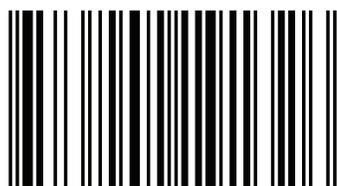


## Economia e Finanças Corporativas

Estruturar uma coletânea com trabalhos desenvolvidos por autores diversos sempre é um desafio, pela natural heterogeneidade de pensamento na complexidade dos fatos, restando à temática central o cumprimento da missão de costurar possíveis identidades na leitura da realidade. Enquadrada nesse contexto, esta obra traz à tona aspectos do momento econômico-financeiro do Brasil, na fase da vivência de uma das mais profundas crises econômicas de sua história. Se procurou pinçar pesquisas que tratam do tema em epígrafe, em um amplo conjunto de trabalhos desenvolvidos na área da economia e finanças, no âmbito da graduação e da pós-graduação lato sensu da UNIJUI – Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul, de forma a retratar aspectos pontuais do momento brasileiro.

Daniel Knebel Baggio é professor do PPGDr/UNIJUI e do PPGGEO/URI, com Mestrado e Doutorado em Contabilidade e Finanças pela Universidad de Zaragoza/Espanha. Romualdo Kohler é professor do PPGDr/UNIJUI, com Mestrado em Desenvolvimento Regional pela UNISC e Doutorado em Administração pela Universidad Nacional de Misiones/Argentina.



978-620-2-19132-6

Economia e Finanças Corporativas

Knebel Baggio, Kohler (Eds.)



Daniel Knebel Baggio (Ed.) · Romualdo Kohler (Ed.)

## Economia e Finanças Corporativas

Reflexões e estudos de casos

 Novas Edições Acadêmicas

**Daniel Knebel Baggio, Romualdo Kohler (Eds.)**

**Economia e Finanças Corporativas**



**Daniel Knebel Baggio, Romualdo Kohler (Eds.)**

# **Economia e Finanças Corporativas**

**Reflexões e estudos de casos**

**Novas Edições Acadêmicas**

**Imprint**

Any brand names and product names mentioned in this book are subject to trademark, brand or patent protection and are trademarks or registered trademarks of their respective holders. The use of brand names, product names, common names, trade names, product descriptions etc. even without a particular marking in this work is in no way to be construed to mean that such names may be regarded as unrestricted in respect of trademark and brand protection legislation and could thus be used by anyone.

Cover image: [www.ingimage.com](http://www.ingimage.com)

Publisher:

Novas Edições Acadêmicas

is a trademark of

International Book Market Service Ltd., member of OmniScriptum Publishing Group

17 Meldrum Street, Beau Bassin 71504, Mauritius

Printed at: see last page

**ISBN: 978-620-2-19132-6**

Copyright ©

Copyright © 2018 International Book Market Service Ltd., member of OmniScriptum Publishing Group

All rights reserved. Beau Bassin 2018

# SUMÁRIO

SOBRE OS AUTORES E ORGANIZADORES .....	4
PREFÁCIO .....	8
ECONOMIA BRASILEIRA: UM RETRATO EM 2017 Argemiro Luís Brum .....	10
RELAÇÃO ENTRE A OFERTA DE MOEDA E CRESCIMENTO ECONÔMICO NA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1995-2015 Romualdo Kohler Gabriela Lippert Vettorello .....	53
VARIAÇÃO DOS PREÇOS DA COMMODITY SOJA: 2014 A 2017 Leandro Heck de Ramos Argemiro Luís Brum .....	92
GOVERNANÇA CORPORATIVA: MODELO DE ABERTURA DE CAPITAL DA EMPRESA MULTIPLUS (MPLU3) Juliane Bruna Grings Marlene Kohler Dal Ri Eusélia Pavaglio Vieira .....	110
ANÁLISE DO VALOR DAS EMPRESAS DO SETOR EDUCACIONAL: UM ESTUDO MULTICASO NA BM&FBOVESPA Isoé Nicolas Schneider Marlene Kohler Dal Ri Daniel Knebel Baggio Francisco Eduardo Köhler Dal Ri .....	128



## COMITÊ EDITORAL

Prof. Msc. Adelar Francisco Baggio/UNIJUI

Prof. Msc. Antonio José Grison/UNIJUI

Prof. Dr. Daniel Knebel Baggio/UNIJUI

Prof. Dr. Dieter Rugard Siedenberg/UNIJUI

Prof. Dr. João Serafim Tusi/URI

Prof. Dr. Martinho Luis Kelm/UNIJUI

Prof. Dr. Romualdo Kohler/UNIJUI

Prof. Dr. Vilmar Antonio Boff/URI

## **SOBRE OS AUTORES E ORGANIZADORES**

**Argemiro Luís Brum** - Possui graduação em Administração de Empresas pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (1981), graduação em Tecnólogo Em Cooperativismo pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (1981), mestrado em Economia Agrícola - Institut Agronomique Méditerranéen de Montpellier (1986) e doutorado em Economia Internacional - Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (1989). Atualmente é professor titular da Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul, consultor sênior do SEBRAE, consultor de empresas nacionais e internacionais na área do agronegócio, coordenador da Central Internacional de Análises Econômicas e de Estudos de Mercado Agropecuário (CEEMA/DACEC/UNIJUI), membro do Colegiado de Coordenação do Mestrado em Desenvolvimento (UNIJUI). Tem experiência na área de Economia, com ênfase em Relações do Comércio; Política Comercial; Integração Econômica e Mercados Agropecuários, atuando principalmente nos seguintes temas: economia, economia internacional, negociações comerciais multilaterais, mercados, soja, grãos em geral e produção.

