso possivelmente irrestrito das informações e dados das empresas nacionais com o governo chinês.

O Ocidente já vem dando sinais da aceitação de Xi: a mais recente pesquisa da Global Leadership Approval, da Gallup, mostra a China a frente dos EUA, que caíram dezoito pontos percentuais em um ano. Os discursos do líder chinês defendendo a globalização em conferências como a de Davos se aproximam do discurso dos dois principais líderes europeus Merkel e Macron, enquanto Trump fica aos risos com Teresa May.

Apesar dos esforços e aproximações, ainda assim o gigante oriental possui barreiras a serem enfrentadas para atingir seu objetivo. O regime chinês, que restringe liberdades individuais e persegue críticos, ainda é pouco aceito pelo Ocidente. Além disso, a China possui uma força militar ainda em construção muito menor do que a americana (são dois porta aviões contra doze, respectivamente). Superando tais barreiras e não havendo qualquer reação dos EUA, possivelmente teremos uma nova liderança mundial e China First.

Research Pocket: Facebook



**ANA
PENTEADO**

Economia
FEA USP

FACEBOOK Inc. – Equity Research

Análise setorial: redes sociais

A análise setorial é um caminho que se percorre em, pelo menos, três sentidos: mais do que se considerar as principais características do setor – isto é, o mecanismo pelo qual as empresas desse setor ganham dinheiro –, é preciso analisar os “drivers”, ou seja, os fatores que influenciam o comportamento e o funcionamento das empresas, além das barreiras de entrada – aquilo que dificulta a consolidação e concorrência de novos peers.

No tocante às **características do setor de redes sociais**, pode-se elencar duas principais: a capacidade de horizontalização e de verticalização dos participantes do modelo de negócios; no caso do Facebook, usuários e anunciantes. Melhor explicando, as empresas conseguem “ganhar dinheiro”- e manter esses ganhos crescentes - quando são capazes de expandir sua base de usuários e de anunciantes (horizontalização) e quando conseguem fidelizar esses participantes (verticalização). Afinal, usuários e anunciantes precisam se manter usando a plataforma para que o aumento de receitas se sustente.

Mas como conseguir horizontalização e verticalização? Aqui é que entram os **drivers**, aqueles fatores que influenciam o comportamento das empresas. Isto é, para conseguir horizontalização e verticalização, as empresas precisam se guiar no sentido favorável aos drivers. Como assim? No caso da horizontalização, fatores como o **nível global de penetração de internet e o crescente uso de mobile** são fundamentais. Assim, para aumentar a base de participantes da plataforma, as empresas precisam de acesso crescente à internet no globo (não foi à toa que o Facebook se engajou num projeto de levar internet aos lugares remotos do planeta) e precisam se adaptar constantemente ao mobile. E no caso da verticalização? Fatores como o **caráter cada vez mais exigente dos consumidores, a crescente busca por inovação e eficiência** numa sociedade em permanente dinamismo e a **necessidade de relacionamentos próximos** numa época que sucumbe ao individualismo são determinantes. Assim,

as empresas conseguem verticalização quando oferecem, para os usuários, inovações e funcionalidades novas continuamente e, para os anunciantes, formas diferentes e efetivas de anunciar e quando oferecem, ao usuário, os laços mútuos de que precisam. Em suma, num tipo de negócio essencialmente subjetivo, o apelo das empresas tem que ser emocional: as empresas precisam fornecer ao usuário aquilo que lhe prende emocionalmente. No caso dos anunciantes, o apelo não deixa de ser emocional, mas se foca no retorno financeiro: quanto mais eficientes os anúncios, maior a taxa de retorno que eles obtêm.

Por fim, quais as **barreiras de entrada** do negócio de redes sociais? A principal delas é, certamente, **a base de usuários**. O exemplo do Facebook é paradigmático para que se possa entender: quando o Facebook foi lançado como uma rede social, o mercado de redes sociais - e a própria internet - estava nos estágios iniciais de seu desenvolvimento. Por isso, o Facebook não precisou enfrentar a concorrência de nenhum peer extremamente grande. Agora, contudo, o crescimento de qualquer peer que apareça no mercado esbarra na força do Facebook em termos de extensão da base de usuários (de 1,5 bilhões) e de expertise, dado que a empresa é capaz não só de reproduzir com facilidade funções inovadoras dos concorrentes, como também de comprar esses concorrentes.

Análise da empresa: Facebook Inc.

Num business dinâmico e subjetivo, a análise de uma empresa deve perpassar pela análise da experiência – essa, que é particular e abstrata – oferecida aos participantes do seu modelo de negócios. No caso do Facebook, os participantes são, essencialmente, dois: os usuários e os anunciantes. Por isso, nossa análise se centrou em dissecar o teor e a profundidade da experiência proporcionada a usuários e anunciantes. As conclusões a que chegamos foram duas:

1. **O Facebook oferece a melhor experiência para usuários**, justamente porque atua exatamente na demanda desses usuários. Melhor explicando, o Facebook, por conhecer profundamente os interesses de seus usuários, oferece a eles aquilo pelo que mais prezam numa rede social: bidirecionalismo (relacionamento pleno de interações mútuas entre os usuários) e multifuncionalidade, além de ambiente permeado por inovação constante. Em termos de bidirecionalismo, as funções da plataforma reforçam o tom bidirecional e colocam o usuário diante de seus amigos, que podem atuar reciprocamente com ele: é o caso da barra de novidades, do Graph Search e do Watch, em que é possível pesquisar conteúdos preferidos pelos amigos. Do lado da multifuncionalidade, o Facebook não só se aprimorou enquanto uma plataforma capaz de conectar pessoas a pessoas, criando novas formas de interação (reaction, filtros, stories), como se lançou como uma plataforma capaz de conectar pessoas a negócios (por meio do contato próximo com as marcas através das Páginas, do Messenger e da criação de WorkPlace



e Marketplace) e capaz de conectar pessoas a informações e conteúdo (através do Facebook Watch e do Instant Articles, por exemplo). Ainda, no âmbito da inovação, o Facebook tem aumentando seu portfólio de produtos, lançando instrumentos como Oculus Rift, Market Place e Workplace. Com isso, o Facebook consegue não só atrair mais usuários, como também mantê-los engajados na plataforma.

2. O Facebook oferece a melhor experiência para anunciantes, justamente porque atua precisamente na demanda desses anunciantes. Considerando que a maior parte de sua receita advém dos anúncios, o Facebook se empenha em oferecer a melhor experiência para os anunciantes, a fim de atraí-los e mantê-los na plataforma. Nesse sentido, o Facebook oferece aos anunciantes anúncios mais efetivos, dado que monitorados pela inteligência artificial e pelo DPA; formas inovadoras de anunciar, cada vez mais voltadas para o meio digital: há foco nas funcionalidades mobile, como o Facebook Collection (formato de anúncios para aumentar vendas no mobile, combinando vídeo e imagem) e nos vídeos; e uma imensa base de usuários, com oportunidade de expansão para áreas inexploradas, como a Ásia.

