# MARKETS ST.

EDIÇÃO Nº17 | JULHO 2017

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

## O QUE ESTÁ POR VIR?

ENTREVISTA COM ANTONIO BONCHRISTIANO

O BRASIL FRENTE À IMIGRAÇÃO

O FUTURO DO MERCOSUL

TERCEIRIZAÇÃO: UMA REFORMA NECESSÁRIA

MUDANÇA NO MERCADO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

# Realização

Liga de Mercado Financeiro FEA-USP

Consultoria Júnior de Economia FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

InFinance CÉLULA DE FINANÇAS | INSPER

POLI FINANCE

# Equipe

Marcella Cassemiro
Contabilidade - FEA USP

Leonardo Proença
Economia - FEA USP

Gabriel Teodoro
Engenharia Elétrica -POLI USP

Gabriel Vieira
Economia - FGV

Giovanna Pergher
Administração - Insper

# Índice

EDITORIAL 4
ABERTURA DA AVIAÇÃO PARA O MERCADO EXTERNO 5
O BRASIL FRENTE À IMIGRAÇÃO 6
INVESTIMENTOS PASSIVOS: A ERA DOS GRANDES GESTORES ESTÁ CHEGANDO AO FIM? 8
ENTREVISTA COM ANTONIO BONCHRISTIANO 9
IMPLICAÇÕES ECONÔMICAS DA FALTA DE IGUALDADE DE GÊNERO NO MERCADO 12
O FUTURO DO MERCOSUL 13
DESMISTIFICANDO A B3 14
EXPECTATIVAS 15
TERCEIRIZAÇÃO: UMA REFORMA NECESSÁRIA 16
SERIA O MOMENTO DE INVESTIR NO MERCADO IMOBILIÁRIO? 17
A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E O CASO DO BRASIL 18
MUDANÇA NO MERCADO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRO 20
SPREAD ENTRE OS BONDS YIELDS 21
O PODER DE MUDANÇA DO MERCADO FINANCEIRO 22
DESVENDENDO A RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI 23
REVOLUÇÃO INDUSTRIAL E DESEMPREGO 25
ESPECIAL BTM - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: O FANTASMA DO VALUATION 26
PRESSÃO NO ORIENTE MÉDIO E VARIAÇÕES NO PREÇO DO PETRÓLEO 27
CICLO DE CRÉDITO AMERICANO: O QUE O FUTURO NOS AGUARDA? 28



**Edição**

LEONARDO PROENÇA - FEA USP
MARCELLA CASSEMIRO - FEA USP

**Redação**

RODRIGO FALSETTI - POLI USP
JOSÉ ZOBARAN - FEA USP
FERNANDO GOMIDE - INSPER
KARIME NEDER - FGV SP
VANESSA JABOUR - FGV SP
GUSTAVO FERREIRA - POLI USP
RAFAEL CAVALCANTE - FEA USP
GIOVANA PERGHER - INSPER
RODRIGO KAUFFMAN - FGV SP
MATHEUS VILAÇA - POLI USP
BENTO PEREIRA - FEA USP
PEDRO GABRIEL BUENO
VICTOR AVILLA - INSPER
ARTHUR MONTENEGRO - FGV SP
ANTONIO PENIDA - FGV SP
GABRIEL TEODORO - POLI USP
MARCELLA CASSEMIRO - FEA USP
TOSHIRO TOKUYOSHI - FEA USP
ANA PAULA PORTO - INSPER
RUBENS TERRA - BTM
VICTOR NATAL - BTM
JÚLIA SENO - FGV SP
IGOR LODYGENSKY - UDESC

MARKETS ST

# Editorial

Nesta edição da Markets St., os rumos da economia brasileira ainda estão no centro das discussões. A rota que se diz rumar ao crescimento ainda é incerta, o que torna imperioso refletir sobre a eficiência e os desdobramentos das medidas que vem adotadas. Se levarmos em conta as mudanças pelas quais a economia mundial vem passando, no que tange a imigração e o avanço tecnológico, por exemplo, inserimos novas variáveis no jogo econômico, cujas implicações são muitas e as certezas, poucas.

Para ajudar a clarear esse cenário, a entrevista da 18ª Markets St é com Antonio Bonchristiano, CEO da GP Investimentos. A conversa conduzida pela Liga de Mercado Financeiro FEA-USP, POLIFinance e InFinance tocou em assuntos internos e externos ao Brasil, além de mostrar a trajetória profissional de Antonio.

Mais uma vez, agradecemos à Thomsom Reuters pela parceria na impressão da décima sétima edição da Markets ST. Também agradecemos à BTM Co, escola de negócios e mercado financeiro, com a qual iniciamos, na edição anterior, uma parceria que com certeza será aproveitada tanto pela equipe organizadora quanto por nossos leitores. Nesta edição, pela primeira vez, abrimos espaço para outras entidades de mercado financeiro. A primeira delas é o Clube de Finanças ESAG, da Universidade Estadual de Santa Catarina.

Que a leitura seja prazerosa!

EQUIPE MARKETS ST.



# ABERTURA DA AVIAÇÃO PARA O MERCADO EXTERNO

RODRIGO FALSETTI

Engenharia Naval
**POLI USP**

Nos últimos meses, os jornais vêm noticiando a discussão nos Poderes Legislativo e Executivo sobre a MP 714/2016, que trata da possível abertura do mercado da aviação para o capital externo. Em meio a um conflito entre aéreas e outras instituições, é importante notar os diferentes aspectos e as possíveis consequências de cada possibilidade que vem sendo discutida. A medida já havia sido proposta em 2014, sem sucesso. Porém, em um cenário de decrescimento do fluxo de passageiros e agravamento na crise econômica das companhias nacionais, a entrada de investimentos passou a ser vista com bons olhos.

Atualmente, a lei estabelece que a participação estrangeira no capital votante das companhias deve ser de no máximo 20%. Essa posição é defendida por empresas nacionais de capital fechado, como a Avianca. Temendo a maior flexibilidade econômica estrangeira, tais companhias vêm atuando fortemente em Brasília para evitar que a medida seja aprovada. Do outro lado do debate, temos a Gol. Isso se deve ao fato de que a ela é a única do setor com capital aberto. Há, porém, uma chance de que a Azul, que possui pretensões de abertura, junte-se a ela já que uma maior participação estrangeira acarretaria numa maior arrecadação de capital.

Originalmente, a MP tinha como proposta a limitação a 49% do capital externo. Enquanto tramitava na Câmara dos Deputados, criou-se a emenda que propunha a inexistência de limites, ou seja, a participação de até 100% de capital estrangeiro. Ao chegar nas mãos do então presidente interino Michel Temer, atual presidente do Brasil, muito se especulou. O presidente estava certo quanto à aprovação, porém acabou por vetar, temendo críticas por parte do senado, de forma que a regra atual continua valendo (20%).

Outra questão pertinente ao debate é o fato de que algumas das linhas aéreas nacionais já são controladas indiretamente por estrangeiros. Como exemplo é possível citar Latam Brasil e Avianca, que são comandadas por Latam Chile e Avianca Colômbia, respectivamente. Outras companhias, tais como a Gol, têm grande influência estrangeira gerada por acordos com acionistas. Desse modo, vê-se que a abertura geraria um aumento de caixa sem resultar em uma alteração drástica do cenário de governança, levando em consideração a grande influência já exercida por acordos estrangeiros nas maiores companhias aéreas do país.

A abertura da aviação abriria duas opções para o estrangeiro: a aquisição de participação em uma companhia já existente ou a criação de uma nova empresa. Em ambos os cenários, verifica-se-ia uma intensificação na concorrência, o que tende a trazer benefícios para o consumidor. Em um cenário de investimento em companhia já existente, um aumento de caixa gerado na mesma permitiria melhorias das frotas além de flexibilidade com a consequente redução de preço. No caso de uma ampliação dos atuais 20% para 49%, a consequência seria o já mencionado ganho de caixa além do aumento da concorrência. Com maiores margens operacionais, uma aérea teria flexibilidade para reduzir os preços dos tickets e melhorar a qualidade dos serviços. Vendo essa vantagem competitiva, as demais seriam forçadas a também otimizar suas operações. Desse modo, quem se beneficia, mais uma vez, é o passageiro.

O que diferencia a abertura de 49% para 100% são dois pontos importantes. O primeiro, e mais evidente, é a possibilidade da criação de uma nova companhia por estrangeiros. Nesse caso as companhias aéreas também se depararíam com um aumento na fragmentação do mercado, dada a presença de um novo player. O segundo ponto é bastante criticado e envolve o conceito de bilateralidade. Na aviação, todos os acordos ou convenções que envolvem mais de um país geralmente são válidos para ambas as partes. A crítica feita por muitos é, portanto, relativa à possibilidade de unilateralidade que essa medida atribuiria a futuros acordos. Isso significa que outros países poderiam usufruir dessa abertura, sem que haja reciprocidade para o Brasil, por mais que estejam submetidos às normas de Agência Nacional de Aviação Civil.

Até agora foram enumerados somente pontos positivos gerados por essa possível mudança. Então o que impediu que ela fosse aprovada pelo governo? Os principais argumentos das companhias aéreas e senadores que se posicionaram contra envolvem o conceito de protecionismo. Não é recente a dificuldade econômica enfrentada pelo setor de aviação brasileiro. A explicação desse fenômeno não está ligada a uma má administração das companhias, mas sim a um cenário macroeconômico desfavorável e políticas estatais prejudiciais. O Brasil é um dos únicos países do mundo onde, apesar da queda do preço do barril de petróleo, o preço do combustível continua crescendo. Além disso, altos encargos e a volatilidade do dólar contribuem para um agravamento dessa condição.

Com a presente dificuldade, muitos argumentam que a entrada de novos players, sobretudo com melhores condições financeiras, quebraria as empresas já existentes. A questão é que essa entrada não seria imediata. Além disso, as aéreas poderiam receber investimentos externos também. Outro ponto comentado por senadores trata da aviação regional. Muitos acreditam que a entrada de players estrangeiros geraria um desinteresse nesse ramo. Sabe-se, porém, que grandes companhias não concorrem com companhias regionais. Isso porque não têm capital para investir em setores com menor demanda. Portanto, a entrada estrangeira possivelmente traria maior acesso aos voos de menores distância ou, caso contrário, não alteraria a dinâmica de companhias regionais.

# O BRASIL FRENTE À IMIGRAÇÃO

JOSÉ ZOBARAN

Economia
**FEA USP**

Quem lê jornais estrangeiros às vezes tem a impressão de que existem dois mundos diferentes: um coberto pelo New York Times, Der Spiegel e Le Monde e outro no qual escrevem Estadão, Folha e Globo. Postas à parte as questões regionais, as primeiras páginas daqueles tratam de assuntos que, apesar de serem preocupações globais, nunca saem dos cadernos de política externa destes. Os debates de política de identidade versus nacionalismo, por exemplo, não parecem chegar aqui com a mesma força. E mesmo tendo recebido quase o dobro de sírios fugidos do que os Estados Unidos, raramente fala-se na crise dos refugiados como uma questão que envolva o Brasil diretamente, adotando-se, em lugar disso, uma postura de observador passivo e horrorizado.

Não é de hoje que o Brasil recebe refugiados. Às vésperas da Primeira Guerra, essas terras eram um destino popular para europeus pobres fugindo das crises de seus países em busca dos empregos propagandeados por barões do café que, desesperados por mão de obra branca, pintavam uma Eldorado de oportunidades nas lavouras. Contratar os negros recém libertos que, embaixo de sol e chibata, haviam aprendido o ofício e não impunham aos patrões o custo dos transatlânticos era impensável. A eclosão do conflito pouco fez para estancar o fluxo, somando a guerra aos motivos da imigração. É impossível também deixar de perceber o impacto que esses refugiados - vindos por razões parecidas com as que moveram bósnios em 90 e sírios hoje - tiveram no país. Matarazzo, Gerdau, Lemann e Saverin dificilmente são nomes que teriam sido vistos nos trópicos antes das ondas migratórias da virada do século.

O preconceito contra eles é também recorrente. Em 2015, menos de 40% dos haitianos residindo no Brasil estavam empregados. Quase cem anos antes, em 1926, a Folha da Manhã publicava um editorial furioso exigindo a fechada das fronteiras. "Nem sempre", argumentava o jornal, "são postos o devido cuidado e a precisa vigilância na admissão dos imigrantes que, muitas vezes, constituem-se em fatores negativos, desviando-se do fim que os trouxe ao Brasil". E, em março, o deputado Jair Bolsonaro disse que "Não podemos abrir as portas para todo mundo". Mais interessante, porém, foi a afirmação seguinte: "Alguém já viu japonês na rua pedindo esmola? É uma raça que tem vergonha na cara!". Apesar de não se manifestar sobre seus antecedentes italianos, o deputado nos deu uma preciosa janela para sua mente em 2015, quando afirmou que refugiados são " a escória do mundo".

Em ambas as ocasiões demonstra uma curiosa afinidade com o editorial da Folha da Manhã: parece abrir os braços para imigrantes "com propósito" para, em seguida, fechar as portas aos "degenerados".

A semelhança não surpreende. Há, afinal, apenas um argumento contra a imigração, alterado e adaptado conforme os ânimos correntes: o velho discurso de nós contra eles. Ele surge sob, principalmente, duas máscaras. A primeira, social, apresenta o estrangeiro como uma figura irreconciliável com o nativo, que virá contrabandear sua cultura nociva e levar o país inteiro à degeneração moral. Essa apresentação permite a seus portas voz restringir grupo de indesejados sem grande esforço, estabelecendo certos grupos como "dos nossos". Assim, a Folha da Manhã condena todos os imigrantes com o mesmo instrumento que Bolsonaro usa para exaltar a parte japonesa deles. O segundo, econômico, é contra todo e qualquer invasor, já que eles virão roubar preciosos empregos de nacionais trabalhadores.