**Daniel Knebel Baggio** - Possui graduação em Administração pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (UNIJUI - 2005), Mestrado em Contabilidade e Finanças - Universidad de Zaragoza (2007) e Doutorado em Contabilidade e Finanças - Universidad de Zaragoza (2012) revalidado pela Universidade de São Paulo (USP) em Controladoria e Contabilidade.

Atualmente é professor do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento da UNIJUI e do Programa de Pós-Graduação em Gestão Estratégica de Organizações da Universidade Regional Integrada (URI). Investigador pela Universidade de Zaragoza, integrando o Grupo de Investigación en Economía Financiera (GIECOFIN) e da UNIJUI, integrando o Grupo de Pesquisa em Competitividade e Gestão Estratégica para o Desenvolvimento (GPCOM/UNIJUI). Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Administração Financeira, atuando principalmente nos seguintes temas: Finanças, Mercado de Capitais, Fundos de Investimentos, Empreendedorismo, Jogos Empresariais e Governança Corporativa.

**Eusélia Pavaglio Vieira** - Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (1991) e mestrado em Contabilidade pela Fundação Visconde de Cairu (2001). Atualmente participa como membro da comissão do ensino superior do Conselho Regional de Contabilidade do Rs e professora assistente 2 - mestre da Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul. Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Contabilidade de Custos, atuando principalmente nos seguintes temas: custos, gestão, sistema, análise e auditoria.

**Francisco Eduardo Köhler Dal Ri** - Graduando no curso de Ciências Economicas; Bolsista CNPq.

**Gabriela Lippert Vettorello** - Possui graduação em Processos Gerenciais pela Universidade Norte do Paraná (2010) e graduação

em Ciências Econômicas pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (2015). Atualmente é analista técnico júnior - SENAI - Departamento Regional do Rio Grande do Sul. Tem experiência na área de Economia, com ênfase em Economia.

**Isoé Nicolas Schneider** - Possui graduação em Administração pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (2016). Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Administração.

**Juliane Bruna Grings** - Graduada em Economia e pós-graduanda em Finanças e Mercado de Capitais pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul (UNIJUÍ - 2016).

**Leandro Heck de Ramos** - Possui graduação em Ciências Econômicas pela Universidade de Caxias do Sul(2014), curso-tecnico-profissionalizante em Técnico em Contabilidade pela Escola Estadual Feliciano Jorge Alberto(1996), ensino-fundamental-primeiro-graupela E. E. Americo dos Santos(1993) e ensino-medio-segundo-graupela Escola Estadual Feliciano Jorge Alberto(1996). Atualmente é Gerente de Unidade da Coop Triticola Mista Campo Novo Ltda. Tem experiência na área de Economia.

**Marlene Köhler Dal Ri** - Possui graduação em Ciências Econômicas pela Universidade de Cruz Alta (Unicruz), em 1975; graduação em Licenciatura em Disc. Espec. do Ensino de 2º Grau pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), em 1977; pós-graduação em Economia pela Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS), em 1984; pós-graduação em Economia Monetária pela

Fundação Regional de Economia de Santa Maria (RS), em 1995; e mestrado em Engenharia da Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), em 2003. Atua como professora titular do curso de Ciências Econômicas (DACEC) da Unijuí desde 1986. Em 2015 assumiu a coordenação do Colegiado do curso de graduação em Ciências Econômicas, e em 2016 a coordenação do curso de pós-graduação lato sensu em Finanças e Mercado de Capitais.

**Romualdo Kohler** - Graduação em Administração de Empresas pela Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul, em Ciências Jurídicas e Sociais pela Universidade de Cruz Alta, em Ciências Econômicas pela Universidade de Cruz Alta, Especialização em Teoria Econômica e Desenvolvimento Regional pela Universidade de Cruz Alta, Mestrado em Desenvolvimento Regional pela Universidade de Santa Cruz do Sul e Doutorado em Administração pela Universidad Nacional de Misiones, Posadas, Argentina, revalidado no Brasil pela UFPE - Universidade Federal de Pernambuco. Desde 1998, atua como Professor em diversos cursos de graduação e, atualmente, é Professor Permanente no Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Desenvolvimento Regional - Mestrado e Doutorado - na Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul. Tem experiência nas áreas de Economia e Administração, com ênfase em Economia Regional e Urbana, Planejamento Urbano e Regional e Consultoria Empresarial, investigando principalmente nos seguintes temas: planejamento da economia local/regional, governança de APLs, efeitos das políticas públicas na socioeconomia de municípios e consultoria econômica empresarial.

## PREFÁCIO

Estruturar uma coletânea com trabalhos desenvolvidos por autores diversos sempre é um desafio, pela natural heterogeneidade de pensamento na complexidade dos fatos, restando à temática central o cumprimento da missão de costurar possíveis identidades na leitura da realidade. Esta obra, também enquadrada nesse contexto, traz à tona aspectos do momento econômico-financeiro do Brasil, na fase da vivência de uma das mais profundas crises econômicas de sua história.

Nesta direção, se procurou pinçar pesquisas que tratam do tema em epígrafe, em um amplo conjunto de trabalhos desenvolvidos na área da economia e finanças, no âmbito da graduação e da pós-graduação *lato sensu* da UNIJUÍ – Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul, de forma a retratar aspectos pontuais do momento brasileiro.