No entanto, essa análise não estaria completa se não fosse feita em tripé, isto é, se não considerasse a experiência proporcionada pelo Facebook ao protagonista de seu modelo de negócios: o próprio Facebook. A pergunta que se deve fazer é: mais do que aos usuários e anunciantes, o que o Facebook consegue oferecer a si mesmo? A resposta é animadora:

1. Destacada força financeira: por oferecer um “produto” cada vez melhor e mais atraente aos usuários e anunciantes e por possuir elevada capacidade de entender as tendências de seu mercado e de se renovar, o Facebook tem obtido resultados (financeiros) extremamente positivos: conta com elevadas margens

brutas e operacionais, baixo endividamento e relevante geração de caixa. Essa importante força financeira confere ao Facebook capacidade de se posicionar competitivamente no mercado, uma vez que lhe garante condições de investir em inovação, reproduzir ferramentas de sucesso em sua plataforma e de comprar eventuais peers.

2. Potencial de “barganha” com usuários e anunciantes: no caso dos usuários, ao proporcioná-los uma experiência única, o Facebook consegue mantê-los dependentes da plataforma de maneira significativa. Abaixo, uma pesquisa da Pew Research Center, de 2016, mostra que, em média, 92% dos usuários de outras redes sociais (Twitter, Pinterest, LinkedIn) usam também o Facebook. Como resultado, o Facebook possui certa “margem” para aumentar suas receitas de anúncios sem comprometer sua base de usuários. No caso do anunciantes, os anúncios mais efetivos mantêm esses participantes dependentes do Facebook e dispostos a, inclusive, pagar mais pela oportunidade de anunciar na plataforma.

3. Capacidade de monetização: ao proporcionar se tornar progressivamente multifuncional, expandindo-se para a área de negócios e informações, o Facebook tem tido a oportunidade de monetizar alguns serviços, dada a dependência cada vez maior dos usuários a esses serviços. Plataformas como o Workplace, com foco na organização empresarial por meio de um feed similar ao do Facebook, o Marketplace, que ajuda a gerenciar a compra e venda de produtos entre usuários da rede social, e até mesmo o Oculus Rift, embora ainda estejam em etapa recente de desenvolvimento, já detêm elevado potencial de geração de caixa.

Portanto, por oferecer a melhor experiência aos usuários, aos anunciantes e, conseqüentemente, a si mesmo, o Facebook se destaca como a melhor empresa do setor.

A nova onda de privatização



MICHEL CHITMAN

Engenharia de Produção
POLI USP

Os projetos de privatização vêm se tornando um assunto recorrente nas pautas políticas e econômicas do Brasil. Tal assunto ganha visibilidade em razão do panorama econômico no qual o país se encontra: um forte desequilíbrio nas contas públicas.

O presidente da República, Michel Temer, e sua equipe econômica traçam de maneira clara e incisiva um conjunto de projetos que tem por finalidade a renovação da atividade econômica do país, de modo que seja atenuado o rombo nos cofres públicos. A privatização entra como elemento basilar nesse processo.

Para além das questões atuais, é necessário, antes de tudo, estudar o vasto histórico brasileiro a respeito desse assunto. Sendo assim, torna-se essencial transpor a ótica para a década de 1990.

O Brasil, nesse período, foi alvo de um grande projeto de privatização, traçado sobre a linha ideológica e econômica do neoliberalismo. As motivações para a concretização de tal projeto dialogavam com a realidade econômica e política da época, em que se observava um evidente triunfo dos países ditos desenvolvidos, norteados pelas práticas liberais. Afundado em uma crise econômica, o Brasil apoiou-se na perspectiva de crescimento que fora alimentada por esses países.

Posto isso, Fernando Henrique Cardoso (FHC) decidiu acelerar, entre 1995 e 2002, o processo de privatização que se desenhava desde 1990 com Fernando Collor de Mello. Nesse período, foi registrado uma significativa melhora no desempenho da maioria das antigas estatais, caracterizada principalmente pela melhora do lucro líquido em 78% casos. Houve também crescimento do fluxo de investimento estrangeiro. Assim, é possível concluir que a diminuição da ociosidade das empresas de setores estratégicos para a economia ocorreu devido à privatização.

Ademais, setores muito importantes da economia como o elétrico, financeiro e de telecomunicações, além de concessões nas áreas de transportes, rodovias, saneamento e portos, foram total ou parcialmente transferidos para o setor privado. Com a realização dessas privatizações foi arrecadado um total de 95 bilhões até 2005, que corrigido para valores de 2013, equivalem a 143 bilhões de dólares, o que ajudou na aceleração da economia.

As discussões que tem por objeto privatização e temas circunscritos, apesar de recorrentes na história do país, ainda são marcadas por relativa incerteza e desinformação. O fato é que pouco se sabe sobre o tema, pelo menos fora do universo acadêmico. É necessário, antes de tudo, compreender as motivações e os modos pelo quais esse processo

pode ser estruturado.

A privatização ou desestatização consiste na venda de uma empresa estatal para a iniciativa privada, cuja principal característica é a obtenção de lucro. Esse processo pode ocorrer, principalmente, de 3 maneiras: por meio de concessões, que são contratos concedidos pelo governo e que dão o direito de exploração de algum serviço por um período de tempo pré-estabelecido no contrato; via compra parcial; ou pela compra total de uma empresa.

A maioria das empresas brasileiras foram privatizadas via compra parcial. A Petrobras se enquadra nesse caso, seu controle é mantido pelo governo, dono da maioria das ações ordinárias. Outro exemplo é a Embraer, controlada pelo Estado através de Golden Shares – o controle da empresa é direcionado ao titular dessas ações, mesmo que não seja majoritário.

Há quem enxergue a privatização como solução para a má administração das empresas estatais. Para esses, a administração pública e centralizada se torna falha dada a falta de competição, estímulo à atualização e melhorias na prestação de serviços.

Por outro lado, os defensores da estatização defendem que empresas privadas não têm como objetivo levar serviços e melhorias para toda a sociedade, mas a busca incessante

por lucro. O reflexo imediato seria o contraditório processo de terceirização que resulta maior desemprego e menor renda salarial. Entretanto, as empresas privadas procuram aumentar seu Market Share para obter maior lucro, o que as faz buscar melhorias em seus serviços, aumentando seu público no longo prazo.

O senso comum a respeito das privatizações diz que esse movimento é característico de governos de direita, com ideais liberais. Porém, na história recente do Brasil, mais precisamente entre 2003 e 2010, o então presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva (Partido dos Trabalhadores – PT), considerado de “esquerda”, deu continuidade ao projeto de privatizações de FHC, adotando o modelo de concessões.

Esse fato expressa a complexidade do tema, pois mesmo um governo dito de esquerda se rendeu a venda de estatais para o capital privado, arrecadando o equivalente a 16 bilhões de reais na época.

Transposta à ótica para os dias atuais, percebe-se que os movimentos favoráveis à privatização continuam a desabrochar no Brasil. No dia 23 de agosto de 2017, Temer e sua equipe divulgaram um pacote com 57 projetos de privatização, com o objetivo de estimular a economia e melhorar o caixa da união. Dentre esses projetos, encontram-se 14 aeroportos, linhas de transmissão de energia e empresas públicas, como a Casa da Moeda e a Eletrobrás. Os esforços, porém, vão muito além de só pensar e divulgar o pacote. Temer precisa agir para conseguir apoio e aprovar esses projetos bem como encontrar investidores.