O primeiro é para seus defensores artigo de fé; não é uma posição embasada em linhas críticas de pensamento, o que faz dele imune a ataques por essas linhas. Não poderia ser diferente, visto que eles, além de óbvios, desmontam inteiramente as bases do argumento. Como dizer que a imigração destruirá o Brasil se países com quase cem vezes mais imigrantes - 93 no caso do Canadá - permanecem à nossa frente em todos os índices de educação, criminalidade e qualquer outro que cairia com a perdição moral da população? Como acusar imigrantes de serem ladrões e vagabundos incuráveis se eles são uma minoria inexpressiva na população prisional de praticamente qualquer país? Só negando a realidade, posição que os adeptos desse credo não hesitam em tomar. O segundo é muito mais pernicioso, por poder ser envernizados por várias justificativas bastante sólidas à primeira vista.

Afinal, trabalhadores estrangeiros, reconhecendo que por causa de preconceitos não serão contratados por certos empregadores, se dispõe a ofertar seu trabalho a um preço menor. Os nacionais, acostumados a um nível salarial mais alto, continuam exigindo os mesmos valores. O empregador, por fim, engole suas crenças e contrata o estrangeiro, maximizando seus lucros. Alternativamente, a simples presença dos imigrantes, por aumentar a oferta de trabalho, reduz o salário de todos os residentes, alguns dos quais perdem seus empregos para os recém-chegados.

Ou assim argumentam os detratores da imigração. Felizmente, economia é uma ciência empírica, o que significa que há economistas dispostos a colher dados para então derivar os motivos. E os dados são claros: se é que a imigração - seja de doutoras ou peões de obra - tem algum efeito sobre salários, ele é positivo. Apesar de parecer contraditório, esse dado é explicado de forma tão simples que surpreende: os imigrantes consomem. Assim, apesar de aumentar a oferta de trabalho, eles aumentam também a demanda por diversos bens, impelindo firmas a produzir, e portanto contratar mais. É em parte por causa desse aumento na demanda por trabalho que, em média, salários e nível de emprego não sofrem com a entrada de novas pessoas no mercado de trabalho. Um importante estudo do tema foi feito por Giovani Peri e Gianmarco Ottaviano em 2012, no qual eles estimaram o impacto da imigração sobre salários nos EUA entre 1990 e 2006 como aproximadamente +0,6%. O mesmo estudo concluiu que imigrantes pagam mais impostos do que nativos, pondo em cheque o argumento europeu de que eles sejam parasitas dos estados de bens estar social.

O erro conceitual por trás da suposição de que imigrantes reduzem os salários e aumentam o desemprego de nacionais é tão conhecido no meio acadêmico que recebeu um apelido. A "falácia da massa de trabalho" é um dos poucos pontos em que há relativo consenso entre economistas.

Se por um lado as duas formas de oposição à imigração aparecem juntas com frequência, elas também acabam produzindo uma imagem curiosa: um imigrante que é um vagabundo e criminoso intratável, mas que ao mesmo tempo se dispõe a trabalhar por salários mais baixos e em condições piores do que o normal. Não é à toa que essa figura é frequentemente comparada ao gato de Schrodinger, que estaria vivo e morto ao mesmo tempo.

Então o que motiva o sentimento anti-imigração em países da Europa e nos EUA? David Card, professor de economia em Berkeley, acredita ter a resposta. Em um estudo publicado em 2011, Card chama atenção para um fator até então relativamente ignorado por economistas nesse tópico: a composição populacional. Card propõe que "preocupações com amenidades composicionais" são de duas a cinco vezes mais importantes do que as econômicas no que se trata de como uma pessoa vê a questão da imigração. Por amenidades composicionais, ele se refere a quão importante é para um nacional que ele se identifique com seus colegas de trabalho, vizinhos e companheiros de sala. Assim, preocupações econômicas seriam apenas a forma como parte da população justifica para si mesma o que é, na verdade, um mal-estar puramente cultural e bastante compreensível. Embora pouco importante para os habitantes de grandes centros urbanos, onde partidos progressistas costumam ter maioria confortável, comunidades locais têm um papel central na vida de parte das populações interioranas de países europeus e dos EUA, de forma que a perda dessa sensação de pertencimento é uma noção insuportável. Mas ainda que preocupações composicionais deem uma motivação "racional" para o anti imigracionismo - isto é, evidencia a troca de salário por conforto que está sendo feita pelos nativos - ela não se aplica a qualquer país. Compreende-se que um americano WASP, em cujo país 14% da população é de imigrantes, sinta-se desconfortável pela presença de estrangeiros "em excesso". Essa afirmação dificilmente pode ser feita para o Brasil, que, além de muito mais miscigenado do que os EUA, mal chega a 0,3% de população não nativa.

Nos últimos tempos, porém, uma nova e potente arma foi adicionada ao arsenal anti-imigração: a defesa da segurança nacional. A popularização de ataques terroristas feitos por "lobos solitários" auto radicalizados fortaleceu aqueles que entre portas abertas e fechadas escolheriam um muro. Pouco lhes importa que a imensa maioria dos atentados seja feita por filhos e netos de imigrantes, ou que sua radicalização se deva à propaganda extremista de grupos que só existem devido ao fracasso dos EUA e seus aliados em re-estabilizar o oriente médio após lançá-lo às chamas da guerra e destruir estados que, se autoritários, ao menos existiam. Organizações como a Al Qaeda, Hezbollah e ISIS não surgiram na Turquia e no Marrocos não porque seus habitantes sejam "menos" muçulmanos, mas sim devido às instituições de controle da força que lá imperam. Países como o Iraque e o Afeganistão, que mal controlam as imediações de suas capitais, não tem como fazer frente a esses grupos. Evidentemente a generosa ajuda externa que xiitas recebem do Irã e sunitas da Arábia Saudita faz pouco para convencê-los a depor as armas. É muita sorte dos opositores da imigração que o petróleo iraniano não tenha dado ao aiatolá o mesmo nível de imunidade que a casa de Saud comprou com o seu. Deve ser reconfortante saber que mesmo que vençam os terroristas da vez, sempre haverá em Teerã um inimigo para assumir o papel do "eles" e avivar a retórica nativista.

Visto que não há razões reais para uma oposição absoluta à imigração, é natural que o discurso xenófobo ande de mãos dadas com o ufanismo. Qualquer político que tenha mais esperteza do que escrúpulos fará as contas em sua cabeça e concluirá que o populismo fanático do "nós contra eles" tem mais poder de convencimento do que velhos acadêmicos em conceituadas escolas. E que forma melhor de apresentar o "nós" do que como defensores da pátria amada, irmãos em armas contra as hordas bárbaras? Vem à mente algo sobre patriotismo e refúgios.

# INVESTIMENTOS PASSIVOS: A ERA DOS GRANDES GESTORES ESTÁ CHEGANDO AO FIM?

FERNANDO GOMIDE

Economia
**Insper**

O conceito de investimento passivo, ou index investing, ganhou força a partir de 1976, nos Estados Unidos, quando o Vanguard Group lançou o primeiro fundo de índice. Desde então, muitos investidores aderiram à prática no mundo todo, particularmente nos últimos anos. Em 2016, nos Estados Unidos, fundos com estratégias passivas atraíram mais de 505 bilhões de dólares, comparados com saídas de capital de 340 bilhões em fundos ativos – sem contar que investidores americanos tiraram dinheiro de fundos ativos por 33 meses consecutivos, de acordo com a Morningstar.

Essa saída de capital se deu principalmente pelo fato de que muitos fundos ativos não conseguiram superar seus respectivos benchmarks nos últimos anos. Porém, antes de entender as implicações das duas formas de investimentos, é preciso compreender o conceito por trás de index investing.

Investimentos passivos tem por objetivo seguir um índice, não o superar, apenas atingi-lo. Como exige menos esforço e possui menos custos de transação, as taxas cobradas por esses fundos são menores (ao redor de 0,6%, levando-se em conta a média dos fundos, de acordo com a Bloomberg Intelligence). Nos Estados Unidos, um dos índices mais usados é o S&P 500, que contém as 500 maiores empresas por valor de mercado. O que a estratégia passiva determina, então, é que o investidor deva replicar esse fundo, de forma que a alocação de capital para cada ativo seja igual à do índice.

Entretanto, há uma série de diferentes benchmarks no mercado. Nos Estados Unidos, por exemplo, há mais benchmarks do que ações com alto valor de mercado (large-cap stocks). Isso faz com que os investidores que optarem pela estratégia passiva não necessariamente tenham retorno igual ao do mercado, mas próximo ao do seu respectivo índice – o qual, por sua vez, pode ser muito diferente do que a média do mercado.

Além disso, gestores de portfólios passivos tomam decisões "ativas", se é que existe alguma decisão "passiva", todos os dias. Alocação de novos capitais, retirada de capitais, rebalanceamento periódico das ações que saíram do índice, seleção de fundos ou ETS, etc. É importante destacar, também, que nem todos os fundos são ponderados por valor de mercado, ou seja, nem todos eles se autorregulam: logo, mais ativo deve ser o gestor.

Um argumento forte em favor da estratégia passiva é que ela exclui a maior parte do risco específico das ações. Esse argumento é válido, mas principalmente em mercados desenvolvidos: o S&P 500 possui apenas 3% de exposição à maior ação do índice e 18% às 10 maiores. O Ibovespa, por outro lado, possui 11% de exposição à maior ação e aproximadamente 50% às 10 maiores. Portanto, os índices de bolsa em mercado muito concentrados, como o do Brasil ou África do Sul, onde a maior ação corresponde à 19% do índice, não parecem ser adequados para uma estratégia totalmente passiva, uma vez que é fortemente influenciado por um grupo pequeno de ações. Em outras palavras, o risco específico não é totalmente eliminado.

Estratégias ativas e passivas são excludentes? A resposta para essa pergunta é não. Qualquer investidor pode dividir seu portfólio em diferentes ativos, a depender da exposição ao risco que queira ter. Além disso, o aumento de estratégias passivas pode ser um bom sinal para investidores ativos. Além de aumentar a liquidez dos ativos, torna o mercado menos eficiente, abrindo espaço para que os investidores qualificados atinjam retornos superiores ao do mercado.

Por fim, o investidor deve olhar para uma gama de fatores antes de adotar uma estratégia de investimentos, como o horizonte de investimento, perfil de risco, mercado de atuação, tipos de ativos, entre outros. Mesmo assim, independentemente disso, deve-se procurar por fundos com profissionais de qualidade, principalmente para estratégias ativas, e não por aqueles que obtiveram um retorno especular no último ano. Fundos que superam o seu benchmark consistentemente ao longo dos anos sempre existirão, tanto no Brasil, como nos Estados Unidos.

# Entrevista com Antonio Bonchristiano

Gabriel Teodoro (POLI-USP), Marcella Cassemiro (FEA-USP), Isabella Fonseca (FEA-USP), Ricardo Von Brusky (Insper), Antonio Bonchristiano, Gustavo Tasso (FEA-USP), Fábio Bassan (FEA-USP)

**Antonio Bonchristiano é formado em Política, Filosofia e Economia pela Universidade de Oxford, na Inglaterra, onde começou sua carreira no mercado financeiro. Desde que retornou ao Brasil, em 1993, atua na GP Investimentos, companhia da qual hoje é CEO. Influenciado por nomes de peso, como Jorge Paulo Lemann e Beto Sicupira, Antonio é fundador e foi CEO do Submarino, faz parte do conselho administrativo de grandes instituições, como Ambev e Fundação Estudar, e teve papel decisivo em grandes negócios, como a aquisição da CEMAR. Nesta entrevista, Antonio usa de sua vasta experiência para comentar sobre os rumos do mercado financeiro no Brasil e no mundo.**

**Como foi a experiência de fazer faculdade fora do país, em Oxford? Quais as principais diferenças em relação ao Brasil e como você ingressou no mercado financeiro?**

Eu estudava no Colégio Santa Cruz quando ganhei uma bolsa para estudar dois anos do ensino médio fora do Brasil. O que me atraiu a ficar no exterior foi que, em Oxford, tinha um curso muito interessante, no qual eu me formei, que era o de Política, Filosofia e Economia, algo muito difícil de se encontrar. E em relação ao sistema de ensino, é totalmente diferente do Brasil, pois ele é muito independente e individual. Lá, a base do ensino é o trabalho com seu tutor, que te passa semanalmente uma lista de leitura de livros e artigos, junto com exercícios e tópicos, mais uma dissertação. Isso foi muito bom para mim, já que sempre gostei muito de ler e não aprendo muito em classe de aula. Havia palestras como suporte. Em pouco tempo, pude adquirir muito conhecimento. E por conta de ter feito faculdade na Europa, acabei me inscrevendo para bancos e empresas de consultoria também europeus. Recebi ofertas de ambos, mas acabei entrando em um banco em Londres, o que foi muito positivo. Londres e Nova York, na época, eram grandes centros financeiros, o que me proporcionou a experiência de trabalhar em um local muito sofisticado e desenvolvido comparado a outros bancos de outros lugares do mundo.