De início, vem à tona uma contextualização da economia brasileira, que se traduz em uma leitura do contexto macroeconômico nacional, a partir do comportamento das principais variáveis econômicas expressas em uma variedade de dados secundários, que sinalizam a saída da profunda recessão. Em contraponto, o autor traz uma série de considerações sobre os limites da retomada do crescimento, destacando mazelas culturais que identifica no bojo de nossa sociedade e que retardam a aceleração da dinâmica econômica.

A questão monetária, enquanto política pública de intervenção no processo de expansão econômica é retratada a seguir, com os resultados de uma investigação acerca da correlação entre as variáveis monetárias e crescimento econômico, que se transforma

em pano de fundo à reflexão sobre o aprofundamento da crise pós 2014, um período também marcado pela restrição de moeda e crédito.

Na sequência, vem o recorte do agronegócio pela sua posição de destaque no dinamismo econômico, seja pela produção, enquanto atividade geradora de emprego e renda internamente, seja pelo destaque na pauta exportadora nacional. Mais precisamente, o terceiro capítulo retrata a commodity soja como uma das principais produções agrícolas, sendo responsável por praticamente 1/4 das exportações do segmento no país e faz referências a variável câmbio na determinação dos preços internos do produto.

Por fim, os últimos dois capítulos avançam na linha do financiamento da economia, retratando tópicos específicos do mercado acionário, de certa forma ainda muito insipiente no Brasil. Primeiro o debate da governança corporativa, com a verificação empírica da abertura de capital de uma empresa selecionada, objetivando subsidiar o debate da drenagem de recursos para o setor empresarial. Logo após, uma análise de valorização acionária, a partir de estudo multicaso no segmento educacional, justamente o setor apontado no primeiro capítulo como elemento transformador da sociedade, portanto imprescindível ao desenvolvimento nacional sustentável.

# ECONOMIA BRASILEIRA: UM RETRATO EM 2017

*Argemiro Luís Brum*

## 1. INTRODUÇÃO

O Brasil chega ao final do ano de 2017 com uma projeção de um crescimento econômico entre 0,5% a 0,7%, após uma recessão econômica profunda, que durou 11 trimestres, tendo se iniciado ainda em 2014 (cf. CoDaCE). A inflação, por sua vez, cedeu para níveis ao redor do piso da meta, tendo mesmo, no transcorrer do ano, atingido o patamar de 2,5% em 12 meses. O desemprego diminuiu em um milhão de pessoas, ficando em torno de 13 milhões de brasileiros em tal situação. O câmbio ficou relativamente estável, oscilando entre R\$ 3,05 e R\$ 3,30 durante o ano, salvo em curtos momentos de grande tensão política, caso das acusações dos dirigentes da J&F/JBS que atingiram ao presidente Temer diretamente em maio. Tal câmbio, embora abaixo da paridade de poder de compra para o período, a qual estaria entre R\$ 3,30 e R\$ 3,50, propiciou um saldo recorde na balança comercial, com o mesmo devendo terminar 2017 ao redor de US\$ 70 bilhões. Apesar destes pontos positivos, o ano iniciou com incertezas e assim o termina. A primeira delas é de caráter político, pois o que sustentou a economia e permitiu alcançar estes números positivos foi a equipe econômica e não exatamente a postura do presidente, o restante de seus ministros e tampouco o Congresso Nacional. Neste sentido, há enormes dúvidas sobre o que será da condução econômica do país em 2018, já que o mesmo é um ano de eleições praticamente gerais (exceto para prefeitos e vereadores),

sem falar na incógnita quanto a que governo os brasileiros elegerão em menos de um ano a contar deste final de 2017. Além disso, não houve avanços estruturais puxados pelas reformas e pelos investimentos. Ou seja, a recuperação da economia, que se inicia, no atual cenário, pode durar até três anos, porém, tende a terminar em voo de galinha se nada for feito de mais concreto no sentido das reformas estruturais. Enfim, o que se tem neste final de 2017 é uma saída da recessão, porém, com uma recuperação econômica muito lenta. Ainda segundo o Codace, o Brasil teve uma perda acumulada de 8,6% em seu PIB nesta recessão. Para recuperar o terreno, e o país voltar aos níveis de 2013, já então insuficientes, a atividade econômica terá que crescer 4,3% a partir de 2019. E assim mesmo, apenas em 2022 se prevê alcançar os índices de 2013, considerando o aumento populacional no período (cf. IPEA). Sem falar que o ajuste fiscal, fortemente dependente das reformas, está longe de ocorrer. É o caminhar da economia brasileira neste ano de 2017, com seus avanços e recuos, que este capítulo privilegia.