Casos como o da Eletrobrás e da Embraer mostram que o mercado enxerga essas privatizações com bons olhos. Após a divulgação da informação que o governo gostaria de diluir sua participação na empresa de energia, a ação saltou 49,2%, enquanto a Embraer teve as ações valorizadas em 22% com a notícia de interesse da Boeing em comprá

-la. No começo de 2018, o presidente mostrou empenho em relação a esses planos ao assinar um projeto de lei sobre a privatização da Eletrobrás.

Mesmo com a clara satisfação e otimismo de parcela do mercado a respeito das privatizações, ainda há quem acredite que esse pacote é uma peça de marketing, uma vez que ele se coloca como uma manifestação de vontade e não apresente informações claras e detalhadas do processo.

A privatização ainda permeará o cenário político e econômico brasileiro por muito tempo, e por diferentes motivações. Esse tema é polêmico por haver argumentos prós e contra apaixonados. Ao longo da análise da história brasileira, no entanto, as empresas privadas mostram uma obtenção de lucro e eficiência operacional superior das que estão nas mãos do Estado.



Eleições 2018: com o futuro incerto, vale a pena olhar o retrovisor?



GUILHERME ROSITO

Economia
FGV

No ano de 2018 o Brasil realizará sua 8ª eleição desde a redemocratização. Muito se passou no país desde 1989, a primeira eleição, melhoras na situação econômica, avanços sociais, duas Copas do Mundo vencidas, uma grande recessão e dois impeachments. No entanto, é muito difícil olhar para o cenário deste ano e não o comparar justamente àquele de 29 anos atrás.

As semelhanças se dão, principalmente, no quão aberta esta eleição se encontra no momento. Diversos grandes nomes da política nacional já lançaram suas pré-candidaturas, bem como outros personagens importantes cotados para saírem candidatos. Além do elevado número de candidatos, como em 1989 que contou com vinte e dois candidatos, o atual líder das pesquisas eleitorais, o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva, corre o risco de ser impedido de concorrer caso seja condenado em segunda instância no dia 24 de Janeiro.

Não obstante o elevado número de candidatos, há também um outro fator nas eleições desse ano: o descrédito da população na política convencional. Após o ano de 2014, diversos esquemas de corrupção foram descobertos e têm sido investigados no país, em especial a operação Lava Jato, que começou em 2014 e atingiu figuras importantes como o ex-presidente Lula e o senador Aécio Neves. Além da desconfiança da população com estes po-

líticos tradicionais, o impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff e a crise econômica pela qual o país passou nestes últimos três anos também contribuem para um grande clima de instabilidade econômica.

A grande consequência desse cenário é a abertura para o sucesso de um candidato anti-establishment, como era apontado o prefeito de São Paulo. João Doria, que gozava de alta popularidade no começo do ano e viajou o Brasil tentando legitimar-se como presidenciável, viu sua impopularidade subir e parece ter freado suas ambições. Também tentando lançar-se como antissistema, o deputado federal Jair Bolsonaro apresenta-se como uma alternativa conservadora. Apostando na guinada de extrema direita recente na população, que ajudou a eleger, em 2014, o congresso mais conservador desde 1964, utiliza-se de um discurso moralista e anticorrupção. O grande objetivo de Bolsonaro é espelhar-se no sucesso de Donald Trump, com o qual compartilha uma coleção de discursos polêmicos.

A candidatura de Jair Bolsonaro, em um paralelo com 1989, pode ser comparada a de Enéas Carneiro, ambos candidatos por partidos pequenos, contando com apoio de seguidores e antagonizando justamente Lula. O cenário lembra tanto 1989 que até o ex-presidente Fernando Collor, eleito em 1989, anunciou sua pré-candidatura. Continuando a traçar paralelos com outras eleições,

um outro candidato tenta repetir um caso de sucesso: Henrique Meirelles.

Meirelles, filiado ao PSD, apareceu em propaganda nacional recentemente com uma posição de centro, disposto a unificar o país e inspirar confiança ao mercado. Esse campo do centro também contará com outro “peso-pesado”: o governador de São Paulo, Geraldo Alckmin, que munido de uma forte equipe econômica e com relevância nacional por estar em um grande partido, o PSDB, governa o maior estado do país. Alckmin conseguiu manter em dia as contas de São Paulo, despondo como alguém capaz de gerir o país.

Por último, mas não menos importante, há o líder das pesquisas: o ex-presidente Lula. Após deixar a presidência em 2010, o ex-presidente viu sua sucessora sofrer um impeachment, bem como viu as operações Lava Jato e Zelotes passarem a figurá-lo nas listas de suspeitos, chegando a ser condenado em primeira instância na Lava Jato. No dia 24/01, passará por seu julgamento em segunda instância e, se condenado, terá sua candidatura impugnada pela Lei Ficha Limpa. Apesar de sua imagem desgastada por todos os escândalos, Lula ainda é muito forte por ter governado o país durante seu período de maior crescimento e ter amplo apoio popular, além da militância característica de seu governo.



Rampa do Planalto e Congresso ao fundo, Brasília. Foto: Marcelo Scarpis

Lula hoje é capaz de unir a esquerda em torno de si, porém, caso seja proibido de candidatar-se, há dúvidas se outro candidato deste lado do espectro político poderia fazê-lo. Ciro Gomes, ex-governador do Ceará e pré-candidato pelo PTB, ou Manuela D'Ávila, deputada federal e pré-candidata pelo PC do B, não parecem ter essa força com a militância nem o apoio popular do ex-presidente. O mesmo se dá com outros candidatos pelo PT, partido mais atingido pela onda de investigações.

Além da eleição estar muito “difusa”, há um tema que parece central e além da tradicional divisão política entre esquerda e direita: a pauta econômica. Centrada especialmente na Reforma da Previdência, pauta parte do projeto de modernização econômica de Michel Temer, esta tem dividido a população e centrando candidatos em dois lados: reformistas e não reformistas. Atualmente, a previsão é de que esta seja votada em fevereiro, mas não se tem certeza disso. Entretanto, com a melhora econômica recente e as experiências falhas de políticas econômicas mais heterodoxas, há uma boa chance de um candidato reformista ser eleito, especialmente se o ex-presidente Lula não puder concorrer.

Em suma, esse ano há uma promessa de eleições acirradas, com grandes nomes de destaque e visões de país diferentes. Além disso, é notável algumas semelhanças com corridas eleitorais passadas, especialmente a de 1989. Com a pauta econômica tendo ampla relevância, é importante notar o destaque dado para equipes econômicas de candidatos, alguns que já as têm desenhadas. Por fim, deve-se prestar atenção à Reforma da Previdência, que promete ser o principal evento político pré-eleição.

O amargo ajuste fiscal



SÉRGIO RODRIGUES JR

Direito
FGV

Há quase 50 anos, Mick Jagger presenteou o mundo com um clássico. A canção de 1969 intitulada “You can’t always get what you want” é, sem dúvidas, um dos grandes clássicos do rock n’ roll. Para além dos aspectos musicais, a ideia de que nem sempre conseguimos aquilo que queremos é uma lição importante para quase tudo na vida e parece ainda mais fundamental quando se trata de economia e finanças públicas.