**Como presidente de um dos maiores fundos de Private Equity do Brasil, quais foram os maiores desafios enfrentados nesse percurso?**

Um fator decisivo foi ficar na mesma empresa por 25 anos. Quando voltei para o Brasil, entrei na GP Investimentos logo no seu início e estou aqui até hoje. Apesar de, atualmente, muitos serem a favor de mudanças na carreira, ficar na empresa por 25 anos me deu inúmeras oportunidades, como adquirir o seu controle após trabalhar aqui por 10 anos. Se eu tivesse saído um ano antes, essa oportunidade não teria surgido. Acredito que a sorte também foi importante nessa trajetória. O trabalho de Private Equity é único, a cada dia estão sendo analisadas empresas novas, setores novos, sempre lidando com pessoas diferentes. Há poucos negócios em que existe esse dinamismo, essa ausência de rotina. Por isso, torna-se um trabalho muito interessante e mais fácil e dinâmico de se trabalhar.

**Ao longo da sua trajetória, quais foram as pessoas que mais te inspiraram?**

Acredito que os meus fundadores: o Jorge Paulo Lehman, o Marcel Telles e principalmente o Beto Sicupira, visto que ele estava mais presente no dia a dia aqui na GP. São pessoas excepcionais, com as quais eu aprendi o ponto de vista de negócio, como criar cultura, e o modelo de gestão que a gente faz.

**Como foi a transição do controle da companhia, no momento em que os fundadores deixaram o controle e você se tornou presidente? E como foi o IPO que ocorreu após essa transição?**

O IPO foi muito importante para manter a estratégia da companhia de possuir um capital próprio para realizar as operações. No início, esse capital investido era dos fundadores e quando eles saíram da companhia, o capital a ser investido foi fruto do IPO. Em relação à transição, normalmente é algo muito problemático nas empresas, principalmente em empresas de Private Equity, visto que a maioria são de capital fechado e fundadas por poucas pessoas, que em algum momento, estão mais velhas. No nosso caso, foi um processo muito mais fácil, principalmente por conta dos nossos fundadores, que foram muito generosos. Tinham o objetivo deles de se tornar empresários internacionais e, para poder ter sucesso nessa nova etapa de seus negócios, eles tinham que deixar a GP, que exigia muito esforço e tempo. Foi um processo que demorou 3 anos, ao final do qual o Fersen Lambranho e eu assumimos a gestão da empresa em 2012. Depois compramos o controle e os fundadores continuaram como sócios minoritários.

**Durante a sua trajetória, qual foi o movimento mais difícil da tua carreira? E o que isso te ensinou?**

Acho que o movimento mais difícil da minha carreira foi no final do ciclo de boom do Brasil, entre 2007 e 2008, antes da crise, que acabou não tendo um efeito muito grande no Brasil, mas afetou os mercados de capitais no mundo inteiro. Além disso, houve, da nossa parte, um exagero na confiança da nossa capacidade de investir e ganhar dinheiro nos investimentos, fruto de um sucesso muito grande que a gente teve no começo do crescimento do Brasil pós-Lula. Então, de 2002 a 2007, fizemos tanta coisa que deu certo que fomos ganhando confiança e chegou em um momento de exagero, quando fizemos vários investimentos muito ruins em um curto espaço de tempo, o que nos gerou uma perda de capital e um esforço muito grande para administrar esses problemas nos anos seguintes. Isso nos forçou a repensar a nossa estratégia de investimento, a nossa forma de fazer análise. Foi um grande aprendizado.

**Você comentou que vocês chegaram a rever como faziam investimento. Como funciona hoje o processo de prospecção de novos investimentos aqui na GP?**

Primeiro, passamos por um processo contínuo e periódico de decisão à luz dos movimentos macroeconômicos, do que está acontecendo em diversos setores, do conhecimento que a gente tem de mercado. Escolhemos quais setores focaremos nos próximos seis a doze meses, que são alocados entre os sócios, os executivos mais sêniores da companhia, e dentro de cada um deles, quais empresas monitoraremos, para aproveitar qualquer oportunidade de investimento – comprar uma empresa, ou ser sócio dessa empresa, ou junto com empresa comprar outra ou resolver algum problema, por exemplo.

É um processo muito importante porque é daí que surge nossa decisão de alocação de tempo, pois nosso negócio é alocar capital e tempo. Trata-se de um processo contínuo de decisão de onde alocar seu tempo que, baseado numa avaliação de onde tem oportunidade, aonde você acha que pode sair negócio. Não adianta só ter uma oportunidade, mas não ter nenhuma empresa que você possa investir ou comprar, deve existir uma junção dessas coisas. Você tem que olhar muita coisa para acabar tendo que fazer poucos negócios. Você conversa, discute ou analisa 100 negócios em um ano para fazer um negócio.

**Dentro da conjuntura atual, quais setores você acredita que merecem maior atenção dos fundos de Private Equity no Brasil?**

O Brasil está passando já há três anos por uma recessão que aparentemente acabou, o que não significa que entraremos num período de crescimento acelerado. Falta crescimento no Brasil. Por isso, acho que é muito difícil fazer uma aposta voltada ao crescimento do consumo, como foi de 2002 até 2010, quando todos setores ligados ao consumo cresceram muito, graças ao crescimento da classe média, da rno Brasil, do acesso ao financiamento. Não vejo nos próximos cinco anos esse tipo de oportunidade voltando. Você tem, no Brasil, na minha visão, três grupos de coisas que são interessantes hoje e provavelmente o serão nos próximos dois a três anos.

Uma delas engloba os setores que são anticíclicos, ou seja, aqueles que continuarão crescendo apesar desse ciclo de baixa: saúde e educação – setores mais resilientes que o restante da economia, apesar da ligação deste último com o FIES. Também há outras teses que não estão ligadas ao crescimento do país. Uma é a tese de valor: comprar algo bom a um preço baixo porque o vendedor precisa vender. Há vários grupos e conglomerados no Brasil passando por dificuldades financeiras, principalmente as empresas da Lava-Jato, como a J&F e as várias construtoras que estão por aí na mídia. Todos estão sendo obrigados a vender ativos num momento que não bom, porque a economia está fraca. Isso gera uma oportunidade de investimento. Não é uma tese macroeconômica, é uma coisa oportunista: A terceira oportunidade é que, com a saída da Dilma e a entrada do Temer, mudou a postura do governo em relação às privatizações. Obviamente, nos anos 90 foram várias, mas depois, durante os mandatos Lula e Dilma, parou-se de falar em vender o controle de estatais e começaram a falar de concessões. O problema da concessão é que, em geral, uma concessão nova, que exige um investimento inicial muito grande, tem características financeiras menos atraentes. O grande atrativo da privatização é que 100% das vezes você está comprando um negócio muito mal tocado, seja do governo municipal, estadual, federal, onde existe uma oportunidade de gestão e de criação de valor através de gestão, diminuindo o custo e melhorando a eficiência. Então isso voltou a ser uma oportunidade de investimento.

**Aproveitando que você começou a falar um pouco de e-commerce, você considera que o maior case da GP foi a Submarino?**

Acho que não é o maior case. O maior investimento que a gente fez na história da GP foi o na Cemar, que hoje é a Equatorial, que não foi um case de crescimento, mas um case de gestão. Uma empresa que era ex-estatal de energia elétrica, um negócio regulado, que tinha pouco crescimento, tinha 60 anos de vida e nenhum de lucro, foram 60 anos consecutivos de prejuízo. O primeiro ano em que ela lucrou foi quando compramos a empresa. Em três anos quadruplicamos o EBTIDA da companhia, foi de R$80 a R$320 milhões.

**Existe algum tipo de desafio em operar um fundo de Private Equity com negócios muito regulados, como o investimento que vocês fizeram na ALL e na própria Cemar?**

Claro. A maior parte dos fundos não gosta de investir em negócios regulados porque existe o famoso risco político. Há uma série de coisas que você controla e outras que não, que são as mudanças nas regulações. A interação com o regulador muitas vezes não é racional ou previsível. Há setores em que a regulação é melhor que em outros. No de telefonia, a regulação foi muito ruim em geral para os investidores. No setor elétrico, ao contrário, foi muito boa pelo fato de ter sido criada a partir de pessoas experientes. O importante de uma regulação não é ser justa ou injusta: é ser previsível. Você toma uma decisão de investimento hoje assumindo que aquela regulação vai se manter depois de 5 ou 10 anos.

**Existem estudos que dizem que a gestão de empresas brasileiras é muito ruim, devido principalmente a aspectos culturais. A partir de todos os aportes que a GP já fez em empresas menores e familiares, você verifica isso?**

Essa questão já foi muito forte, mas a gestão no Brasil melhorou muito, as pessoas têm muito mais acesso à informação, conhecimento, inclusive em gestão. Os meus fundadores tiveram um impacto muito grande na gestão do desenvolvimento do Brasil. Primeiro porque eles mostraram como um negócio bem feito pode ser exitoso e inspiraram outras pessoas; segundo porque eles formaram muitas pessoas que saíram da Lojas Americanas e da Ambev, por exemplo, e foram trabalhar em outros lugares e levaram para esses lugares a disciplina e a prática para fazer as coisas acontecerem. A gestão no Brasil evoluiu muito. Mas, generalizando, no setor público a gestão é ainda muito ruim. No setor privado, ela evoluiu muito e tem muito espaço para evoluir. Tivemos um período muito bom de 2002 a 2008 e desde então foi uma montanha russa. Isso te obriga a pensar ativamente sobre a alocação de capital, sobre a eficiência, sobre a gestão de custos.

**Levando em conta a questão da volatilidade, principalmente da política, que anda de mão dada com a economia, como os seus limited partners enxergam isso? Eles dão muita ênfase a essa volatilidade política ou acham que os fundos conseguem contornar essa situação, por serem de longo prazo?**

Ser de longo prazo ajuda, mas não é só isso. Neste ano e no ano passado, praticamente nenhum fundo foi levantado com foco no Brasil. Um limited partner global, com um leque de opções gigantesco, dificilmente escolherá um fundo no Brasil, dado o contexto atual. É mais fácil você investir em um único negócio pontual. Ninguém quer colocar dinheiro a longo prazo no Brasil justamente pela conjunção de incertezas políticas e econômicas. E não tão simples quanto saber se é Temer ou Maia. Temos um problema de orçamento serio que precisa ser resolvido e precisamos ter uma visão muito clara de quem será a pessoa a cargo do problema e qual sua estratégia para resolvê-lo. Se for uma pessoa de esquerda, terá uma estratégia, se for mais de outra. Muito depende de 2018, mas por todas as razões que sabemos, até hoje nem se fala de quem será candidato em 2018. Há uma grande incerteza rodeando a agenda política em 2019, quem estará à frente dela e se terá capacidade de passar as reformas de que o Brasil necessita. Sabendo disso, ninguém se dispõe a investir a longo prazo no Brasil.

**A partir desse foco na gestão pessoal que vocês atribuem, quais são os maiores desafios que já encontraram até nesse processo de readaptação da cultura das companhias que vocês estão investindo ou pretendem investir? O que de fato determina se a estratégia usada pela GP é de fato eficiente para a companhia escolhida?**

Isso passa muito pela liderança que se tem na empresa. O primeiro fato é a nossa capacidade de colocar um time capaz identificar os problemas e soluções, comunicar e motivar as pessoas embaixo. Passa muito pela figura de liderança, como o CEO, que tem de ser capaz de fazer valer sua estratégia e convencer as outras pessoas da empresa de que aquilo vai dar certo, como um evangelizador. As técnicas e ferramentais dão certo na maioria das empresas. Nós sabemos que eles são eficientes. O que faz a diferença é o poder de liderança e disciplina daquele que foi escolhido para implementar essas ferramentas.

**Observamos que a indústria de Private Equity no Brasil é muito recente e pequena em comparação com os Estados Unidos considerando que a economia está se recuperando da maior crise econômica da história, você acredita que a concorrência na indústria irá aumentar?**

Bom, o Brasil é um país difícil. Os problemas do país são graves e, na minha visão, irão demorar muito para serem resolvidos. A maior parte dos fundos de Private Equity nos Estados Unidos possuem a vantagem de captar dívida de longo prazo com custo barato e dedutível de imposto e assim, o principal motivo do sucesso dos mesmos é a possibilidade de realização de Leverage Buyouts (LBO). Já no Brasil é diferente, o custo da dívida é muito elevado, a possibilidade de alavancagem é baixa e os negócios são bastante imprevisíveis. Acredito que essa combinação de custo de capital alto e volatilidade dos negócios faz com que poucos investidores estrangeiros de Private Equity se disponham a investir seu capital no país.

**Quais são os skills que vocês acham essenciais para o mercado financeiro como um todo?**

Primeiro de tudo é importante para o sucesso que a pessoa tenha paixão no que ela faz, independente se é no mercado financeiro, no mercado de cervejas ou no de carne. Isso sobrepões a formação técnica ao final do dia. Depois disso, a formação de skills é muito básica. É muito importante que a pessoa tenha conhecimento em contabilidade, finanças e direito, que são habilidades que são usadas todos os dias dentro do mercado financeiro.

# IMPLICAÇÕES ECONÔMICAS DA FALTA DE IGUALDADE DE GÊNERO NO MERCADO

KARIME NEDER
VANESSA JABOUR

Administração
**FGV SP**

Segundo dados da McKinsey & Company, para mais de 75% dos CEOs, a igualdade de gênero deve ser uma das dez principais prioridades de negócios de uma empresa. A desigualdade entre homens e mulheres, além de ser uma questão moral e social, também se apresenta como um desafio econômico. Entretanto, mesmo com décadas de progresso e investimentos, os resultados quanto à paridade continuam lentos. Quanto mais alto é o nosso olhar sobre as companhias, menos mulheres se vê.