## **2. INCERTEZAS**

O ano inicia já com muitas incertezas. No cenário internacional, era preciso assimilar o processo de saída do Reino Unido da União Europeia, o qual alimenta discursos populistas da extrema direita em diferentes países da região. Países estes que teriam, em 2017, eleições presidenciais. Os mais afoitos chegaram a prever o desaparecimento do euro, fato que felizmente não ocorreu e, hoje, não parece ser um tema tão relevante. Na Ásia, a China continuava a implantar sua reforma econômica, fato que reduziu pela metade o seu PIB em relação ao registrado na década passada. Na América

Latina se destacava a falência do nacionalismo populista, porém, sem uma consolidação das políticas que vêm em sua substituição. Dito de outra maneira, enquanto boa parte da América Latina parece estar conseguindo superar o nacionalismo, o populismo e o isolacionismo, que nos trouxe à atual crise econômica, o desafio agora é lidar com o preço a ser pago pela prática de políticas econômicas pouco liberais e centradas na intervenção do Estado. Essa realidade, que não é privilégio apenas desta região do mundo, obriga os governos a fortes ajustes estruturais nas contas públicas. Tais ajustes, no caso brasileiro, estavam ainda todos por fazer no final de 2017. Enfim, e a mais séria das ameaças, as primeiras decisões do novo governo dos EUA (Donald Trump) indicavam que a principal potência do mundo caminha para o “buraco econômico”: um nacionalismo exacerbado, que alimenta uma xenofobia perigosa, uma política comercial protecionista, aliada a uma prática expansionista interna, sem falar em rompimento de acordos internacionais, inclusive na área climática. Tal realidade se cristaliza com o passar dos meses. Na área econômica, por exemplo, a promessa do governo Trump liberar US\$ 550 bilhões para o setor produtivo tende a gerar uma expansão de curto prazo nos EUA, puxando boa parte do resto do mundo, porém, logo em seguida poderá gerar uma crise brutal, comparável a 2007/08 e que ainda nem mesmo foi superada, pois as contas públicas estadunidenses já estão no limite na atualidade. Tal estado de coisas deixa em suspenso as iniciativas de superação de crise que o Brasil começou a empreender. Afinal, não se pode esquecer que a crise brasileira e da América Latina deixa a conta apenas para os locais, pois pouco ou nada influi no mundo. Já a conta do estrago a ser produzido nos EUA será paga por todo o mundo.

Quanto às incertezas internas, se inicia e termina o ano com um quadro positivo quanto à saída da recessão, porém, sem nenhuma garantia de que a crise econômica terminou. Assim, apesar de certo entusiasmo de alguns setores de nossa economia, o fato é que ainda estamos longe de deixarmos para trás a enorme crise em que o país vive nos últimos anos. Depois de uma recessão que levou o PIB a recuar 8,6% em 11 trimestres (cf. Codace) em quase três anos, gerar mais de 14 milhões de desempregados (fora os que não estão contabilizados), colocar a indústria nacional em queda livre (-6,6% em sua produção apenas em 2016 e 16,9% de retração nos últimos três anos), as correções de rumo, mesmo acertadas, precisavam ser aprofundadas. A começar pelo fato de que as reformas estruturais não podem ficar “na meia sola”, passando pela consolidação de um profundo ajuste fiscal federal, estadual e municipal, e chegando a um contexto de continuidade por, pelo menos, uma década à frente. Ora, até que ponto o atual governo teria condições de avançar nesta agenda, sem ceder aos interesseiros de plantão, contrários aos ajustes, e diante de suas próprias implicações apontadas pela Operação Lava Jato (anticorrupção) era a questão central. A prática durante 2017 mostrou que tal preocupação se cristalizou já que os diferentes escândalos políticos, no contexto da referida Operação, paralisaram o governo e frearam os ajustes econômicos necessários. Além disso, a questão que agora se apresenta está relacionada ao tipo de governo que os brasileiros irão escolher nas eleições de 2018. Isso porque será no próximo governo que os maiores compromissos e necessidades para a saída da crise se cristalizarão. Ou seja, a população brasileira não pode se dobrar “aos demagogos, os quais se aproveitam do analfabetismo econômico para dizer mentiras que satisfaçam os objetivos de sua

classe, seu partido, seu grupo”, conforme alertava o ex-ministro Mailson da Nóbrega. Qualquer tropeço populista, de onde quer que venha, impedirá a solução de nossa crise. Portanto, ainda passaremos por apertos antes de as coisas engrenarem. Assim, neste final de 2017 continua havendo um sentimento de que o pior parece ter sido deixado para trás, porém, ainda é muito cedo para termos certeza disso. Nesse contexto, a receita continua sendo: 1) para os consumidores e empresas: o uso racional do dinheiro, com a aplicação de todas as ferramentas possíveis para administrar corretamente as emoções, trabalhando com a razão, cortando todos os gastos duvidosos e aqueles que podem esperar momentos mais estáveis; 2) para o país: o Brasil precisa urgentemente realizar as reformas (apressá-las), e realizá-las adequadamente, pois se a situação nos EUA se deteriorar tudo será mais difícil e perderemos a chance, mais uma vez, de arrumarmos a casa. E o ano de 2017 passou e pouco realizamos em tal sentido.

### **3. CÂMBIO**

Um ano após ter ultrapassado os R\$ 4,00 por dólar, o câmbio no Brasil iniciou 2017 com uma valorização significativa do Real, iniciada ainda na segunda metade do ano anterior. A mesma chegou a bater em R\$ 3,06 em alguns momentos de meados de fevereiro/17. Tal comportamento destoava da tendência indicada para 2017 que apontava a moeda brasileira chegando a algo entre R\$ 3,50 e R\$ 3,70 no final do ano (em novembro/17 o Real oscilava entre R\$ 3,20 e R\$ 3,30). O que aconteceu? Antes de responder a tal questão, é bom lembrar que a partir de abril/maio de 2016 a moeda brasileira entrou em processo de revalorização. O mesmo se deu em função