A constituinte de 1988 inaugurou um período novo no Brasil. Buscando construir um sólido Estado democrático de Direito que assegurasse uma busca incansável por justiça social, o texto constitucional garantiu um rol de direitos aos cidadãos como acesso à saúde, à educação, à previdência, aos programas sociais, etc. O estabelecimento de um direito para estes implica, necessariamente, em um estabelecimento de um dever para outro – neste caso, para o Estado. E tais deveres, gostemos ou não, geram um custo. Nessa diretriz, faz-se mister destacar três pontos fundamentais: (I) a capacidade de gastos do governo, (II) as consequências de um descontrole de gastos, e (III) a forma que esse gasto é feito.

Não é nenhuma novidade a forma em que o Estado se financia, que é através dos impostos cobrados sobre a população. Quando estes não são suficientes, o governo pode ainda tomar dinheiro emprestado, gerando títulos de dívida pública. Tais títulos são remunerados através do pagamento de juros, aumentando ainda mais os gastos públicos. Assim, quanto maior o gasto público, maior a parcela de imposto e, quando este não é suficiente para arcar com todas as dívidas, maior é a dívida pública.

Há, claro, um trade-off no orçamento: cada real gasto no pagamento de juros da dívida é um real a menos para serviços públicos fundamentais. E em caso de desequilíbrio das contas públicas, o cenário para investimento se torna menos estável. Poucas pessoas estão dispostas a emprestar dinheiro para um mau pagador; o mesmo vale para um país. Um Estado que não mantém suas contas equilibradas representa um investimento com um risco relativamente alto e, portanto, vê-se obrigado a aumentar a taxa de juros para atrair investidores.

É perceptível, portanto, que a capacidade de gasto do Estado é limitada, já que suas fontes de renda não são inesgotáveis. Também é notável que é preciso buscar um equilíbrio nas contas públicas para que a prestação de serviços não seja, no fim, prejudicada com um encarecimento dos juros da dívida. Desta forma, evita-se

uma espiral negativa em que a dívida aumenta e a capacidade de gastos com serviços essenciais diminui.

Para equilibrar as contas, pode-se tanto aumentar a arrecadação, como o atual governo tem feito com reajustes no preço do combustível e programas de privatização, quanto cortar gastos. No caso do Brasil, um dos grandes problemas no corte de gastos é a estrutura das contas públicas: 90% dos gastos públicos são mandatórios, isto é, previstos em lei, e muitos com expressa previsão constitucional. Assim, para alterar tais gastos é preciso alterar as leis, incluindo, muitas vezes, a própria Constituição. E é buscando justamente aliviar suas obrigações que o governo Temer tem tentado realizar reformas.

Dentre as reformas mais impactantes, a da Previdência ganha destaque. A proposta inicial previa uma série de alterações no regime atual, como idade mínima para poder se aposentar, fim da diferença no tempo de contribuição entre homens e mulheres, fim da paridade de reajustes entre servidores públicos ativos e inativos, entre outras propostas. Embora seja alvo de muitas críticas, a proposta inicialmente apresentada fazia algo importantíssimo: estabelecia regras que visavam acabar com distorções de gastos públicos. Isso porque estabelecia regras duras para todos os trabalhadores, mas trazia um impacto nas contas públicas muito maior ao cortar benefícios dos servidores públicos e tentar diminuir as possibilidades de fraudes relativamente comuns, como acontece com a aposentadoria rural.

Atualmente, a proposta tem sido alterada, fazendo concessões em diversos pontos para obter apoio político. O problema é que tais concessões beneficiam justamente aqueles que são menos vulneráveis. Um exemplo disso foi a exclusão de servidores públicos da proposta inicial. Embora isso tenha facilitado a possível aprovação da proposta no Congresso, a alteração ignora um dos principais gastos do governo: a aposentadoria de servidores públicos. Em 2015, por exemplo, tal conta representou 21% da despesa total do governo. Para piorar, ainda em 2015, o gasto com 1 milhão de servidores públicos aposentados equivalia ao gasto com 33 milhões de aposentados pelo INSS. Ou seja, é uma desigualdade gritante que gera distorções de gastos.

É possível perceber, portanto, que mesmo almejando a construção de um Estado de Bem-Estar Social, as contas públicas brasileiras precisam estar equilibradas. A responsabilidade fiscal está acima de discussões ideológicas, sendo um fator essencial para a materialização de direitos estabelecidos pela carta magna brasileira. Talvez, levando o equilíbrio das contas a sério, a tarefa de se construir uma sociedade socialmente mais justa pareça difícil, sendo inevitável a escolha de gastos e a concessão de serviços públicos à população. Tais questões caminham em direção às palavras do cantor britânico, afinal, nem sempre poderemos ter aquilo que queremos. Mas, se tentarmos, às vezes conseguiremos o que precisamos.

Temos ouro para cumprir a regra de ouro?



FABIANA MOREIRA

Economia
FGV

A saga sobre a falta de responsabilidade fiscal do governo brasileiro lançou mais um capítulo. Desta vez, a nossa protagonista é a regra de ouro, ou melhor dizendo, a chance do descumprimento da regra, que já trouxe reviravoltas para esta história, como a pressão negativa sobre a nota de crédito do Brasil. E como antagonista, que quer acabar com a nossa heroína, surgem discussões políticas a fim de criar uma emenda a regra. Deste modo, com este turbulento enredo, cria-se a pergunta: como vai acabar esta história?

Agora, antes de prosseguir com esta fábula, é preciso apresentar as personagens. A regra de ouro foi estabelecida na constituição de 1988, no artigo 167, e afirma que as operações de crédito da União não podem ser maiores que as despesas de capital. Ou seja, o governo não pode emitir dívidas a fim de arcar com as suas despesas correntes. Esta regra, portanto, impede que o governo comprometa orçamentos futuros com os serviços públicos atuais. É importante ressaltar, no entanto, que é permitido financiar com dívidas despesas como investimentos ou a dívida pública.

Desta forma, a regra de ouro atua como uma “âncora fiscal”, uma vez que impede desequilíbrios orçamentários. Na verdade, há mais dois mecanismos em vigor no controle da política fiscal, que juntos à regra de ouro formam a tríade de âncoras fiscais: o teto de gastos e a meta do resultado primário. O teto de gastos afirma que as despesas primárias não podem crescer acima da inflação do ano anterior. Já o resultado primário, que é conseguido a partir da diferença entre as receitas primárias e as despesas primárias, apresenta uma meta de valor que deve ser cumprida.

Embora esta regra de ouro seja importante para a qualidade da política fiscal brasileira, um dos principais motivos que faz com que ela seja respeitada é o fato de seu descumprimento ser considerado um crime de responsabilidade das autoridades, logo, é motivo para abertura de um processo de Impeachment contra o presidente.

Com isso, a proposta orçamentária, elaborada pelo governo, deve respeitar a tríade fiscal ao chegar ao Congresso Nacional. E é neste ponto que começa a nossa narrativa, pois foi graças ao pagamento – devido a empréstimos - antecipado do BNDES de R\$ 50 bilhões ao Tesouro Nacional que permitiu que a regra de ouro fosse cumprida em 2017, uma vez que trouxe fôlego

ao orçamento do governo. Desta vez, em 2018, o governo está contando com um novo pagamento do BNDES, agora de cerca de R\$ 150 bilhões a R\$ 160 bilhões, para apresentar um orçamento que consiga obedecer à regra. No entanto, o governo não terá este auxílio em 2019, pois é reconhecido que o BNDES não terá condições de fazer pagamentos tão elevados que possam trazer fôlego para o orçamento da União - é suposto uma potencial insuficiência superior a R\$ 200 bilhões -, portanto, a chance que a regra de ouro seja cumprida em 2019 é minúscula.