Para entender melhor essa disparidade, a pesquisa Women in the Workplace 2016, conduzida pela McKinsey e LeanIn.Org, fornece algumas explicações para o fenômeno, baseada em dados de mais de 130 empresas e mais de 34.000 homens e mulheres. As mulheres possuem pouca representatividade em todos os níveis da empresa, isso porque os homens recebem uma promoção maior em 30% durante suas etapas iniciais de carreira, enquanto as mulheres permanecem 5 anos ou mais na mesma posição. As mesmas são induzidas a pensar que, por serem mulheres, a ascensão profissional seja mais difícil. Como mencionado por Zeina Latif, economista-chefe da XP investimentos, em sua última entrevista para a Markets St., "As pessoas não imaginam que uma mulher vai ser economista, é uma profissão mais masculina". Essa situação é ainda pior para mulheres negras, que têm menos acesso a oportunidades e se deparam como um cenário de trabalho ainda menos justo e inclusivo.

Entretanto, a forma como as empresas tentam alcançar a igualdade de gênero não tem sido eficaz. Mesmo com uma série de estratégias e iniciativas, os resultados não são suficientes e a evolução é cada vez mais fraca. As mulheres possuem representação cada vez menor à medida que aumenta o nível executivo da empresa. Em relação aos homens, elas constituem 46% das posições iniciais da empresa, 37% das posições gerenciais, 33% na diretoria, 29% na vice-presidência, 24% em posições de vice-presidente sênior e apenas 19% em posições C-suite.

Há ganhos enormes em se concentrar esforços na oportunidade econômica que existe de melhorar a paridade entre homens e mulheres. Um estudo feito pela McKinsey Global Institute (MGI) mostra que, melhorando a participação das mulheres no mercado de trabalho, poderiam ser adicionados à economia global cerca de $12 trilhões de dólares pelos próximos 10 anos, o dobro do que acontece atualmente, ou até mesmo $28 trilhões em 2025 se analisarmos um cenário mais abrangente. Por essa razão, a questão de igualdade de gênero vem ganhando visibilidade cada vez maior nas empresas e passa a ser vista, por muitas organizações, como uma meta a ser alcançada.

Para atingir resultados significativos, o governo desempenha um papel importante na abordagem desta questão e deve ser capaz de criar condições para a igualdade de oportunidades, mas é essencial que as empresas também não meçam esforços.

Sendo assim, buscando aumentar a participação das mulheres em cada nível da organização, a pesquisa Women in the Workplace 2016 mostra quais são os componentes-chave adotados por empresas que obtiveram sucesso com essa questão. Entre eles estão: persistência (a produção de resultados tangíveis e sustentáveis leva tempo); comprometimento do CEO (forte apoio do CEO e da administração na integração da diversidade de gênero em todos os níveis da organização) e programas abrangentes de transformação (diversidade como pauta em todos os aspectos do negócio e desenvolvimento e comunicação de uma história convincente para apoiar as políticas e os processos que implementaram).

# O FUTURO DO MERCOSUL

GUSTAVO FERREIRA

Engenharia Civil
**POLI USP**

Criado em 1991, em um momento pós-Guerra Fria, o Mercosul observou grandes avanços em suas políticas e acordos nos anos 90 e nos anos 2000, principalmente por governos semelhantes em seus países voltados para o populismo e para o âmbito social. Entretanto, desde 2015, mudanças radicais nos ideais nos governantes de seus dois países mais importantes, Brasil (Impeachment da Dilma em 2016) e Argentina (vitória de Macri nas eleições de 2015), atreladas à instabilidade política tanto dentro quanto fora do bloco levaram a uma pergunta mais profunda sobre seus próximos passos: qual é o futuro do Mercosul?

É certo que seus dois principais países, que correspondem a 90% do PIB do bloco, sempre possuíram governos muito próximos na era dos governos PT e Kirchner. Todavia, ambos sofreram recessões muito fortes ao final desses anos, as quais contribuíram para a troca de seus governantes, passando de Estados mais conservadores e pró-sociais para governos mais neoliberais. Um fato que deve ser analisado é que em poucos momentos esses dois países possuíram governos muitos distintos em convicções políticas, pois desde os anos 2000, nós e nossos "hermanos" éramos governados por partidos de esquerda, e a troca para governos com políticas de mercado ocorreu em 2015 no nosso país vizinho e logo no ano seguinte em terras brasileiras.

O cenário internacional externo ao bloco, apesar das incertezas e instabilidades, pode representar um importante fator de crescimento. O Brexit, a vitória de Donald Trump, as eleições europeias e o referendo na Turquia em 2017 reforçam o ar da ascensão do ultranacionalismo no mundo. Esse pensamento, que levou o Reino Unido a sair da União Europeia, aos Estados Unidos a cancelaram sua entrada no Tratado Transpacífico de Comércio Livre (TPP) e, os candidatos europeus, como Marine Le Pen na França, a disputarem o poder, abre as portas para o enfraquecimento de blocos econômicos, o que poderia de certa forma afetar negativamente as atividades do Mercosul.

Entretanto, vale ressaltar que os políticos e governantes dos países membros que indagam sobre uma possível saída do bloco ainda possuem pouca ou nenhuma expressão nas eleições gerais, diferentemente da Europa. Além disso, o cenário americano vem, cada vez mais, afastando-se de fortes economias, como México e Japão, possibilitando que esses dois países façam novos acordos com o Brasil e com Argentina. Peru e Chile, outros dois países em grande ascensão econômica na América do Sul ganham mais força no comércio sul-americano, mesmo já sendo considerados Países Associados ao bloco desde 2003 e 1996 respectivamente.

Em todo esse cenário internacional e interno ao bloco, a figura que parece mais disposta a aumentar a participação do Mercosul na economia global é certamente o presidente argentino Maurício Macri. Mesmo com Michel Temer já terndo sinalizado uma disposição em ajudar, o Brasil ainda passa por uma instabilidade política forte, e o governo parece estar mais preocupado em sobreviver à Lava Jato e ao julgamento no TSE, que pode destituir o presidente. Além disso, a recente troca do Ministro das Relações Exteriores causou certo desconforto nos corredores do Palácio do Planalto e minou um pouco a força brasileira nas políticas internacionais, mesmo prevendo uma volta à normalidade.

Além disso, fato que reforça a maior participação de Macri na aplicação das atividades do Mercosul é o de que ele é atualmente o governante sul-americano mais visitado por chefes de Estado e o que realiza mais viagens ao exterior. O presidente argentino teve como discurso de campanha o fortalecimento do bloco e foi importante nos acordos recém assinados, como a abertura de negociações com a Associação Europeia de Livre-Comércio (EFTA), que agrupa Islândia, Liechtenstein, Noruega e Suíça.

Entretanto, para que essa nova política do bloco se concretize, é de suma importância uma maior aproximação dos governos brasileiro e argentino. Macri se mostrou extremamente competente em conduzir reformas no nosso país vizinho e ampliar relações comerciais, porém, nossos "hermanos" ainda são a segunda força do Mercosul, e se o Brasil, sua maior economia, não se esforçar para isso, seus avanços serão mais lentos que o previsto. Pensando mais a longo prazo, as eleições brasileiras em 2018, que ligam o sinal de alerta para a volta de governantes populistas serão o principal ponto para se prever o futuro do bloco, e a Argentina, que possui o Brasil como principal fornecedor de produtos e principal destino de exportações, pode ser bastante afetada.

Vale ressaltar, portanto, que a aliança entre os governos do Brasil, Argentina e, de certo modo, o governo paraguaio, juntamente com o afastamento da Venezuela e o próprio cenário internacional externo ao bloco, alinhando-se com uma nova postura do Mercosul, traz um ar otimista para a ampliação das atividades e crescimento econômico. Alianças com outras grandes economias e um próprio comércio interno mais livre podem impulsionar a economia dos países membros. O único risco que podemos avaliar é que, em uma América do Sul historicamente marcada por instabilidades políticas e instituições ainda pouco respeitadas, será um grande desafio para seus países persistirem nestes princípios atuais e prolongarem essa ascensão.

# DESMISTIFICANDO A B3

RAFAEL CAVALCANTE

Economia
FEA USP

Após quase um ano do anúncio da fusão da BM&FBOVESPA com a CETIP, a união foi permitida pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), com algumas ressalvas e imposições da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para entender a nova empresa, B3, que surge com a operação societária da BM&FBOVESPA com a CETIP, que possibilitará o funcionamento de todo mercado financeiro Brasileiro, devemos compreender a origem da B3.

**BM&FBOVESPA**

A BM&FBOVESPA é uma empresa que surgiu em 2008, como resultado da incorporação da BM&F pela Bovespa, gerando sinergias financeiras e operacionais tanto para os seus funcionários quanto para os usuários do mercado financeiro, que passaram a ter maior confiança institucional aorealizar negociações.

Seus principais objetivos são administrar mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação. A Bolsa atua, principalmente, como contraparte central garantidora das operações realizadas em seus ambientes. Oferece ampla gama de produtos e serviços, como negociação de ações, títulos de renda fixa, câmbio pronto, ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias, moedas, entre outros. A BM&FBOVESPA conta com um modelo de negócio diversificado e integrado, oferecendo sistema de custódia completo no qual as negociações são cursadas em meio exclusivamente eletrônico.

Os drivers do negócio estão intimamente ligados ao desempenho da economia Brasileira, visto que proporciona maior volume e valor nas operações da empresa. Além disso, a empresa tem muitas vantagens competitivas, como deter a confiança do mercado e ser essencial a todos os participantes do mercado financeiro. Esses fatores permitem a prática de boas margens de lucro e a estabilidade de previsões.

A Bovespa, além de ter o capital pulverizado, conta com excelente governança corporativa, antes liderada por excelentes executivos com larga competência e experiência no mercado de capitais, tem como seu ultimo presidente, antes da fusão com a CETIP, Edemir Pinto.

**CETIP**

A Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Título (CETIP S.A) é uma empresa que atua no mercado financeiro efetuando registros, negociações, liquidações e gestão de riscos; e sendo uma central depositária. Assim, é responsável por grande parte da estrutura de financiamento de títulos e unidades de valores mobiliários.

Seu modelo de negócio tem como função principal ser a contraparte central das negociações – vendedora de todos os vendedores e compradora de todos os compradores. Por conseguinte, gera externalidades positivas ao inserir no mercado agentes que não negociariam por conta de riscos sistêmicos, garantindo assim segurança em negociações e financiamentos.

Assim como a BM&FBovespa, a CETIP também conta com uma excelente governança corporativa. Gilson Finkelsztain, seu presidente desde 2013, é quem assumirá a presidência da B3.

**B3**

A empresa B3, resultante da fusão da BM&FBOVESPA com CETIP, adquire o posto de quinta maior bolsa do mundo.

A fusão das duas companhias resultará numa Financial Markets Infrastructure. Ao incorporar as atividades das duas mais importantes empresas do setor, a B3 não será uma empresa voltada somente a si mesma, e sim uma empresa fornecedora de estrutura completa para as negociações, tanto como centralizadora de negociações quanto como contrapartida dos financiamentos.

Como antes observado, a governança da nova empresa estará nas mãos do executivo Gilson Finkelsztain. Experiente no mercado de capitais, será o responsável por enfrentar o desafio das maiores exigências do CADE e da CVM graças a monopolização gerada pela junção.

Há diversas críticas à essa fusão. No decorrer do texto, iremos apresenta-las e verificar sua veracidade

Um monopólio representa um fator negativo ao mercado de capitais,essa é uma das bandeiras levantadas pelos opositores. Apesar de ser verdade em grande parte dos mercados, nesse, especificamente, se verifica o contrário. Aliada à legislação brasileira, a concentração de poder da empresa permite uma melhor eficiência, evitando crises sistêmicas, como a que ocorreu no mercado americano em 2008, uma vez que o sistema americano não detém uma grande contraparte central.

Além de evitar situações como a Crise de 2008, há um benefício da centralização das operações pois nossa estrutura nunca sofreu manipulações como as descritas por Michael Lewis em seu livro Flash Boys, no qual o autor destaca manipulações do mercado de capitais devido à fragmentação do mercado de "bolsas".

Que o monopólio talvez cause estagnação da empresa é mais uma falácia que se ouve. Analisando a B3, percebe-se uma das infraestruturas mais modernas do mundo e um investimento continuo para se manter na vanguarda tecnológica.

Outra crítica é que o monopólio gerará abusos por parte da empresa sobre os usuários. Pelo contrário,a união dessas empresas permitiu aos usuários mais importantes a possibilidade de opinar sobre as margens e seus preços. Soma-se a isso uma maior fiscalização do CADE e da CVM e tem-se um conjunto de benefícios que antes não existia.

Essa união causará uma redução de custos de cerca de 30%, uma vez que serão eliminados processos redundantes, haverá maior eficiência na alocação de capital e alto padrão de gerenciamento de riscos.

Essa fusão não irá prejudicar os acionistas? Não, pois a criação de sinergia ao longo do tempo, como ocorreu com antiga operação da BM&FBovespa, gera valor e incentiva um maior volume de negócios. Aliado a isso há o peso das expectativas, uma vez que a B3 se tornou uma top pick do mercado, devido à toda conjuntura e resultados financeiros.

Com tudo isso posto na mesa, podemos dizer que não há como crer que haverá grandes choques nas negociações e nem desfavorecimento dos usuários ou investidores. Ao contrário, devemos comemorar o fortalecimento da instituição, que permite que o mercado opere normalmente e reforça sua ética perante clientes e seus colaboradores.

# EXPECTATIVAS

ANA PAULA PORTO

Economia
INSPER

A "expectativa do consumidor" é um fator que pode-se considerar intangível e imensurável. No entanto, esse dado é sólido e bastante presente no mercado atual de forma que é utilizado no IPCA e em índices de confiança do país.