do impeachment da então presidente Dilma Rousseff, o qual abriu a possibilidade de a economia entrar em um processo de ajuste profundo. Na medida em que os ajustes foram sendo anunciados e aprovados, a entrada de dólares no Brasil ficou mais consistente. Já no início de 2017 uma série de fatos veio se somar a essa tendência construída no ano anterior. Em primeiro lugar, apesar dos discursos do novo presidente dos EUA, em boa parte expansionistas, o Banco Central dos EUA, no início de fevereiro, não aumentou o seu juro básico (e não o fez durante todo o ano). Assim, mesmo com a redução da Selic (no início de 2017 já em 13% ao ano), o juro brasileiro continuou ainda muito atrativo (nominalmente, nos EUA, o mesmo girava entre apenas 0,5% e 0,75% ao ano em fevereiro/17). Em segundo lugar, o mercado olha de fato o juro real. Ora, a inflação no Brasil recuava mais rapidamente do que o juro básico, fato que aumentou o juro real nos últimos tempos. Em fevereiro/17 o mesmo estava ao redor de 8% diante de uma inflação nacional pouco superior a 5% (ao final de 2015 o mesmo era de cerca de 4%, diante de uma inflação oficial de 10,6%), enquanto nos EUA, o juro real era negativo entre 1,25% e 1,5% já que a inflação era de 2% ao ano (em novembro/17 o juro real brasileiro havia recuado para algo em torno de 5%). Em segundo lugar, e não por acaso, a entrada de dólares no Brasil, em janeiro de 2017, foi maior do que a saída em cerca de US\$ 3,66 bilhões, quase compensando o saldo negativo registrado em todo o ano de 2016, que foi de US\$ 4,25 bilhões. Como terceiro ponto tinha-se que, em função da enorme recessão em que se encontrava o país, as exportações nacionais superaram as importações, no saldo final de 2016, em US\$ 47,69 bilhões, batendo um recorde histórico. Quanto mais dólares entrar no país mais forte tende a ficar o Real (o saldo para o final do ano estava sendo projetado em US\$

70 bilhões em novembro/17). Um quarto fator que ajuda a explicar a sobrevalorização do Real, cristalizada durante todo o ano de 2017, em comparação ao esperado, estava no fato de que o Banco Central brasileiro continuou, especialmente na primeira metade do ano, a vender dólares, reforçando a tendência de um Real forte. Na prática, o mercado parecia estar testando o governo para ver em que níveis o Bacen passaria a comprar dólares. Tudo indicando que o piso aceitável é de R\$ 3,00 por dólar. Em quinto lugar, independentemente das discussões políticas e dos efeitos sociais das medidas de ajuste, o mercado apoia as decisões visando colocar a economia nos trilhos e acaba gerando um cenário de maior confiança no futuro econômico do país. Enfim, a nova lei de repatriação de dinheiro, enviado ilegalmente ao exterior por alguns brasileiros, mesmo que de resultado final frustrante, trouxe novos bilhões de dólares ao país (no ano de 2016, a primeira lei a respeito, pelo câmbio médio do ano, injetou cerca de US\$ 14 bilhões). Nesse contexto, uma desvalorização do Real ficava na dependência de alguns fatores específicos: 1) o Banco Central dos EUA retomar a alta de seus juros básicos visando evitar um aumento da inflação local a partir das medidas expansionistas de Trump (desde que elas sejam realmente implantadas), fato que até novembro/17 não havia ocorrido de forma importante; 2) no Brasil o Bacen não pode continuar a baixar a Selic indefinidamente, embora seu recuo tenha ido além das expectativas iniciais que eram de atingir 9% (no início de novembro/17 a mesma chegava a 7,5%); 3) havia muitas incertezas quanto à política brasileira, a começar pelo próprio governo Temer, à luz do que a Operação Lava Jato apurava e continuou apurando (este elemento continuará a pesar na economia); 4) enfim, a partir do início de 2018 o mercado tende a entrar em ritmo

de espera, pois o quadro eleitoral de hoje não oferece nenhuma segurança quanto aos brasileiros elegerem um governo realmente capaz. Soma-se a tudo isso a real capacidade do Banco Central brasileiro e a equipe econômica em gerenciar as oscilações cambiais, a fim de manter o Real em um patamar aceitável, tanto para exportadores quanto para importadores, o qual se espera que venha a ser algo em torno de R\$ 3,50 pela paridade de poder de compra.

#### **4. RETOMADA DO CRESCIMENTO**

Por mais que o governo brasileiro tenha insistido no transcorrer do ano em afirmar que a crise ficou no passado os fatos não confirmaram a assertiva. Em primeiro lugar porque o processo de recuperação do país será lento. Crescer entre 0,5% e 0,7% no ano, embora positivo, é nada diante do tombo que a economia sofreu nos anos anteriores. O máximo que se poderia dizer, no primeiro semestre de 2017, é que a economia “parou de cair”. Ou seja, o fundo do poço foi alcançado. A questão, então, passou a ser “quanto tempo ficaríamos no fundo”. Em segundo lugar, se era verdade que a inflação vinha baixando rapidamente, possibilitando uma redução mais acentuada do juro básico, um dos remédios de curto prazo para a recuperação econômica, também era verdade que tal situação se devia (e assim continuou até o final do ano) à paralisia do consumo pelo alto endividamento e inadimplência das famílias. Aliás, em 2016 o consumo das famílias recuou 4,2%, superando os 3,9% do ano anterior. Além disso, em meados de 2017 ainda 60% das empresas brasileiras apresentavam inadimplência. Ora, recuperar o consumo é um dos instrumentos necessários, porém, a questão é criar as