A partir desta possibilidade de descumprimento da regra, era esperado que os gastos fiscais fossem revisados a fim de reduzir os déficits, como por exemplo, por meio a Reforma da Previdência, e com isso, se construir um orçamento equilibrado que consiga respeitar a tríade fiscal. Porém, estamos no Brasil, e a solução encontrada foi tentar suspender a regra. Desta vez, foi por meio a uma Proposta de Emenda Constitucional (PEC) que visa flexibilizar os limites de endividamento de Brasília. Esta PEC está sendo discutida entre o presidente da república, Michel Temer, ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, ministro do Planejamento, Dyogo Oliveira, presidente da câmara de deputados, Rodrigo Maia (DEM-RJ), e o deputado Pedro Paulo (PMDB-RJ), cotado para ser o relator da PEC.

Esta situação, além disso, fez com que a agência de risco Moody's colocasse uma pressão negativa sobre a nota de crédito do Brasil, segundo relatório divulgado na semana do dia 15 de janeiro. Ademais, com a demora na aprovação da Reforma da Previdência, com o objetivo de reequilibrar as contas públicas, a agência S&P rebaixou a nota de crédito soberano do Brasil de “BB” para “BB-”. Estas respostas das agências já eram previstas, pois o mercado não apresenta expectativa positiva com governo, tanto por culpa do caos das contas públicas quanto devido a incerteza em relação as eleições deste ano, apesar de um cenário econômico favorável em 2018 como com notícias que o PIB expandirá 2,5%.

A regra de ouro, em suma, é uma protagonista cuja missão é auxiliar as contas públicas, uma vez que impede que irresponsabilidades de hoje comprometam a renda de amanhã. No entanto, ela não preveniu os consecutivos déficits públicos dos últimos anos, causados – principalmente – por incompetência fiscal dos recentes governantes. Assim, a nossa saga fiscal nada mais é do que a consequência de anos de irresponsabilidades que, finalmente, se concretizaram neste lamentável cenário. É preciso de um novo herói para derrotar este caos fiscal no qual o país se encontra. É preciso de uma Reforma Fiscal. Diferente do que está sendo proposto, que é acabar com a nossa heroína a fim de facilitar que esta conjuntura se perpetue na atual negligência fiscal dos nossos governantes.

MARKETS ST. ENTREVISTA

CASSIANA FERNANDEZ

Economista-chefe do JP Morgan,
em São Paulo



Markets - Para iniciar, gostaríamos que você nos desse uma breve apresentação: por que optou por cursar economia e como decidiu entrar no mercado financeiro? Fique à vontade para comentar sua trajetória acadêmica e início de carreira.

Cassiana - Entrei na FEA em 1995, no início do Plano Real. Eram momentos bastante desafiadores. Logo no segundo ano comecei a estagiar numa consultoria de macroeconomia e me apaixonei. Sai durante um ano para fazer intercâmbio na Espanha, na Universidade Carlos III, estudar um pouco de econometria. Na época, não existia um intercâmbio como existe agora, então fui por conta própria e como eu tenho cidadania espanhola consegui uma bolsa. Depois decidi fazer mestrado na PUC RJ, porque sempre gostei muito de economia brasileira, gosto de história, além de macroeconomia e econometria. No segundo ano eu prestei concurso para o BNDES, onde trabalhei por cinco anos. Em 2006, recebi uma proposta para trabalhar em São Paulo num hedge fund. Eu gostei bastante da experiência, a diferença radical entre setor público, BNDES, e o privado, hedge fund. Em 2011, eu ingressei no JP Morgan e desde então estou aqui. Uma carreira sempre em economia, mas bem diversificada.

Markets - De 2003 a 2006 você foi gerente de planejamento do BNDES. Depois, você foi para

um hedge fund, o Mauá Sekular Investimentos. Como foi essa transição, saindo de um banco governamental e indo para o mercado financeiro, tanto para a sua carreira quanto nas diferenças que você notou?

Cassiana - Sou bastante contra o preconceito em trabalhar no setor público, pois fui muito bem surpreendida com a qualidade técnica do pessoal do BNDES. Eu entrei lá num momento de transição, em 2003, no começo do governo Lula. Houve uma mudança radical de direção interna, foi um período muito complicado. Aprendi muito, principalmente no início de carreira, pois te dá muitas oportunidades, se você quiser aprender e se estiver disposto a trabalhar e correr atrás, ele te dá muita oportunidade. Eu também tive muito sorte, porque sempre trabalhei com pessoas excelentes tecnicamente e eticamente. No BNDES eu passei três meses em Genebra trabalhando com o banco nas rodadas de Doha. Foi um momento muito bom na minha carreira. Mas com o tempo, comecei a me questionar até onde poderia ir, o que eu queria da carreira. Como estava longe da família e dos amigos no Rio, aceitei uma proposta para trabalhar num hedge fund em São Paulo e gostei da experiência. Percebi que o setor privado fazia mais meu perfil. Gosto do ônus e do bônus do mercado privado. Você tem a concorrência, a dinâmica de trabalho, a pressão do dia a dia.

Markets - Em 2018 você completará sete anos no JP Morgan, e quatro como economista chefe do banco. Quais qualidades são fundamentais para desempenhar essa função?

Cassiana - Tem algumas habilidades que vêm naturalmente, de acordo com o perfil de cada um. Quando me pergunta quais as qualidades necessárias e penso naquelas que eu precisei batalhar para conquistar. Uma delas é a questão da exposição, falar em público. Eu sempre tive problemas com isso. Eu lembro na faculdade, até no mestrado, eu era aquela pessoa que tinha muita vergonha de apresentar um projeto na frente da classe. Foi uma algo que tive que trabalhar durante toda minha carreira. No mestrado, ofereceram-me na PUC-RJ a oportunidade de ministrar um curso de economia brasileira para a graduação, uma turma de 50 alunos à noite. Eu passava mal, preparava as aulas com uma semana de antecedência, ficava ensaiando todas as aulas. No banco nós temos uma série de conferências. Toda semana fazemos um call com todos os economistas do banco para acompanhar tudo que está acontecendo. Você precisa saber falar e ser muito concisa. Por exemplo, resuma o cenário do Brasil em 2018 em três minutos. É importante saber priorizar, saber se comunicar. Outra coisa fundamental: equipe. O banco tem a filosofia do trabalho em times. No primeiro dia de trabalho você vai perceber que você não é a mulher

maravilha, você não consegue fazer tudo e ao mesmo tempo. Ao montar o time você gasta tempo de um lado, mas você economiza de outro, porque você sabe exatamente em quem confiar, você sabe o melhor de cada um. Precisa ter curiosidade, principalmente na área de pesquisa. Antecipar as perguntas te dá vantagem. Você precisa gostar do que faz. O tempo que esse trabalho consome – a energia, as viagens, as conversas e as pesquisas – se você não for apaixonado será difícil desenvolver um bom trabalho.