Expectativa: "Estado da pessoa que espera ou aguarda pela ocorrência de algo provável ou viável", segundo a definição do dicionário léxico, mas, quando aplicada ao mercado financeiro, seu significado se altera para algo mais próximo de: "Estado da sociedade que molda comportamentos futuros". A ação dessa expectativa é bastante clara quando pensamos em IPOs e seus riscos.

O IPO, ou oferta pública inicial, consiste em oferecer uma porcentagem das ações de uma empresa à venda pública pela primeira vez, sendo elas precificadas no processo. O que pode representar um aumento de liquidez para a companhia e geralmente aliado a altas expectativas do mercado. As mesmas são vistas como "euforias de mercado", e ocorrem, por exemplo, após o anúncio de IPOs de grandes empresas, um exemplo disso foi o caso do Snapchat.

O Snapchat anunciou seu IPO no início de 2017, e conseguiu precificar suas ações a $17, montante esse que foi considerado acima do esperado. Contudo, operações como essa movimentam o mercado gerando um clima de confiança quanto ao aumento do valor dos títulos de uma empresa, elevando as expectativas dos investidores, o que confere certa valorização no preço dos papéis criando um ciclo de supervalorização das ações.

Todavia existem investidores que conseguem enxergar além desse alvoroço inicial gerado pelo excesso de expectativa frente à notícias otimistas do mercado, sendo talvez o mais famoso deles, Warren Buffett.

Para o bilionário, CEO da Berkshire Hathaway, IPOs devem sempre ser evitados por mascararem os verdadeiros índices e indicadores de uma companhia, assim, investir em empresas levando-se em consideração apenas o IPO recente seria como apostar na sorte, algo que não parece tão fora da realidade ao consideramos que aproximadamente 57% das empresas fecharam o ano de 2015 com preço por ação inferior àquele de sua oferta inicial.

Para Warren Buffett, as expectativas a cerca de uma ação ou empresa podem na verdade ser ferramentas bastante perigosas inflacionando os preços e disfarçando os problemas tendo seus efeitos maximizados em momentos pontuais onde os investidores estão exaltados com uma determinada notícia sobre a empresa.

Assim, expectativas são variáveis e possuem a capacidade de influenciar pessoas e mover mercados, elas conseguem alterar preços de ações possibilitando que investidores se tornem ricos dentro de uma noite. No entanto, a medida em que estas perspectivas moldam mercados elas são criadas por nós, profissionais e estudiosos ansiosos por prever mudanças mercadológicas e encontrar "the next big thing", sem muitas vezes estarmos cientes de como influenciamos todo esse ciclo.

# TERCEIRIZAÇÃO: UMA REFORMA NECESSÁRIA

RODRIGO KAUFFMAN

Adminsitração
FGV

Entende-se por terceirização do trabalho o processo pelo qual uma corporação contrata uma segunda empresa para prestar determinado tipo de serviço. Atualmente, tem-se que 25% da mão de obra empregada no Brasil é terceirizada. Todavia, em março deste ano, foi aprovada a Lei 13.429/2017, que amplia a possibilidade de terceirização no país. Deste modo, a expectativa de mudança em relação à tal estatística passa a ser considerada, visto que o plano de incentivo à terceirização objetiva estimular e contribuir para a retomada do crescimento da economia brasileira.

Antes da elaboração de uma legislação específica à terceirização no país, o Tribunal Superior do Trabalho (TST) havia definido que a subcontratação por parte das empresas limitar-se-ia somente às atividades – meio. As atividades – meio são classificadas como as indiretamente ligadas ao core business da instituição, como, por exemplo, a equipe de segurança ou os auxiliares de limpeza de uma escola. Já a atividade – fim configura-se como aquela ligada diretamente ao negócio principal da empresa (no exemplo citado, constituir-se-iam pelo corpo docente da escola). Entretanto, após a aprovação da nova lei, a distinção entre atividade - meio e atividade - fim passou a ser desconsiderada: todas as atividades da empresa podem ser terceirizadas.

Segundo o Ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, a terceirização auxilia a retomada do crescimento da economia uma vez que facilita a contratação da força de trabalho temporária, gerando uma expansão de empregos. Como outra consequência, tem-se o aumento da produção, ocasionando a elevação do consumo e da necessidade de contratação de novos empregos que, embora comecem como funções temporárias, podem, eventualmente, tornar-se permanentes. A terceirização, em suma, seria um método adotado a fim de diminuir o número de desempregados e de incentivar a retomada do crescimento econômico, amenizando os efeitos ocasionados pela crise financeira e política vigente no Brasil.

Ademais, a terceirização é um fenômeno global, adotado por nações desenvolvidas e de elevado potencial econômico. Um estudo levantado pela consultoria Deloitte analisou o tratamento da terceirização em 17 países selecionados, comparando-os com o Brasil. A consultoria concluiu que em nenhum dos países analisados (entre eles, Alemanha, Noruega e Japão) há restrição sobre quais etapas do processo produtivo podem ser delegadas a outras empresas. No contexto de aprovação da medida no Brasil, surgiram especulações de que os direitos dos trabalhadores seriam retirados, o que, de acordo com o Ministro do Trabalho Ronaldo Nogueira, é uma farsa. O funcionário terceirizado terá garantias de seus direitos, como por exemplo, a carteira assinada, o salário básico estabelecido em convenção coletiva, o FGTS e o 13º salário. Desse modo, a lei de terceirização, que não se difere das leis aplicadas em países desenvolvidos, manterá os direitos dos trabalhadores e, ao mesmo tempo, contribuirá com o desenvolvimento da economia brasileira.

A terceirização, portanto, é uma reforma necessária para a retomada do crescimento brasileiro visto a atual conjuntura do país, marcada pela elevada taxa de desemprego e pela recessão. Os rumores de que os trabalhadores serão prejudicados caem por terra uma vez que, além de terem seus direitos garantidos, aumentarão suas chances de contratação, evidenciando, assim, o benefício mútuo proporcionado pela reforma.



# SERIA O MOMENTO DE INVESTIR NO MERCADO IMOBILIÁRIO?

MATHEUS VILAÇA

Engenharia Civil
POLI USP

É de comum conhecimento que o mercado imobiliário é um ciclo composto por 4 etapas: Expansão, Excesso de Oferta, Recessão e Recuperação. Nos últimos 20 anos, tais etapas tornaram-se evidentes e, após a maior recessão da história do país, talvez tenhamos a oportunidade de voltar a vislumbrar um crescimento no setor.

Apesar da crise de 2008 ter tido um reflexo negativo no mundo inteiro, o mercado imobiliário brasileiro cresceu 121% nos 5 anos seguintes. Entre 2008 e 2011, a valorização anual ficou acima dos 20% e, até o ano de 2013, a situação parecia confortável. Com uma expansão do crédito imobiliário, (um incremento de 42% em 2011) e um aumento de 17% no número de unidades financiadas, houve uma alta conjunta dos preços, com uma média de 26%.

Em 2013, um crescimento recorde no volume de crédito imobiliário atingiu o crescimento de 32% em relação a 2012 e o número de unidades financiadas aumentou 800% em 9 anos até 2014. No entanto, foi exatamente nesse período que o mercado começou a dar sinais de esgotamento.

A partir de 2015, com uma grande retirada da caderneta de poupança e depósitos mais limitados, as taxas de juros passaram a ter um aumento considerável. Assim, o enfraquecimento da economia somado a incertezas políticas, levou o mercado imobiliário a enfraquecer.

As mudanças nos limites de financiamento desencadearam uma queda de 33% no volume de financiamentos. Dessa forma, o mercado parado e uma baixa demanda, os preços dos imóveis no Brasil passaram a ter uma queda real, considerando uma valorização de 1,32%, abaixo da inflação no período.

A queda no PIB de 3,6% em 2016, mas com a inflação, assim como as taxas de juros, entrando em queda, o mercado começou a apresentar sinais de recuperação. E, junto a essa recuperação, espera-se mesmo em ritmo lento, uma volta da atividade no mercado imobiliário.

Das 4 etapas do ciclo imobiliário citadas, o processo de recuperação encontra-se no início. As taxas de juros estão em baixa, o preço do m2 ainda permanece estagnado (ou até mesmo em queda), porém a diminuição de vacância pode permitir maior rentabilidade em aluguéis de prédios (sejam eles comerciais ou residenciais) e, consequentemente, podem impactar os fundos imobiliários.

Mesmo com a taxa de juros ainda elevada, as perspectivas de queda neste ano fizeram o índice IFIX, um indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados na bolsa, sair de um valor próximo a 1300 no começo de 2016 para mais de 2000 no começo deste ano, uma alta de mais de 50%, ultrapassando sua máxima histórica.

Após um longo período de queda de preços dos imóveis, com a reação do mercado de trabalho associado a uma desaceleração da oferta de unidades residenciais em alguns centros urbanos, formou-se um novo equilíbrio de preços, com os mesmos voltando a apresentar alta, ainda que sutil.

Com a volta da atividade econômica, fundos de escritórios, lajes corporativas, fundos imobiliários logísticos e industriais podem apresentar alta. Já com a maior disponibilidade de crédito e com o aumento do índice de confiança do consumidor é possível que verifiquemos uma alta também em fundos imobiliários de shoppings e varejo.

No entanto, apesar das perspectivas de crescimento, é necessário atentar-se para alguns riscos atrelados a este segmento. Como o mercado imobiliário é muito influenciado por variáveis macroeconômicas, a passagem de reformas como a da previdência e a trabalhista são essenciais para a manutenção da estabilidade econômica do país, permitindo uma previsibilidade maior na economia e, consequentemente, na manutenção de taxas de juros menores, o que proporcionará um crescimento sustentável do mercado imobiliário nos próximos anos.

# A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E O CASO DO BRASIL

BENTO PEREIRA
PEDRO GABRIEL BUENO

Economia
**FEA USP**

A teoria ortodoxa moderna tem como pilar o chamado tripé macroeconômico, que consiste no regime de metas de inflação, controle orçamentário equilibrado pela necessidade de superávit primário e câmbio flutuante. A teoria monetária moderna nasce da crítica a tal concepção. Ela faz uso do funcionamento real do sistema financeiro moderno, regido por moeda fiduciária, assim como rejeita a concepção de um suposto retorno a um 'equilíbrio' de contas, prezando pelo desenvolvimento são da economia, aliado à meta do pleno emprego. Seu fundamento está nos trabalhos de Keynes, posteriormente desenvolvido por Abba Lerner com a teoria das finanças funcionais.

É em Keynes que se explicita a ideia da demanda efetiva em que as condições produtivas da economia se ajustam à demanda, que determina no curto prazo o nível de utilização da capacidade produtiva e emprego na sociedade. Assim, durante períodos de crise, em que há antagonismo inconciliável - desemprego e capacidade produtiva ociosa enormes - cabe ao Estado, com sua capacidade de estimular a produção, aumentar a demanda agregada total (seja a partir de investimentos em obras públicas, projetos de infraestrutura, etc.) para estabilizar a economia. A Teoria Monetária Moderna (TMM) utiliza, então, essa abordagem e explora a possibilidade de gasto do Estado e o funcionamento atual de tal sistema.

Sob essa lógica, não há algo como o "desemprego natural" de uma sociedade: sempre há possibilidade de se atingir pleno emprego via gasto governamental. O argumento contra a possibilidade do "desemprego involuntário" deixa de ser simplesmente moral e se torna essencialmente técnico: é o pleno emprego que garante o desenvolvimento máximo da sociedade, o pleno emprego dos fatores de produção e priva, por assim dizer, um país de ser 'subutilizado'.

Como dito por Franklin Serrano, em "Financiamento do gasto público e taxas de juros em países de moeda soberana: aspectos teóricos e o caso do Brasil":

*"A garantia de que os pagamentos feitos pelo governo realmente só ocorressem depois da arrecadação tributária ou da receita da venda de títulos públicos criaria enormes problemas práticos e/ou requereria uma fantástica e impossível capacidade de previsão sobre o comportamento da economia e de coordenação entre os diversos órgãos do governo. Felizmente, nada disso é necessário no mundo real porque neste existe a conta do Tesouro com o Banco Central que é mantida com um saldo inicial positivo. Assim, na prática os gastos públicos quando financiados por meio de uma variação do saldo da conta do Tesouro, mesmo onde o governo legalmente não pode se financiar "através da emissão de moeda" são sim no dia a dia financiados a partir da emissão primária de moeda, isto é, o gasto público de fato injeta moeda nova na economia."*

Esse gasto excepcional pode ser realizado em qualquer nação que tenha moeda soberana. A emissão de moeda permite ao governo usar esse dinheiro como forma de investimento para atingir o pleno emprego. No entanto, essa lógica bate de frente com a concepção dos monetaristas, como Friedman, de que a emissão de moeda gera inflação.

Para a TMM, a inflação é um efeito resultante do excesso de demanda e não um fenômeno puramente monetário que pode ser explicado a partir do aumento externo à sociedade do total de moeda, e assim, por sua circulação homogênea, acarretar em um aumento geral do nível de preços. O monetarismo depende da velocidade constante de distribuição da moeda e discorda de que mesmo um valor constante de moeda total em uma economia pode impactar no nível de preços de formas variadas, dependendo de sua distribuição e do grau de consumo que é permitido pelos agentes econômicos.

Em contrapartida, a inflação por demanda implica, em um primeiro momento, maior consumo em determinado setor. A partir do momento em que o aumento da oferta (através do aumento do investimento e da capacidade produtiva) não consegue acompanhá-la, há aumento dos preços. Esse aumento é amenizado por outros fatores, como a competição, que inibe a capacidade de uma empresa de aumentar ad infinitum seus preços para ganhar mercados, etc.