condições para um movimento sustentável. A liberação da verba do FGTS ajudou no curto prazo, mas pouco resolveu no médio prazo, pois logo a mesma terminou e o estado de crise das famílias continuou. Em segundo lugar, necessário se faz investimentos que alavanquem nossa produtividade do trabalho e do capital. Ora, a taxa de investimento em 2016 recuou assustadores 10,2%, após um tombo de 13,9% um ano antes. Ou seja, em dois anos o investimento acumula um recuo ao redor de 24%. Isso não se recupera facilmente! Em terceiro lugar, o PIB do quarto trimestre de 2016 veio pior do que o esperado (-0,9%), sugerindo que o primeiro semestre de 2017, pelo menos, ainda seria de grandes dificuldades (o crescimento de 1% entre janeiro e março de 2017 se deu basicamente pelo excepcional resultado da safra agrícola de verão, colhida na oportunidade). Em quarto lugar, a expectativa de uma recuperação industrial é bem-vinda, porém, é bom lembrar que no Brasil de hoje a indústria pesa somente 20% no PIB nacional, contra 73% do setor de serviços (cf. FGV). Enfim, a recuperação da economia depende das reformas estruturais, a partir da aprovação da PEC dos gastos públicos. Tais reformas, por enquanto, apresentam um futuro incerto em um país em que o setor político está envolto em suspeição constante e fragilizado. Portanto, superar o custo deste desastre histórico não seria fácil, como de fato não está sendo, exigindo muito trabalho de todos. O desafio é termos fôlego para superarmos este longo período de transição que, parece, se iniciou, evitando novas derrapagens no percurso.

Em outras palavras, uma séria de fatores nos remetiam a termos cautela ainda ano final do primeiro semestre de 2017, embora a euforia oficial. Em primeiro lugar, o resultado do primeiro trimestre (1% positivo), se comparado com o mesmo trimestre de 2016, é

negativo de 0,4%, levando o PIB de 12 meses, encerrados em 31/03/2017, a registrar -2,3%. Em segundo lugar, o resultado positivo se deu graças ao sucesso da agropecuária, o qual, em muito, se deve ao clima. A mesma cresceu 13,4% no período, graças especialmente à safra de grãos. Já a indústria e serviços pouco ou nada reagiram (+0,9% e 0% respectivamente). Em comparação ao primeiro trimestre de 2016, somente a agropecuária reagiu, batendo em +15,2% de crescimento. A indústria ficou em -1,1% e os serviços em -1,7%. Em terceiro lugar, se é verdade que o resultado deste 1º trimestre do ano indica que a economia melhorou um pouco, a saída da crise é plena de incertezas. Isto se deve ao fato de que os investimentos continuaram negativos, ficando em -3,7% no trimestre, embora viessem registrando uma melhoria desde o 4º trimestre de 2015, quando o resultado foi de extraordinários -18,7%. As incertezas são alimentadas igualmente pelo consumo das famílias, o qual também continuou negativo, batendo em -1,9% no período, embora estivesse “melhorando” se comparado aos -6,7% registrados no 4º trimestre de 2015. Em quarto lugar, era preciso lembrar que para os próximos trimestres a participação da agropecuária seria bem menor e isso pesa muito já que indústria e serviços não reagem (de fato, o PIB do segundo trimestre foi de apenas 0,2% positivo). Em quinto lugar, o país continuava vivendo uma crise política que coloca em xeque a economia, na medida em que politicamente o governo se inviabilizava, ameaçando o ajuste fiscal que mal começava e as reformas estruturais que nem saíram do papel (algumas delas, como a da Previdência, já descaracterizadas). Enfim, sem a melhora nos investimentos e no ambiente de negócios, os quais só vêm com garantia de equilíbrio fiscal, o país continuava marcando passo. Assim, no estado político-econômico do país, em meados de 2017,

até mesmo este “pibinho” de 0,5% a 0,7% estaria ameaçado, pois ainda não haviam, na oportunidade, sinais claros de que o país estaria deixando para trás a maior recessão de sua história. Ou seja, chegamos ao fundo do poço. Sair dele era outra história!

O resultado de 0,2% do PIB no segundo trimestre de 2017, embora bem abaixo do anterior, mostrou que, tecnicamente, o Brasil finalmente havia saído da recessão econômica que durou quase três anos como veremos logo adiante. Dois trimestres com PIB positivo, após um longo período negativo, indicam esta trajetória. Dito isso, ainda é cedo para afirmarmos que a economia nacional está em recuperação, ou seja, que realmente deixamos a crise para trás. Na verdade, se iniciava um lento caminhar de retomada, porém, ainda pleno de incertezas. Primeiro, porque o PIB do segundo trimestre foi bem menor do que o 1% registrado no trimestre anterior. Segundo, porque no acumulado de 12 meses o PIB continuava negativo de 1,4%. Terceiro, porque, em comparação com os primeiros seis meses de 2016, a variação do crescimento de nossa economia, no primeiro semestre de 2017, foi nula. Quarto, se no primeiro trimestre o que puxou a economia foi a agropecuária, com um resultado pontual em função dos números da safra de verão, que não se repete no restante do ano, no segundo trimestre a economia foi puxada pelo consumo das famílias e pelo comércio. Visto isoladamente, uma excelente notícia, após nove trimestres consecutivos de queda em tal consumo. Todavia, se a inflação reduzida ajuda a explicar o comportamento, o motivo principal esteve em outra questão pontual: os recursos oriundos dos saques do FGTS, os quais não se repetem nos próximos trimestres. Portanto, era cedo para se afirmar que as famílias brasileiras ultrapassaram o marasmo provocado pelo alto endividamento e forte inadimplência. Quinto ponto, e corroborando o