Markets - Quais momentos do contexto macroeconômico brasileiro foram mais desafiadores ao longo de sua carreira?

Cassiana - Dois momentos me vêm a memória. A crise de 2008-2009, a recessão do Brasil. Foi desafiador para todo mundo. Quando você tem crise lá fora, o real se desvaloriza bastante. E qual era a dúvida: o que vai acontecer com a inflação e qual será a função de reação do banco central. O consenso do mercado é que o banco central subiria a taxa de juros, porque sempre acontecia isso. Naquele caso foi diferente, porque havia um ajuste muito grande de balanço de pagamentos. O Brasil tinha reservas internacionais. Não estava no momento das crises anteriores, quando o governo recorria ao FMI para conseguir pagar o serviço da dívida. Houve um aumento da curva de juros do mercado. A contração interna por causa da crise foi muito mais forte do que a desvalorização do câmbio e o Banco Central começou a cortar juros de uma forma bastante agressiva. Outro momento desafiador para mim foi a questão do impeachment. Foi muito difícil analisar o impacto disso nas variáveis econômicas, sem julgamento. É muito difícil não colocar sua opinião pessoal. Outra dificuldade foi tentar entender qual seria a reação do mercado. Os riscos eram muito grandes. Uma hora a gente deixou de ser economista e passou a ser analista político. Passava-se muito tempo acompanhando noticiário, traduzindo e tentando explicar essas informações aos clientes.

Markets - O IPCA fechou 2017

em 2,95%, abaixo do piso da meta. A que você atribui esse comportamento e quais as consequências da desinflação desses últimos anos para o processo inflacionário do Brasil?

Cassiana - Foi uma surpresa para nós, pois esperávamos uma inflação mais alta. Pela primeira vez na história, o regime de metas de inflação, houve o descumprimento da banda de tolerância para baixo. O que acontece. Você teve um choque de alimentação muito grande, um recorde de safra agrícola. Além disso, tivemos dois anos de recessão histórica que levaram a queda da demanda, sem mudanças na oferta. A pressão sobre os preços caiu. Houve uma desaceleração dos preços que dependem da demanda agregada, como serviços e bens duráveis. O câmbio ficou praticamente parado, não tendo pressão externa passando para outros preços. Outro fator foi a credibilidade da política econômica. Você tem um governo comprometido com o ajuste fiscal e um Banco Central que segurou expectativas de inflação bastante baixas. A conjunção desses fatores explica essa inflação mais baixa.

O impacto de curto prazo que essa inflação mais baixa tem é a questão da inércia. O Brasil tem uma propensão a choques inflacionários mais persistentes em relação a outros lugares do mundo. Como temos um histórico de inflação alta, ainda há muitos mecanismos de indexação de preços presentes na economia. Um deles: salário mínimo, ajustado anualmente a inflação passada mais PIB de dois anos atrás. Nos últimos dois anos, o PIB foi negativo. Existe uma correlação grande entre salário mínimo e preço de serviços. Outros itens dentro do IPCA que sabemos que é indexado: aluguel, algumas tarifas de serviços administrados. Essa inflação mais baixa gera inflação mais baixa para frente.

Markets - Mudando um pouco de assunto, foi aprovada nos EUA a reforma tributária proposta pelo Partido Republicano foi, o que deve impulsionar a economia norte-americana. Isso gerou expectativas de mercado.

Pode haver uma fuga massiva de capital dos países emergentes? Como o Brasil se encaixa nesse cenário?

Cassiana - A reforma tributária dos EUA é bastante positiva para o crescimento da economia norte-americana e, principalmente, para os lucros nos EUA. Um possível impacto é a repatriação. Agora, os EUA estão com uma política de incentivos fiscais para repatriar os lucros das multinacionais para o país. Qual seria o impacto para o Brasil? É indireto de dois lados: se o impacto da reforma tributária de lá for maior que o estimado pelos economistas em relação ao crescimento e a demanda interna dos EUA, isso fará com que o FED reaja. Se houver uma política fiscal mais frouxa, o FED tem que segurar com política monetária para controlar a inflação. Até o momento não há sinal preocupante de inflação nos EUA. Nós, dentro do JP Morgan, esperamos que o Banco Central americano suba a taxa de juros até mais do que está precificado pelo mercado. Esperamos quatro aumentos de 0,25% do Fed Fund Rate este ano e isso pode fazer com que haja uma realocação de capital, também estimulada pela queda dos juros aqui, fortalecendo o dólar e desvalorizando o real, que também influenciaria a inflação no Brasil. Acredito que esse cenário ainda não acontece, porque não se trata apenas de EUA. É preciso olhar a cesta de comércio do Brasil. Também temos influência da Europa. Lá temos o Banco Central Europeu ainda bastante tranquilo, a economia lá também está mais forte. Japão e outros países também influenciam. Claro que tudo isso está no nosso radar, mas acredito que seja para o segundo semestre, não para curto prazo até mesmo pela questão da repatriação: sai dinheiro de outros países que receberam investimento dos EUA e isso fortalece o dólar. Isso não está acontecendo: está mais fraco que o previsto pelos economistas após a aprovação da reforma fiscal nos EUA em dezembro de 2017. Essa valorização do dólar em relação ao euro ainda não aconteceu, mas é um risco que teremos. O que não falta nas análises de 2018 é risco.

Markets - No início de 2018, o IBOVESPA atingiu várias altas históricas a despeito do rebaixamento da nota de risco pela S&P e da incerteza política em 2018. Isso demonstra que a instabilidade política e grau especulativo de nossa economia já estavam precificados pelo mercado ou podemos crer que se trata de uma recuperação estruturada por conta da reorganização fiscal proposta pelo governo Temer?

Cassiana - Não fosse a instabilidade e incerteza política que temos de percepção para 2018, o Ibovespa já teria ultrapassado os 90 mil pontos. Estamos em um momento que o ciclo econômico ajuda muito no Brasil, não apenas pelo crescimento global. Estamos revisando significativamente nossas projeções de crescimento para o resto do mundo, e isso acaba tendo impacto no Brasil via exportações. Na segunda semana de janeiro soltamos uma nota revisando nossa projeção de PIB de 2,8% para 3% no Brasil. É um crescimento que nas nossas contas é acima do potencial, já que estamos saindo de uma recessão. Assim é possível crescer acima do potencial sem pressão inflacionária e também por isso o BACEN continua cortando juros e estamos no recorde de low histórico da taxa SELIC. Isso ajuda bastante as empresas, não só na parte financeira - as empresas têm suas dívidas a juros menor - mas também a voltar a crescer. Isso explica uma parte significativa do bom desempenho da bolsa.

Com relação ao rating em BB- da S&P a questão é outra. Uma coisa é o lado cíclico da economia: a recuperação cíclica que estamos vendo. Outra coisa são os problemas estruturais. O ponto do S&P é: olhando a longo prazo qual é a situação da dívida do Brasil?

O Brasil vai conseguir honrar seus compromissos ou não? A resposta é simples: sem reforma da previdência, a trajetória da dívida vai explodir. O mercado, contudo, aposta que em algum momento a reforma terá que ser feita, seja ela qual for e por qual governo.