Segundo a Teoria Monetária Moderna, estados com capacidade para emitir sua própria moeda não sofrem restrição quanto a seus gastos e a tributação não é mecanismo de financiamento do Estado - a própria possibilidade do imposto, por exemplo, só é permitida a partir do momento em que já foi emitida a moeda - mas de controle da inflação, na medida em que retira moeda da economia

**O caso do Brasil**

Considerando a década passada, que teve altas taxas de crescimento, o Brasil está em uma situação ruim. Alto número de desempregados, terceiro ano consecutivo de déficit orçamentário e redução do crescimento do PIB são as maiores marcas da crise atual. As interpretações dos motivos que levaram a essa conjuntura são conflitantes, e é a partir da ótica heterodoxa da TMM que nos propomos a analisar esse quadro.

É interessante, então, estudar a crise pela qual o Brasil passa sob a ótica de uma teoria econômica que não vê déficit, desemprego e inflação como índices independentes, mas como girando em torno de um problema fundamental: o total da demanda efetiva e como o Estado se relaciona com sua realização. Para a Teoria Econômica Moderna, esses três fatores estão inter-relacionados em como o governo gasta.

O Brasil, que passou por mais de uma década de superávits primários seguidos, recentemente vem apresentando um déficit histórico, o maior desde 1997, e com três anos consecutivos de saldo negativo. Não é um indicador necessariamente negativo, considerando que o déficit é uma das ferramentas do Estado para controlar a economia (principalmente em períodos de crise). O tamanho da dívida pública em relação ao PIB também deixa de ser alarmante quando comparado com a média dos países de mesmo nível de desenvolvimento.

A TMM determina que o déficit, quando acompanhado de políticas de pleno emprego e o controle à inflação, não só não é negativo como deveria ser a norma de funcionamento do Estado moderno. O Japão, por exemplo, tem emitido moeda para pagar sua dívida interna e, paradoxalmente, sofre deflação. Comparada à conjuntura brasileira, vê-se que o problema do Brasil não é sua dívida, mas sim como ela é administrada e cobrada; em especial com o mecanismo atual de financiamento mediante a venda de títulos públicos, que historicamente estão entre os juros mais altos do planeta.

O aumento do desemprego e da inflação nos últimos anos é a ilustração perfeita de como o caminho do Brasil é contrário aos ideais da TMM. Aumentos na dívida pública só são benéficos quando podem ser contrabalanceados por um aumento do poder de compra da população ou a realização de uma atividade-fim, sempre como meta o pleno emprego e o controle inflacionário.

Contrária à visão ortodoxa dominante no momento, a TMM prega que a austeridade imposta pelo Estado brasileiro, que se fundamenta na necessidade de 'superar a crise', e de 'desinchar?' o tamanho do estado - que, reza a lenda, é demasiado grande para se sustentar, apesar dos inúmeros superávits consecutivos anteriores - pode e vem prolongado o quadro recessivo do país, inviabilizando o crescimento sustentado que poderia ocorrer.

A Teoria Monetária Moderna oferece uma alternativa que o Brasil ainda não conhece. A emissão consciente de moeda pode reverter o atual quadro e botar o país de volta nos trilhos que ele precisa seguir. Essa ideia não parece tão absurda quando se percebe que ela nada mais é do que a defesa do diferente, da inovação na economia, contra a ortodoxia vigente. E é exatamente do que o país precisa: inovação.

# MUDANÇA NO MERCADO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRO

VICTOR AVILLA

Economia
**INSPER**

Depois de um longo período caracterizado pelo otimismo no mercado de fusões e aquisições no Brasil, o cenário nacional de M&A se encontra em um panorama diferente. Durante os anos 2000, o mercado financeiro era movido, principalmente, pelo bom momento que o país passava: de um lado, o superciclo das commodities (primeira década do século XXI) que favorecia muito as exportações brasileiras, e do outro, o crescimento acelerado do mercado consumidor interno que impulsionava a economia.

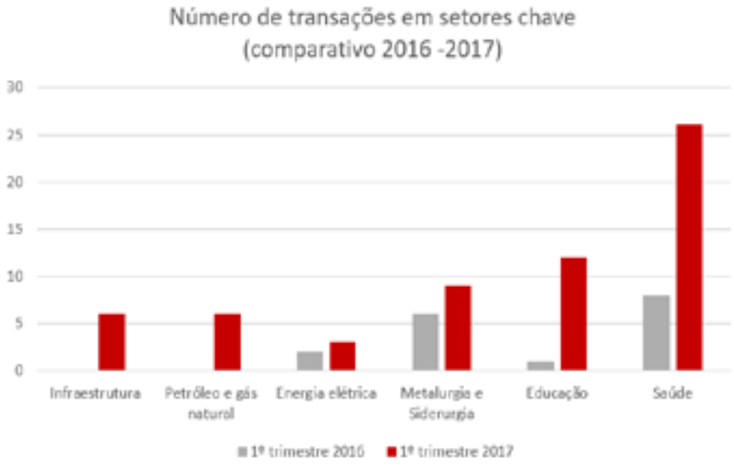
Todavia, nos próximos anos, as transações de M&A, provavelmente, terão um viés muito mais relacionado com a atual crise que assola o país e com suas consequências. Politicamente, há o enfraquecimento do Poder Executivo e de sua base aliada, além de deflagrações de operações anticorrupção em larga escala, como a Operação Lava Jato e a Operação Zelotes. Economicamente, o país se depara com fortes problemas fiscais que necessitam de reformas estruturais, muitas das quais de difícil aprovação. Desta forma, a crise fará com que transações de M&A, muito provavelmente, sejam movidas por problemas de liquidez, reestruturação de dívidas, vendas e negociações de ativos empresariais em dificuldades e até programas de desinvestimento. Portanto, é um mercado muito mais atrativo para a parte compradora da transação.

Novos drivers também serão vistos durante o próprio processo de aquisição, normalmente composto por due dilligence, negociação e fechamento. O que se espera é que a parte compradora dê atenção ainda maior à due dilligence. Além de pontos típicos como questões trabalhistas e ambientais, os impactos das operações anticorrupção no país podem representar perdas significativas caso não sejam detectados problemas antes do contrato ser firmado. Não é só isto. Dada a situação atual de muitas empresas, a liquidez e a própria existência dos targets após a fusão passam a ser pontos importantes e, muitas vezes, até imprescindíveis, que devem ser considerados pelos compradores. Assim, mecanismos como garantias, indenizações, earn outs e contas escrow tornam-se ferramentas cruciais para proteger os compradores de possíveis perdas com a transação.

Porém, mesmo exigindo uma precaução maior na hora de realizar uma aquisição, há uma gama de oportunidades para os investidores, especialmente os estrangeiros com perspectiva de médio e longo prazo no país. Taxas de câmbio favoráveis devem fortalecer a entrada de players estrangeiros. Além disso, barreiras de entrada de alguns setores estão levemente enfraquecidas, na medida em que grandes players, no atual momento de crise, são forçados a desinvestir ou a reduzir seu market-share. Setores como infraestrutura, petróleo e gás natural, concessões governamentais e energia elétrica devem mostrar-se bastante movimentados nos próximos anos.

Por fim, a crise fiscal do governo e a necessidade de receita devem levar a privatizações de empresas e redução das participações do governo, direta ou indiretamente, em algumas empresas e setores, vide a redução das concessões de crédito do BNDES, a proposta de reformulação da TJLP e o péssimo resultado do BNDESPar no ano passado. Isso favorecerá empresas mais eficientes, dando oportunidade para as melhores em seus respectivos setores de se consolidarem e ganharem market-share, seja qual for o setor de atuação, além de abrir o mercado para novos players.

Apesar da crise dos últimos anos, o país ainda tem um longo caminho a percorrer. Antes visto como país do futuro, o Brasil mostrou que o futuro ainda está por vir. Mas isso não significa que não existam oportunidades de investimento em um país com mais de 200 milhões de pessoas, tamanho continental e cujas instituições são testadas diariamente. Empresas boas e investidores sagazes conseguem sobreviver e se aproveitar de momentos como o atual para, durante a retomada, estarem em uma posição muito mais favorável do que a anterior à crise.




# SPREAD ENTRE OS BOND YIELDS

ARTHUR MONTENEGRO
ANTONIO PENIDA

Engenharia Civil
**FGV SP**

A diferença na rentabilidade entre os títulos de dívidas, conhecidos como bond yields, das maiores economias globais consiste em um dos grandes debates da atualidade. Até o início da crise financeira de 2008, existia uma grande correlação entre os bond yields emitidos pelo governo dos Estados Unidos e os que eram emitidos pela Zona do Euro. Entretanto, após esse período, os bond yields passaram a divergir por diversas razões.

Atualmente, algumas das razões para o gap entre os bond yields dos maiores países do mundo são as políticas divergentes entre os Bancos Centrais dos Estados Unidos, Europa e Japão. A principal divergência consiste na taxa de juros, uma vez que o Federal Reserve (Banco Central Norte-Americano, conhecido como FED) está exercendo maior controle sob sua política fiscal enquanto o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Central do Japão (BOJ) estão afrouxando tal controle.

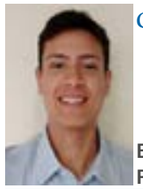
Nos Estados Unidos, a recente eleição do republicano Donald Trump surte efeitos que vão além do âmbito político. Em seus discursos de campanha, Trump prometeu realizar obras de infraestrutura e fortalecer a economia interna por meio de medidas protecionistas, principalmente combatendo de maneira incisiva o offshoring, ao taxar as empresas que produzem bens fora dos Estados Unidos quando vendem no mercado interno. Com essa luta, o preço dos produtos tenderia a subir, uma vez que é mais caro para uma companhia produzir nos Estados Unidos, onde a mão de obra é cara e mais regularizada, do que em países subdesenvolvidos, acarretando num aumento da inflação. Como resposta a esse tipo de movimento, o FED tende a elevar a taxa básica de juros da economia. Dessa forma, torna-se mais caro para o governo norte-americano financiar-se através da emissão de bonds, visto que estes são calculados de acordo com a taxa de juros do país.

Na Europa, entretanto, o movimento é inverso. O Banco Central Europeu conta com políticas de manutenção de taxas de juros baixas e facilitação do crédito, que visam reanimar o crescimento econômico da região. Além disso, a Zona do Euro conta com situações políticas que tendem a interferir em sua economia, como o crescimento do sentimento "anti-União Europeia" e "anti-euro". Esses podem ser reconhecidos na saída do Reino Unido da União Europeia (Brexit) e no crescimento dos partidos de extrema direita, como ocorre na França com a candidatura de Marine Le Pen. Devido a tais fatores, investidores buscam bonds da Alemanha que, mesmo considerados os mais seguros na Zona do Euro, ainda apresentam um gap nos yields em relação aos bonds americanos de aproximadamente 2 pontos percentuais.

No Japão, a situação é semelhante à europeia. O país passou por um sério problema de deflação, o que fez com que o BOJ adotasse taxas de juros negativas. A economia japonesa sofre com fatores demográficos pois sua população está "encolhendo" e envelhecendo. Tal fato é negativo para o país visto que, como a população não cresce, não há sinais de expansão do mercado interno. Atrelado a isto, o envelhecimento da população reduz a População Economicamente Ativa (PEA) do país, ocasionando um aumento nos gastos públicos com saúde e previdência e, em contrapartida, uma arrecadação menor. A aplicação da taxa de juros negativa é uma tentativa de aquecimento da economia japonesa pois, se os bancos não emprestam seu capital ou se a população aplica seu capital em títulos públicos, tais capitais são taxados de acordo com os juros, fazendo com que os bancos emprestem recursos e o consumo populacional seja estimulado.

Portanto, a diferença entre os bond yields das maiores economias do planeta pode ser explicada a partir das divergências políticas entre seus respectivos Bancos Centrais. Através de um aumento da taxa de juros, os bond yields dos Estados Unidos ganham maior remuneração. Enquanto isso, por manterem as taxas de juros em patamares baixos, os bond yields europeus e japoneses mantêm-se baixos, com uma taxa de juros negativa na economia. Tem-se que, a partir destes fatos, uma disparidade entre a rentabilidade dos títulos dos países é configurada.

# O PODER DE MUDANÇA DO MERCADO FINANCEIRO



GABRIEL TEODORO

**Engenharia Elétrica**
**POLI USP**

Crises financeiras, ganância e ambição desmedida. Como diria a personagem Gordon Gekko, do filme Wall Street, Poder e Cobiça: "It's all about bucks, kid. The rest is conversation". Esses termos, associados e fomentados por uma construção artística ao redor do mercado financeiro, dão a ele, muitas vezes, uma péssima reputação dentre as demais indústrias da economia. Reputação, entretanto, muitas vezes, embasada: depois da crise de 2007/08, instituições financeiras compunham o setor de maior desconfiança da economia global, status que perdurou por anos. Durante a crise imobiliária, o mercado financeiro institui a si mesmo a fama de antiético. Incríveis bônus, dessa forma, não têm capturado mais a atenção de jovens como antes. Segundo pesquisa realizada na turma de 2015 da Harvard Business School, apenas 4% dos graduandos demonstraram interesse pelo tradicional Investment Banking. Atualmente são considerados fatores como o crescimento pessoal e, também, a função social do trabalho.

As finanças têm acompanhado a humanidade por centenas de anos. A primeira bolha financeira registrada ocorreu no século XVII, na Itália, com a comercialização de tulipas. Ao passar das décadas, o capitalismo e o sistema financeiro se consolidaram, e, nos dias atuais, o mundo funciona financeiramente. Um bom exemplo disso são as safras de vinho. Através dos fundos de investimento de vinho, compra-se cotas de uma safra que virá a ser vendida depois de alguns meses ou anos Atualmente a Liv-ex, a Bolsa de Vinhos de Londres, movimenta mais de U$100 milhões por ano. A bebida milenar, de forte tradição é, hoje, também regida pelo mercado financeiro.