ponto anterior, no conjunto do primeiro semestre de 2017 o consumo das famílias ainda estava negativo em 0,6%. Sexto, e mais importante ponto, o nível de investimentos na economia continuou se contraindo, registrando -6,5% no segundo trimestre do ano. Ou seja, era a 13ª contração consecutiva, o que significa mais de três anos seguidos de resultados negativos nos investimentos. Sétimo, o resultado dos investimentos mostra que a saída da recessão ainda era incipiente, o que dizer então da crise, pois os motivos estruturais para que a economia inicie um processo de decolagem consistente não estavam reunidos. Enfim, as taxas de investimento e de poupança nacionais (elementos fundamentais para sustentar o crescimento da economia), em relação ao PIB, registradas no segundo trimestre de 2017, confirmavam amplamente que ainda há um longo caminho a ser percorrido para que consolidemos uma recuperação. No caso dos investimentos, a taxa ficou em 15,5%, abaixo do registrado no mesmo período de 2016, que foi de 16,7%. No caso da poupança, a mesma ficou em 15,8%, contra 15,6% no segundo trimestre do ano passado. Ora, tecnicamente, para o Brasil alavancar um crescimento sustentável tais taxas deveriam se situar ao redor de 25% do PIB. A distância dá a dimensão do desafio que ainda temos pela frente, embora o pior parece ter ficado para trás.

Dito isto, o restante do ano comprovou os temores e o risco da recuperação se tornar um “voo de galinha” se cristalizou. No jargão econômico “voo de galinha” ocorre quando uma economia inicia um processo de recuperação, porém, por falta de condições estruturais não consegue ir muito longe e, pouco tempo depois, volta a recuar ou, na melhor das hipóteses, estagna em patamares baixos. A economia brasileira, neste momento, corre este risco. Após uma profunda recessão, efetivamente alguns elementos conjunturais

surgiram, para além da expectativa de crescimento 0,5% e 0,7% em 2017. Dentre eles, pode-se citar, a partir da consolidação de uma equipe econômica eficiente, o seguinte, no final do terceiro trimestre de 2017: inflação anualizada em 2,5% (abaixo do piso da meta); balança comercial superavitária, podendo chegar a um saldo superior a US\$ 70 bilhões no ano (recorde histórico); déficit das contas externas menor (projeção de US\$ 24 bilhões para 2017, após US\$ 104,1 bilhões em 2014); juro básico em queda (7,5% ao ano no final de outubro, contra 14,25% um ano antes); desemprego ainda elevado, porém, em recuo; Investimentos Externos Diretos podendo chegar a um recorde superior a US\$ 70 bilhões em 2017; e câmbio estável entre R\$ 3,10 e R\$ 3,30 por dólar há muito tempo. Sem entrar na qualificação destes resultados, pois alguns deles não são consistentes, o que mais interessa no momento é destacar que os mesmos ajudam na recuperação econômica, porém, não oferecem suporte para que tal processo tenha duração. Há um claro sentimento de que deveremos crescer um pouco mais em 2018 (talvez chegando a 2,6% de PIB), desde que a atual equipe econômica seja mantida. Após, estaremos na encruzilhada das eleições presidenciais. Em as urnas indicando um governo em linha com o desenvolvimentismo irresponsável, é provável que a recuperação já se esgote no ano seguinte. Em caso contrário, ainda haveria fôlego para o país crescer, talvez, até 2020. Depois disso, somente com fortes ajustes estruturais, ou seja, com a efetiva realização das reformas, desde que feitas com qualidade e profundidade. Dito de outra maneira, qualquer que seja o cenário político nacional, sem as reformas estruturais o crescimento econômico nacional, que agora se retoma, poderá se caracterizar como um “voo de galinha”. Por quê? Porque o elemento central de nossa crise está na ausência de um ajuste

fiscal eficiente. Todos os demais pontos positivos citados acima são consequências deste aspecto. Ora, infelizmente neste quesito a equipe econômica vem fracassando, superada pelos interesses políticos e imediatistas dos diferentes poderes da República. A revisão para cima, em julho, do déficit primário para este e os próximos anos, após um pacote econômico arrecadatário em março, confirma tal cenário.

Em outras palavras, o fato de não estarmos conseguindo eliminar o déficit primário no setor público nacional cristaliza o fracasso do ajuste fiscal que tanto o país precisa. A falta deste tende a comprometer nossa recuperação econômica, iniciada em 2017. O próprio governo, ao ajustar suas expectativas em relação às contas públicas, mostrou que 2020 ainda deveremos manter um déficit primário, porém, a realidade nacional alerta que poderemos ir mais longe caso as reformas estruturais não sejam realizadas entretanto. Senão vejamos: nos oito primeiros meses de 2017 o rombo do governo federal (déficit primário) era de R\$ 85,8 bilhões (o pior da série histórica iniciada em 1997). No acumulado de 12 meses (até agosto/17) o déficit era de R\$ 172,8 bilhões (R\$ 13,8 bilhões acima da nova meta). Além disso, neste déficit primário não está calculado o pagamento das despesas com a dívida pública, fato que elevaria o resultado negativo para cerca de R\$ 500 bilhões (nossa dívida interna total hoje supera um trilhão de dólares). Na prática, isso é resultado de um crescimento real do gasto público no ritmo de 6% ao ano nestes últimos 25 anos. Ora, alargar a meta ou aumentar impostos, como o governo vem fazendo, é sinônimo de “empurrar de barriga” o problema e testemunho de não conseguir resolvê-lo. E o pior é que tais gastos continuaram: aumento de fundo eleitoral; bolsa empresário; política do toma lá dá cá; desbloqueio de verbas de