O fato de o índice ter reagido pouco à notícia do rebaixamento de BB para BB- no dia indica que não é uma mudança significativa. Já havia sido noticiado que se não houvesse reforma da previdência rápido haveria o downgrade. A reorganização fiscal promete muito. A grande reforma fiscal feita pelo governo Temer foi o teto de gastos: não se pode crescer gastos mais que a inflação do ano anterior. Entretanto, aproximadamente metade dos gastos públicos são com previdência. Isso é insustentável economicamente. A máquina pública não conseguiria funcionar. O que o mercado coloca é o seguinte: se não houver reforma, lei de teto dos gastos precisará ser alterada. Deste modo, a dinâmica da dívida seria diferente, assim como o prêmio de risco.

Markets - Quanto você acredita que o Brasil é vulnerável a pressões econômicas externas, que de certa forma também contribuíram para a crise aqui?

Cassiana - O Brasil não é uma ilha. Ainda é uma economia muito fechada, com exportações representando 13 a 14% do PIB, mas sem dúvidas é afetado pelo cenário internacional. Há um canal direto, o comércio (importações e exportações); e um canal indireto, o financeiro. Se houver uma crise global ou uma crise nos EUA muitas empresas irão sofrer. Nesse caso, o Federal Reserve poderia subir agressivamente os juros. Isso drenaria capital, o dólar se fortaleceria, o real se desvalorizaria e você teria um problema de inflação e de confiança no Brasil. Ainda existe esse risco, mas é importante deixar claro que é muito menor do que foi no passado, pois fizemos um ajuste de balanço de pagamentos muito significativo. O Brasil sai de déficit de transações correntes acima de 4% do PIB em 2014 cerca de 0,5% do PIB em 2017, mesmo depois dessa crise. Isso é um número muito menor que o fluxo de investimento direto que o Brasil recebe. O Brasil ainda tem um estoque de reservas internacionais que ajuda a amortizar os efeitos da crise. Enfim, o Brasil não é uma ilha e será afetado por crises externas. Se deixar as contas em ordem com reformas estrutu-

rais, tanto do lado fiscal quanto em relação à produtividade, é possível estar melhor preparado para enfrentar crises internacionais.

O Brasil nunca perde a oportunidade de perder oportunidades, já dizia o diplomata Roberto Campos. No governo Dilma esta afirmação foi verdade. No momento, com um cenário externo favorável (crescimento da atividade global e desaceleração apenas gradual da liquidez) somados a expressivos sinais de retomada do crescimento, o Brasil pode decolar, de novo, se o fiscal permitir. Além da reforma da Previdência, quais medidas precisam sair do papel para que nossa economia avance.

A agenda de produtividade do Ministério da Fazenda é ampla, existe muita coisa a ser feita. Mas temos uma grande condição para isso acontecer, que é a eleição de 2018. Grande parte do que este governo pode fazer depende do Congresso e ambos vão passar por um processo eleitoral geral em outubro. Então, o tempo está curto para fazer muitas reformas. Olhando do ponto de vista de eficiência da economia, a agenda de privatizações que o governo vem tentando levantar é uma reforma muito importante que aumenta a eficiência. Além dela, tem-se também uma iniciativa para melhorar as regulações, através da lei das falências e da recuperação judicial, que são outras reformas que não dependem tanto do Congresso, não tem tanta resistência por parte da população. São medidas que vão ajudar a produtividade. Mas a minha visão é que a reforma da previdência vai ser muito difícil de ser aprovada esse ano, exatamente por causa da eleição. Depende de um debate, não só do Congresso, mas de uma comunicação com a sociedade, deve-se explicar que não é uma questão de tirar o direito de ninguém, mas de tirar os privilégios de alguns, é uma questão de sustentabilidade.

Markets - Por recomendação dos bancos de investimento, muitas empresas decidiram antecipar a abertura de capital. Assim como 2017, há a perspectiva de um primeiro semestre com um nú-

mero considerável de IPOs. Esse movimento precipitado pode revelar falhas e terminar com empresas não sólidas suficientes para encarar as exigências e desafios do mercado de capitais?

Cassiana - Não. Acho que é um movimento natural, dada toda a incerteza do nosso processo eleitoral, principalmente deste ano, que não sabemos sequer quem vão ser os candidatos e qual é a linha de pensamento de cada um deles. Então, é natural uma tendência das empresas de antecipar a abertura de capital e eu penso que isso é um movimento saudável. A empresa que fez a sua lição de casa, que está há 20 anos no mercado, se estruturou e vai colocar em operação não deve ser impedida por uma pesquisa eleitoral. Antecipar é uma atitude muito racional. Outro ponto importante é a janela de liquidez internacional. Estamos em um momento ótimo da economia, revisando o crescimento do mundo para cima com inflação ainda muito tranquila. Se esse movimento de fato se solidificar, em breve haverá pressão inflacionária. Por enquanto, há demanda e oferta e o mercado está estruturado.

Markets - Costuma-se dizer que o Brasil tem muitas empresas estatais e que o Estado é bastante interventor na economia

brasileira. Você acha que o Brasil tem esse apego a estatais? É uma coisa cultural?

Cassiana - Na eleição de 2006, esse tema ficou muito em voga. Tinha-se um reconhecimento de que a privatização era um tema impopular. Apesar de todos os benefícios que a população tem hoje com o processo de privatização, principalmente de telecomunicações, ainda existe a imagem de que privatização seja ruim. Eu acho que é uma questão de comunicação, de educação – explicar para a sociedade quais são os benefícios e os custos – mas também é uma questão de transparência no negócio. Deixar para privatizar só quando precisa do dinheiro para pagar dívidas não é um bom negócio. Além disso, o marco regulatório deve estar muito firme e confiável para fazer as privatizações porque os incentivos que o setor privado tem para alguns investimentos não são os mesmos do setor público. Eu sou a favor de privatizações, mas não a qualquer preço. Deve ter um marco regulatório que garanta que uma empresa privada que terá um monopólio natural dado pelo estado gerará benefícios para a sociedade.

Markets - Você é uma grande referência para muitos alunos das faculdades de economia, principalmente, para as mulheres

que se espelham em pessoas com grandes carreiras. Quais conselhos você daria a essas pessoas que sonham ter uma carreira tão bem-sucedida?

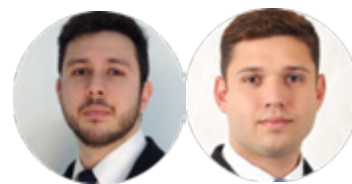
Cassiana - Em primeiro lugar, você tem que gostar daquilo que faz e construir um ambiente que você possa gostar. Você deve lutar por isso. Não é só uma questão de não gostar e não fazer. Tem que insistir e ter curiosidade. Ao mesmo tempo que você deve ter paixão por aquilo que faz, também tem que separar julgamento pessoal da análise. É fundamental ter um instrumental, estudar macroeconomia, econometria, modelos e análises econômicos. Mas deve-se ter consciência que, no mundo real, os modelos nem sempre funcionam, o timing é diferente. Você deve confiar na sua intuição. Ter uma base histórica e aprender com as experiências passadas. Você deve entender os seus limites pessoais, o que está disposto a sacrificar pela sua carreira. Você deve se conhecer.