A abstração e complexidade do mundo financeiro, com o passar do tempo, fez com que a sua essência ficasse oculta. Segundo o CFA Institute, o propósito das finanças é permitir que excessos de fundos estejam disponíveis para entidades que necessitam de capital para colocar suas ideias em prática. Em outras palavras: idealmente, o mercado financeiro produz resultados em que todos os participantes se beneficiam na transação. O mercado financeiro é o canal para ideias serem colocadas em ação no mundo atual.

Esse texto poderia se tratar do questionamento se esse propósito do mercado financeiro tem sido cumprido. Mas, como diria Mark Twain, "Planeje-se para o futuro, pois é nele que você passará o resto da sua vida". Assim, esse texto procura colocar o mercado financeiro em uma posição privilegiada, mostrando seu potencial para mudar o mundo através de seus fundamentos.

O mundo contemporâneo tem mudado em uma velocidade nunca vista antes. A era digital veio para ficar. A internet possibilitou uma maior conexão e integridade para o mundo, acelerando a globalização e democratizando o acesso à informação, à exposição de ideias e à capacidade organizacional de populações. E mais, a conectividade ainda não chegou ao seu ápice: o acesso à internet tende a ser expansivo, atingindo tudo que funciona digitalmente – o que é chamado de Internet of Things. As ramificações desse processo também foram sem precedentes, a integração mundial abriu espaço para mudanças geopolíticas, facilmente observadas pelo posicionamento de Donald Trump na Casa Branca, enquanto a expansão acadêmica e informacional trouxe à tona discussões pertinentes, como o terrorismo, a xenofobia, a desigualdade de gêneros, a fome mundial, as alterações geoclimáticas, a geração de energia, a sustentabilidade.

E qual seria a razão para que o "antiético mercado financeiro" possua a chave para a resolução de grande parte dos problemas que afligem a sociedade contemporânea? Aliás, impactos sociais positivos e bolsa de valores dificilmente são encontrados na mesma frase. A resposta para essa pergunta é muito simples: são eles que possuem a grana. Em 2015, todas as bolsas de valores do mundo, somadas, resultaram em cerca de U$55 trilhões. O mercado mundial de títulos valia, no mesmo ano U$78 trilhões. A soma desses dois valores (U$113 trilhões) é aproximadamente o dobro do PIB mundial em 2015 (U$74.118 bilhões). Esse é um grande poder de mudança.

Essa não é uma via de mão única. A própria sobrevivência do mercado financeiro está atrelada à sustentabilidade. Temos uma crescente população que atingirá 10 bilhões de pessoas em breve, enquanto consumimos recursos naturais com uma velocidade maior do que sua reposição natural. Assim, os atuais problemas globais são também problemas econômicos, relevantes do ponto de vista de risco e retorno.

Na prática, expandindo a definição da função do mercado financeiro, esse impacto positivo é traduzido por uma mobilização de capital para o crescimento sustentável, criando bem-estar social. Ou seja, investimentos em mercados e empresas sustentáveis. Felizmente, o futuro já é uma realidade em muitos lugares. Investimentos sustentáveis movimentaram mais de U$20 trilhões no último ano e possui alto crescimento nos Estados Unidos, representando, em 2016, um a cada seis dólares sobre gerenciamento profissional no país.

Embora o mercado financeiro possua esse potencial, infelizmente, a indústria de investimentos está lutando para reconhecer esse propósito. Frequentemente os lucros são colocados à frente dos clientes. Investidores e banqueiros necessitam reconectar seu trabalho com o objetivo maior de usar o capital para ser um suporte do bem estar



# DESVENDANDO A RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OI

MARCELLA CASSEMIRO
**TOSHIRO TOKUYOSHI**

Economia
**FEA USP**

"A recuperação judicial é uma medida para evitar a falência de uma empresa. Ela é requerida quando a empresa não tem mais condições de pagar suas dívidas. É um meio para que a empresa em dificuldades reorganize seus negócios, redesenhe o passivo e se recupere de momentânea dificuldade financeira." Foi nesse contexto que a maior operadora de telefonia fixa e quarta maior em telefonia móvel nacional aderiu, há mais de um ano, ao processo de recuperação judicial. Com uma dívida de 64 bilhões e com 55.000 acionistas, a Oi tem o maior processo da história do Brasil. Decorrente de uma uma série de fatores, a atual crise da companhia tem uma trajetória um tanto quanto antiga.

Ao longo dos anos, o Grupo Oi vem sofrendo com o aumento exponencial de seus passivos, resultante da alteração nos padrões de consumo dos usuários dos serviços e das disputas judiciais decorrentes de discussões nos âmbitos regulatório, trabalhista, fiscal e cível. Somado a isso, a companhia fez investimentos, como a aquisição da Brasil Telecom em 2009, que não saíram como o esperado. Assim, esses fatores levaram os administradores a recorrer à emissão de dívidas no mercado de capitais a fim de manter sua competitividade.

Entretanto, tal estratégia trouxe mais problemas que soluções. Restrita à captação de recursos de alto custo no mercado nacional, resultante das elevadas taxas de juros e refém do custo do hedge cambial para acessar capital estrangeiro, a companhia enfrentou uma enorme desvantagem em relação a seus concorrentes, os quais gozam de recursos de baixo custo para investir em ativos de telefonia móvel, que representam maiores retornos operacionais.

A combinação de vultuosos investimentos com baixo retorno, ativos ligados a uma tecnologia com uma participação cada vez menor nas redes de telecomunicações e pesadas sanções regulatórias arrastou o Grupo Oi à beira da falência.

Diante desse cenário insustentável, a Oi deu início, em 20 de junho de 2016, ao primeiro passo do processo de recuperação judicial, que é a fase postulatória. Nela, há o requerimento do benefício da recuperação judicial e é

protocolada a petição inicial. Nessa fase, uma série de obrigações são exigidas a fim de analisar a possibilidade de deferimento do pedido de recuperação. Entre essas obrigações, incluem-se a exposição das causas da situação patrimonial do devedor e das razões da crise econômico-financeira, a apresentação das demonstrações contábeis relativas aos três últimos exercícios sociais e a relação nominal completa dos credores. Em 29 de junho de 2016, foi deferido pela Justiça do Rio de Janeiro o pedido de recuperação judicial da Oi. Com isso, dá-se início à segunda fase.

A segunda fase é a deliberativa, quando o Magistrado nomeia o Administrador Judicial, ordena a suspensão de todas as ações da empresa e discute-se o plano de recuperação judicial, o qual deverá conter a demonstração de como a empresa pretende se recuperar. O prazo de apresentação é de 60 dias . No caso da Oi, houve três empresas que assumiram o papel de Administrador Judicial: a PricewaterhouseCoopers (PwC), que foi afastada; a BDO, que desistiu, e o Escritório de Advocacia Arnold Wald, que é o responsável no momento. Essa não foi a única situação, no processo da Oi, que não deu certo na primeira tentativa. O plano de recuperação também representa um desafio para a empresa.

O primeiro plano da Oi, firmado dia 5 de setembro de 2016, foi nomeado "Plano de Transformação". Era um projeto com mais de 370 iniciativas, que propunha, entre outras coisas, uma reestruturação da dívida, a reorganização societária e a alienação de ativos, com o objetivo de reduzir os custos e despesas e aumentar a participação da Oi no mercado, melhorando a sua produtividade e eficiência operacional. Os credores tinham 30 dias para apresentar sugestões de modificação no plano e, caso não houvesse consenso, mais 120 para negociação. Mas não foi preciso. Tal proposta foi desconsiderada de imediato, já que previa pagar aos credores apenas 30% do valor dos créditos e, caso a empresa falisse, os credores poderiam ficar com 85% do capital da Oi, trocando seus títulos de dívida por ações.

Assim, diante do fracasso da primeira proposta, no dia 22 de março, houve mais uma tentativa por parte dos acionistas. A nova versão trouxe melhora no prazo de

pagamento para credores, como bancos e fornecedores, além da opção de entrega imediata de ações da companhia, com 25% do capital. Segundo o presidente da Companhia, Marco Schoroeder, a Oi deve aprovar o plano de recuperação judicial até setembro, levando em conta a apresentação da nova proposta pela companhia, o tempo até o aval da Justiça e a realização da assembleia de credores.

Quando houver tal aprovação, dá-se início à última fase, que é a fase de execução, dando-se cumprimento ao plano de recuperação. A recuperação judicial é finalmente encerrada mediante a verificação do cumprimento de todas as obrigações previstas no plano que vencerem até 2 anos contados da Homologação Judicial do Plano. Mas a Oi ainda tem um longo caminho a percorrer até o encerramento do processo.

Uma das variáveis em questão é a possibilidade de intervenção estatal. Isso pode ocorrer caso os credores e acionistas não cheguem a um acordo nos próximos meses. Além do enorme impacto que a falência da companhia traria à economia, há regiões onde ela é o único fornecedor. Não é de interesse do governo desamparar os 300 municípios com cobertura exclusiva da Oi. Portanto, apesar de salvar a empresa financeiramente, seria péssimo tanto para os credores quanto para os acionistas, que ficariam a mercê do Estado.

Independentemente do acordo que será firmado com os credores, o Grupo Oi já sentiu os efeitos benéficos da recuperação judicial. Desde o início do processo, o valor de mercado da companhia já cresceu 350%, resultado da suspensão do pagamento das dívidas que representou uma economia de cerca de R$ 6 bilhões. Os acionistas foram os grandes beneficiados com a valorização de suas ações. Esse fôlego financeiro criou espaço para melhorar o desempenho operacional da empresa. Houve um aumento de R$ 2,6 bilhões de caixa no período e um crescimento de 18% em investimentos. Nesse cenário é possível vislumbrar um futuro mais otimista para a continuidade dos negócios.



# REVOLUÇÃO INDUSTRIAL E DESEMPREGO

ANA PAULA PORTO

Economia
**INSPER**

Um estudo do Atlantic Council, um think-tank americano, expõe que "A terceira revolução industrial é uma nova combinação de sinergias entre tecnologias que já existem e, ao mesmo tempo, novos produtos e máquinas". Ou seja, não é uma ruptura única, como a máquina a vapor, e sim uma convergência de múltiplas inovações que criam condições para uma ruptura. Já em 1930, um ensaio de John Maynard Keynes começava a trazer preocupações a respeito do desemprego tecnológico, devido a descoberta de meios capazes de economizar trabalho andarem mais rápido que o ritmo de substituição dessas antigas funções.

Os robôs simbolizam essa nova realidade tecnológica, porque preenchem o imaginário de quase todas as pessoas. E são muitas as start-ups americanas criadas por jovens com o objetivo de desenvolver robôs. São essas pequenas empresas que a Google e a Amazon estão comprando por milhões de dólares, talvez porque possam precisar delas em breve. Esses recursos, que repetem mecanicamente operações, começaram a ser desenvolvidos pelos japoneses, por uma razão óbvia: não gostavam de imigrantes. Então, encontraram nos robôs o suplemento de competitividade de que precisavam na indústria de exportação, instigando assim novas tecnologias.

Entretanto, não são esses os robôs que estão hoje no centro dos debates, e sim os "robôs inteligentes". Eles não servem apenas para realizar atividades repetidas, mas também podem substituir mão de obra mais qualificada e modificar a forma atual de trabalho. Já se vê robôs jogando futebol de salão, vencendo campões mundiais de xadrez e aumentando precisão cirúrgica. Além disso, as tecnologias podem ser fundamentais para mudar a forma de fazer guerras (aliás, já estão mudando) com utilização militar dos drones pelo Pentágono, que hoje tem papel primordial na luta contra o terrorismo, como vimos na Síria.

Conforme um estudo recente feito por dois pesquisadores de Oxford, Carl Benedikt Frey e Michael Osborne, 47% dos empregos que existem hoje (cerca de 700 tipos, segundo seus cálculos) podem ser automatizados nas próximas duas décadas. Na mesma linha, o americano Jaron Lanier, expõe os efeitos negativos das tecnologias digitais empregadas, que concentram a riqueza nas mãos de uma elite. Ele utiliza o clássico exemplo da Kodak, criadora da primeira máquina fotográfica, que chegou a empregar 140 mil pessoas e valer 28 bilhões de dólares, mas que pediu falência no início de 2012. E foi substituída pela nova face da fotografia digital, Instagram, o qual, quando foi vendido ao Facebook por bilhões de dólares, tinha 13 empregados.

A grande questão do século 21 é o impacto dessa terceira revolução industrial na sociedade e, sobretudo, na potencialização do desemprego. A maioria dos economistas se utiliza do empirismo para concluir que no longo prazo essa ruptura culminará em ganhos de produtividade, gerando riqueza nas sociedades mais avançadas. Quem se opõe a essa visão mais otimista é denominado, muitas vezes, "luddita"[1] e não acredita na criação de novos empregos. O principal problema é como balancear o curto prazo com o longo prazo e a acentuação da desigualdade nas distribuições dos benefícios, como assistimos até em sociedades mais igualitárias, como a Suécia, que não conseguiram escapar a esta regra. Ou seja, ainda está tudo em aberto e não se sabe as conclusões dos últimos avanços tecnológicos mundiais.

[1] O ludismo (ou luddismo) foi um movimento que ia contra a mecanização do trabalho proporcionado pelo advento da Revolução Industrial. Adaptado aos dias de hoje, o termo ludita (do inglês luddite) identifica toda pessoa que se opõe à industrialização intensa ou a novas tecnologias, geralmente vinculadas ao movimento operário anarcoprimitivista. A principal argumentação contra as máquinas é a substituição da mão de obra humana.

# ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: O FANTASMA DO VALUTATION

RUBENS TERRA
VICTOR NATAL

BTM CO

Quando vemos jovens começando a se interessar pelo mercado financeiro, normalmente conseguimos identificar dois focos bastante distintos de interesse: no primeiro, o jovem padawan abre uma conta em uma corretora, lê um bom tanto sobre a análise gráfica e começa a fazer suas próprias operações de daytrade, de tape reading, etc. – em suma, mergulha de cabeça no mundo do trade. Na segunda possibilidade, o inexperiente Jedi do mundo das finanças tem contato com as teorias que norteiam tomadas de decisão mais ligadas à empresas e sua participação na economia real, ouve sobre mestres como Charlie Munger, Warren Buffet, Benjamin Graham e Luis Stuhlberger – e assim, mergulha de cabeça no mundo da análise fundamentalista.

O mito do Valuation. Enquanto as pessoas do primeiro grupo costumam buscar mais conteúdo sobre análise técnica, ouvem as recomendações de investimentos e ficam vidradas nas variações de preços dos ativos para não perderem oportunidades, as pessoas do segundo grupo vão prontamente atrás de um curso de equity valuation.

Mas será que ele é tudo o que é preciso saber para fazer uma boa análise fundamentalista de uma empresa? O objetivo final é, de fato, encontrar um preço justo?

Quando o barato sai caro. Imagine sua primeira aventura como analista de ações. Você fica responsável por defender a tese de investimentos (ou não) em uma empresa no setor de alimentos. Você coleta uma série de dados sobre a empresa, faz uma série de projeções de variáveis-chave, determina os fluxos de caixa livre da empresa pelos próximos, digamos, 10 anos, você encontra um valor residual adequado para a empresa ao fim dos 10 anos de projeção, determina uma taxa de desconto adequada para o risco incorrido. Fazendo mais umas continhas você encontra o tão desejado preço alvo. Para sua surpresa, o preço encontrado é 30% superior ao preço negociado no mercado (ou seja, a ação da empresa está "barata"). Você não pensa duas vezes e aloca 20% do patrimônio do fundo na ação. Em poucos meses o preço da ação despenca 40%. O que aconteceu?!

Garbage in – garbage out. Nos meses que sucederam à sua análise a empresa teve uma série de problemas. A comercialização de seus produtos foi interrompida por falta de cumprimento de restrições sanitárias. Elas foram impostas meses antes e a maior parte das empresas do setor se adaptou, porém a empresa em questão não fez os investimentos necessários para não comprometer os resultados financeiros de curto prazo. Da mesma forma, a empresa pouco fez para melhorar seus sistemas de controle para dar conta das mudanças na operação. Uma série de erros foi repassada aos demonstrativos financeiros. Para piorar, os gestores sabiam de tudo o tempo todo e esconderam diversas informações dos acionistas. Quando o problema se tornou público pararam de dar assistência aos acionistas.

It's all about business! Claro que o valuation é uma parte importante do processo de análise, mas é uma parte. Para uma boa análise fundamentalista é importante ter em mente que ao comprar uma ação de uma empresa você se torna sócio dela, com uma pequena porção societária. Dessa forma, conhecer profundamente o negócio, assim como os gestores, responsáveis por agir em benefício dos acionistas, é essencial. Uma forma, bastante comum, de conduzir essa parte qualitativa da análise é usar como referência as 5 forças de Porter. Detalhar o método fica para outro momento.
Análise é uma ciência exata? Assim como a parte qualitativa abre espaço para diversas interpretações, também o faz o valuation. O preço alvo encontrado depende de uma série de hipóteses e projeções. Não se engane em achar que ele estará 100% certo. Não estará, essa é a única certeza.

# PRESSÕES NO ORIENTE MÉDIO E VARIAÇÃO NO PREÇO DO PETRÓLEO

JÚLIA SENO

Economia
**FGV SP**

A partir da segunda revolução industrial, ocorreu a transição da fonte de energia predominante nas atividades industriais: do carvão mineral para o petróleo. Inicialmente, houve a hegemonia da produção mundial, entre 1940 e 1970, nas mãos das empresas que ficaram conhecidas como "As Sete Irmãs", as quais buscavam o monopólio da produção do petróleo bruto, e contavam com 85% da produção do planeta. Todavia, com a descoberta e o desenvolvimento da exploração petrolífera no Oriente Médio, em 1960 surgiu a Organização do Países Exportadores de Petróleo (OPEP), com o intuito de inserir os seus países-membros no mercado mundial e reduzir as influências das empresas monopolistas. Desde então, tensões geopolíticas ligadas a essa região têm alterado as cotações do petróleo, por influenciar diretamente nas condições de oferta do combustível fóssil, trazendo grandes incertezas quanto ao preço da commodity e movimentando o mercado dos contatos futuros.

Sob essa ótica, ganha particular relevância o fato de que a OPEP cumpriu seus objetivos, estabelecendo concorrência e ganhando status e poder de influência, tendo alcançado, já em 1970, 50% da produção mundial de petróleo bruto. O mais preocupante, contudo, é constatar que tal porcentagem levou à possibilidade de barganha por parte do grupo, que se tornou hábil a mudar os preços da commodity para acima dos de equilíbrio de mercado. Ou seja, a OPEP ganhou o poder de oscilar os preços por meio de aumentos e reduções da produção em seus países membros, sendo esses, inicialmente, Irã, Iraque, Síria, Kuwait, Arábia Saudita, Bahrain, Qatar, Emirados Árabes Unidos, Omã e Iêmen. Assim, fica claro que eventos como a guerra de Yom Kippur, entre Israel e países árabes, na qual os Estados Unidos se posicionaram a favor do primeiro, levam à retaliação por parte da OPEP, que, ciente de sua influência, reduziu a oferta de tal forma que o preço do barril de petróleo se elevou de US$3,00 para US$11,00, originando, com isso, a 1ª Crise do Petróleo, em 1973.
É patente entender que essa não foi uma ocorrência única, uma vez que a intervenção americana tanto na Revolução Iraniana de 1978, quanto na Guerra do Golfo de 1990 ou na Invasão do Iraque em 2003, geraram aumento de preços por problemas de oferta. Tendo em vista que o Oriente Médio ainda detém 40% da produção de petróleo bruto atual, ganha configuração real a ideia de que quaisquer tensões nos países dessa região ainda atuam significativamente nos mercados futuros internacionais. Isso explica o motivo da alta de 1,9% nos WTI (West Texas Intermediate) para entrega em maio e de 1,8% do Brent após os EUA dispararem 59 mísseis contra uma base militar síria, na província de Homs, de onde teria sido lançado o ataque químico atribuído ao regime de Bashar al-Assad, que matou mais de cem pessoas na cidade de Khan Sheikhun.

Todo esse contexto indica que a oferta de petróleo será alterada, uma vez que, mesmo não sendo mais um membro da OPEP, a Síria ainda possui grandes aliados no grupo. As movimentações nos mercados futuros revelam expectativa por parte dos investidores de aumento de preço do petróleo, indicada pela grande quantidade de opções de compra que vêm sendo realizadas. Porém, ao contrário de cenários passados, onde os EUA necessitavam de uma expressiva remessa de petróleo importado, a produção interna aumentou significativamente com a exploração do xisto no país, reduzindo, assim, a necessidade de petróleo de fora.
Visualizando essa produção crescente, mas com o alto custo, devido ao novo método de produção, os países árabes já haviam se mobilizado para aumentar a oferta da commodity, reduzindo o preço do barril de mais de cem dólares para menos de cinquenta dólares americanos em 2014, o que tornou a exploração do xisto inviável e garantiu, principalmente, a continuidade das exportações da Arábia Saudita e de outros países do Oriente Médio para os Estados Unidos.

Tendo em vista esse quadro, torna-se conflitante a atuação da OPEP mirando o Estado norte-americano: constata-se que a subida dos preços do petróleo poderia viabilizar a exploração do xisto no país que possui a maior reserva deste recurso energético, o que não só alteraria a atual dinâmica dos maiores produtores de petróleo do globo, mas também promoveria ganhos – ao invés de perdas – para a economia americana. Resta refletir, portanto, até que ponto subir os preços do petróleo será negativo para a maior potência econômica mundial.

# CICLO DE CRÉDITO AMERICANO: O QUE O FUTURO NOS AGUARDA?

IGOR LODYGENSKY

Economia
UDESC

A economia americana já está há oito anos na fase de expansão de seu ciclo de crédito, o qual dura de oito a dez anos, segundo afirma o gestor de hedge fund, Ray Dalio. O ciclo de crédito acompanha a expansão e a contração do acesso ao crédito ao longo do tempo. Ele influencia o ciclo econômico como um todo: variações no acesso ao crédito afetam as habilidades dos agentes de financiar atividades de consumo e investimento.

Na fase de expansão, a injeção monetária na economia acarreta um aumento da oferta monetária por bens e serviços, estimulando a atividade econômica e o emprego. O fortalecimento econômico induz a um crescimento da confiança e de empréstimos bancários. A alavancagem cresce à medida que maiores taxas de crescimento induzem mais endividamento das empresas. Os preços dos ativos - imóveis, ações, títulos - são positivamente pressionados pelo aumento da demanda daqueles agentes alavancados. Essa inflação no preço dos ativos pode desenvolver uma bolha de preços especulativa insustentável. Neste ano, os níveis de empréstimos bancários e o índice S&P 500 atingiram recordes históricos.

Após a crise do subprime e o fim da fase de retração do último ciclo de crédito em 2009, a recuperação econômica foi lenta, mas gradual. Hoje, o mercado de trabalho americano está perto do pleno emprego com a taxa de desemprego em 4,7% e o produto cresce numa faixa de 2-3% ao ano. Durante este fortalecimento econômico, as empresas voltaram a contrair dívidas para financiar suas operações. Desde 2010, o setor corporativo americano obteve mais USD 7,8 trilhões em dívidas e outros passivos. O agravamento do endividamento das empresas pode ser evidenciado pela queda substancial no rácio de cobertura de serviços da dívida médio nos dois últimos anos, com lucros que não chegam a seis vezes o pagamento de juros. O rácio de cobertura é o número de vezes que o resultado operacional cobre os juros financeiros mais amortizações de capital a que a empresa está sujeita.

Em abril deste ano, o FMI divulgou seu Global Financial Stability Report, no qual afirma: "Os fundamentos do crédito corporativo começaram a enfraquecer, criando condições que historicamente precederam retrações do ciclo de crédito." O relatório também advertiu que a redução de impostos e a implementação de políticas de desregulamentação propostas pelo governo Trump podem acabar exacerbando fragilidades das empresas americanas. Um rápido aumento nos custos de empréstimos poderia ser uma das implicações da política fiscal expansionista de Trump. Este cenário é perigoso quando tem-se um setor corporativo altamente endividado e vulnerável a aumentos das taxas de juros.

Na fase de expansão do ciclo de crédito, os gastos na economia crescem mais do que a produção de bens e serviços. Essa tendência acarreta numa pressão inflacionária, que é respondida pelas autoridades monetárias com uma política monetária contracionista. Uma redução na liquidez monetária e um encarecimento do crédito desaceleram a atividade econômica. A fase de retração então sucede a fase de expansão do ciclo de crédito. Quando o capital disponível dos agentes é reduzido, um declínio no preço dos ativos pode ocorrer nos mercados que haviam se beneficiado da expansão de crédito. Isto causa insolvência e falência aos agentes recém-chegados ao mercado. Em seguida, a solvência e lucratividade do sistema bancário são afetadas, resultando numa contração do crédito. Assim, uma recessão ocorre em decorrência da contração da dívida do setor privado.

Hoje, a inflação americana aproxima-se da meta de 2% ao ano. O Cômite de Mercado Aberto do Federal Reserve, respondeu a essa tendência aumentando as taxas de juros para o intervalo de 0,75% a 1% ao ano. Economistas esperam mais dois aumentos da taxa ao longo do ano. Assim, um aumento nos custos de crédito pode antecipar o fim da fase de expansão de crédito americana.

Por mais que muitos sinais indiquem que os Estados Unidos estão próximos do fim desse ciclo, é difícil afirmar de fato quando a fase de retração iniciará. O crescimento global continua lento, mas especialistas indicam que ele deve continuar. A economia americana cresce a níveis inferiores àqueles que precederam as outras crises, ou seja, a situação não é de sobreaquecimento, mas sim de moderação.

Historicamente, o Fed terminou de aumentar as taxas de juros muito antes do fim dos ciclos de crédito. As últimas duas recessões ocorreram de 9 a 18 meses depois do Fed completar o aumento das taxas. Atualmente, a sua política monetária é de normalizar as taxas que estavam em níveis muito baixos. A postura do Fed pode ser considerada dovish, uma vertente favorável à realização de políticas monetárias graduais, tendendo a preferir proteger a atividade econômica a combater a inflação.

Atualmente, os balanços de bancos estão muito mais fortes que no passado, em decorrência de reforço na regulamentação seguida a crise de 2008. Tal fortalecimento do setor bancário permite acesso ao crédito.

O ciclo de crédito americano ainda não chegou ao fim e não se sabe quando a próxima fase iniciará. Ainda assim, é importante ter cautela e evitar os mercados americanos mais suscetíveis a aumento de juros e taxas de incumprimento (default rates), como o mercado de high yield bonds. Aliás, oscilações na economia americana impactam o mundo todo. É importante estar atento com o que acontece por lá.



Envie seu artigo, sugestão ou dúvida para: diretoria@marketsst.com

Saiba Mais :
www.marketsst.com

MARKETS ST