Entrevista realizada em 16.01.2018, no JP Morgan em São Paulo

Na ordem: Marcelo Figueiredo, Marcella Cassemiro, Cassiana Fernandez, Toshiro Tokuyoshi e Fabio Bassan



TER DÍVIDA É RUIM? NEM SEMPRE



O que são empresas – Uma empresa é uma entidade formada por pessoas, que trabalham de forma ordenada para trazer produtos e serviços ao mercado e satisfazer necessidades de seus clientes. Olhando por outra perspectiva, podemos dizer que uma empresa é uma entidade que capta dinheiro através de dívida (debt) e da emissão de ações para os seus sócios (equity). Esse capital adquirido é então usado para comprar ativos, pagar salários e rodar uma operação, de forma a levar os tais produtos e serviços aos seus clientes.

Tudo é baseado em incentivos – Um dos princípios mais básicos da economia é que as pessoas respondem a incentivos e, nas empresas, isso não é diferente, dado que todos os envolvidos (trabalhadores, gestores, clientes, investidores, etc) são pessoas. Então, o que faz com que um investidor se sinta estimulado a investir dinheiro em uma empresa? Retorno! As pessoas querem ter retorno sobre o capital investido, de forma que sua riqueza aumente com o tempo. Os credores (fornecedores de dívida) querem receber juros pelo empréstimo concedido, e obtém seu retorno daí. Já os investidores em ações, ou acionistas, querem remunerar o capital investido através da participação no lucro ao qual tem direito os sócios – importante notar que esse texto analisa a tomada de dívida do ponto de vista do acionis-

ta; ela seria um pouco diferente se analisássemos do ponto de vista da empresa em si.

Mais dívida pode ser bom – Aí você se pergunta: “Então porquê uma empresa não capta dinheiro apenas de acionistas? Assim ela não precisa pagar juros na dívida. Não seria mais inteligente?” Ótimas perguntas, mas a resposta não é tão intuitiva assim. Vamos precisar de um pouco de contabilidade e matemática. Primeiro, precisamos apresentar uma medida chamada ROE (*Return On Equity*). Como o próprio nome diz, é uma medida de retorno ao investimento do acionista. Ele é calculado como a seguir:

$$\text{ROE} = \text{Lucro líquido} / \text{Equity}$$

Sendo que o Lucro Líquido é o lucro que a empresa gerou no período e equity é o valor total investido pelos acionistas na empresa. Agora, vamos imaginar duas situações:

- 1) A empresa possui R\$1.000 de capital, 100% de ações;
- 2) A empresa possui R\$1.000 de capital, sendo R\$700 de ações e R\$300 de dívida, com juros de 10%a.a.

Em ambos os casos a alíquota de IR/CSLL é de 34%.

Calculando o lucro líquido e o ROE, o que temos é o seguinte:

DRE	100% Equity	70% Equity 30% Dívida
...		
(=) Lucro Operacional	200	200
(-) Despesa Financeira (juros)	0	(30)
(=) Lucro antes de IR/CSLL	200	170
(-) IR/CSLL	(68)	(58)
(=) Lucro Líquido	132	112
Dívida	0	300
Equity	1.000	700
ROE	13,20%	16,03%

Viu só? **Aumentar a dívida aumentou o retorno do acionista!** Não é incrível? Mas claro, não dá pra aumentar o endividamento para sempre.

Se tem mais risco, quero mais retorno – Se uma empresa aumenta o endividamento, ela está assumindo uma obrigação futura de pagar essa dívida (principal) e pagar os juros que foram combinados. Dado que é uma obrigação, a empresa não tem escolha, ela vai ter que pagar! Dessa forma, ao aumentar a dívida, a obrigação aumenta e os juros que serão cobrados a cada nova rodada tendem a aumentar, pois o risco de a empresa não conseguir pagar aumenta. Em algum momento, os juros ficam altos demais e o retorno dos acionistas passa a cair. Uma empresa, deve então, tentar achar um bom equilíbrio entre dívida e ações, para que seja possível pagar seus credores e maximizar o retorno de seus acionistas. As finanças corporativas são fascinantes!

BTM

Beat The Market Co.

Escola de negócios e Mercado Financeiro

CONHEÇA NOSSOS CURSOS!

www.btmco.com.br



Mercado Financeiro



Excel Completo



Capital Mezanino: hibridismo entre equity e dívida



ANTONIO PENIDO

Administração
FGV

Em momentos em que a taxa de juros básica da economia brasileira está em um de seus níveis mais baixos, os investimentos em renda variável ganham mais atenção. Dentro dos diversos tipos de investimento em renda variável, os fundos de Private Equity são um dos mais arrojados, uma vez que investem em empresas de capital fechado, não tem liquidez, oferecendo, assim, maiores chances de perdas. Entretanto, devido a assunção de um risco deste nível, as expectativas de rentabilidade são maiores em relação a investimentos de renda fixa ou outros tipos fundos. Dessa forma, ao se alinhar a expectativa de um risco menor dos investimentos oriundos da renda fixa e o desempenho de fundos de renda variável (no caso, os de Private Equity) surge o capital mezanino.

Esse tipo de capital é um híbrido entre dívida e participação, de forma que o credor ganha direito de converter o empréstimo que realizou em participação acionária na empresa. A operação, em alguns casos, ocorre com menos diligências que o convencional pela parte do credor, e com pouca ou nenhuma garantia pela parte do acionista da empresa que tomou o capital. Neste mecanismo são utilizados instrumentos de renda fixa e variável, como debêntures conversíveis, que podem possibilitar diferentes modelos de garantias e possuem taxas mais atrativas aos investidores. Muito comuns nos Estados Unidos, capitalizando projetos de empresas previamente selecionadas, esses fundos são poucos no Brasil. Nesses casos, o capital comprometido ainda é considerado baixo, tendo destaque para o Neo Investimentos, devido ao fato de ser gerido em parceria com o Banco Itaú. Tal banco tem atuação no middle market do país e encontrou no fundo mezanino uma maneira

de suprir a carência de capital de longo prazo para esse nicho de mercado, que geralmente captava via BNDES.

O financiamento mezanino tem como seus prós para seus credores, que podem ganhar o direito de participação em uma empresa ou warrants para aquisição de ações em uma data posterior. Isso pode aumentar significativamente a taxa de retorno de um investidor. Além disso, os provedores de financiamento mezanino recebem pagamentos de juros contratuais obrigatórios mensalmente, trimestralmente ou anualmente. Já para os devedores, a dívida em molde de mezanino é preferível, pois os juros são dedutíveis. Além disso, financiamento mezanino é mais gerenciável do que outras estruturas de dívida. Se um devedor não pode fazer um pagamento de juros programado, alguns ou todos os juros podem ser diferidos. Esta opção normalmente não está disponível para outros tipos de dívida. Além disso, as empresas em rápida expansão crescem em valor e podem reestruturar o financiamento mezanino em um empréstimo sênior com uma taxa de juros mais baixa, poupando em custos de juros a longo prazo.

Portanto, por mais que seja um pouco desconhecido, a estrutura de mezanino pode ser interessante quando utilizada através de um Fundo de Investimento em Participações (FIP). Tanto para o financiador, que tem possibilidade de ganhos acima de quaisquer indicadores de mercado e de tornar-se sócio da companhia, como para quem capta o financiamento, que tem certa flexibilidade para o pagamento das parcelas e dos juros.

MARKETS ST.