representação para salvar “o cargo” do presidente Temer; inchaço da máquina pública; renúncia fiscal (R\$ 35 bilhões com o REFIS) etc. Enquanto isso, os serviços públicos continuam péssimos e já faltava dinheiro para muitos deles no início do segundo semestre de 2017. O Estado tende a parar. Afinal, há muito tempo não temos poupança e investimentos suficientes para alavancar sustentavelmente a economia. E sem poupança não há investimentos. Efetivamente, um crescimento sustentável está condicionado à realização das reformas, pois não há normalização sustentável da economia sem responsabilidade fiscal.

Portanto, podemos dizer que saímos da recessão, porém, não da crise. Esta constatação ficou No final do mês de outubro o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CoDaCE), grupo independente formado por sete economistas brasileiros com “notório conhecimento em ciclos econômicos”, informou que finalmente, em 2017, o Brasil saiu da recessão econômica. Esta informação foi acompanhada de alguns importantes pontos complementares que confirmam nossas análises passadas: 1) esta última recessão brasileira durou bem mais tempo, tendo iniciado em 2014. Sua duração, portanto, foi de 11 trimestres ou 33 meses; 2) a perda acumulada no PIB brasileiro foi ainda maior do que se pensava, tendo chegado a 8,6% no período (não é por nada que se considera, esta, a maior recessão da história); 3) a recuperação iniciada já a partir de janeiro/17 destoa do padrão observado em outros momentos recessivos, pois é muito lenta; 4) em função desta lenta recuperação o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), informa que, considerando o aumento populacional no período, o país somente irá recuperar a situação de 2014, no ano de 2022; 5) tal recuperação, todavia, dependerá do ritmo anual de retomada a partir de agora. Para ser mais exato, precisaríamos

crescer 4,3% ao ano a partir de 2019 para, em 2022, voltarmos ao estágio de 2014. Ou seja, no somatório jogamos fora, no mínimo, oito anos. É bom lembrar que se espera crescimento de 0,7% em 2017 e 2,6% em 2018; 6) o movimento de recuperação está se dando muito mais devido a um cenário externo favorável, onde o crescimento econômico está sendo retomado e os juros ainda continuam muito baixos, do que em função do cenário interno, o qual continua com muitas incertezas em função de uma crise política sem fim, além da enorme indefinição quanto ao que virá com as eleições presidenciais de 2018. Como já cansamos de alertar, sem um real ajuste fiscal, o qual depende da concretização das reformas estruturais, a recuperação da economia brasileira poderá se transformar em voo de galinha daqui a três anos; 7) para corroborar o ponto anterior, fica claro que a saída da recessão está se dando sem investimentos. Ora, sem investimentos estruturais, não há crescimento que se sustente no tempo; 8) enfim, um dos membros do CoDaCE confirma o que já se sabia há muito tempo: “A estratégia (do governo Lula) para sair rapidamente da recessão de 2008/2009 (provocada pela crise internacional) gerou desequilíbrios que provocaram essa recessão longa e profunda pela qual passamos e têm de ser corrigidos. O tempo necessário para isso se traduz em saída lenta.” (cf. ZH-31/10/2017, pp. 10 e 12). E isto se o dever de casa, representado particularmente pelo ajuste fiscal, for realizado. O risco é enorme de as reformas não se realizarem a contento e, portanto, tal ajuste fracassar, como aliás fracassou ao longo de 2017. Em resumo, a recessão terminou, porém, a situação de crise econômica continua!

## **5. O AJUSTE FISCAL**

Durante o ano de 2017 o governo brasileiro foi ajustando a meta fiscal, aumentando o déficit primário, em clara declaração de fracasso em controlar as contas públicas. O primeiro movimento se deu em março quando um pacote econômico, com o objetivo de cobrir um rombo extra nas contas públicas para 2017, foi anunciado. Na oportunidade, o governo percebeu que, além dos R\$ 139 bilhões já incorporados no orçamento, as contas oficiais mostravam que o déficit público teria um rombo adicional de R\$ 58,2 bilhões. Das diferentes medidas anunciadas, destacamos três: o fim da isenção de IOF para operações de crédito das cooperativas de crédito, tirando das mesmas esta gordura de competitividade que havia em relação ao restante do sistema financeiro; a “reoneração” da folha de pagamento junto a 52 setores da economia nacional, os quais deveriam recolher, agora, novamente 20% da folha ao invés de 1,5% a 4,5% vigentes; e um corte de R\$ 42,1 bilhões nas despesas públicas, especialmente junto a obras de infraestrutura alavancadas, bem ou mal, pelo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Diante de tal decisão, destacávamos os seguintes aspectos: 1) a “reoneração” da folha de pagamento irá pesar sobre as empresas e pode, muito bem, causar dois efeitos negativos sobre a economia – aumento da inflação, freando posteriormente a redução do juro básico (Selic); e uma possível dificuldade adicional para a retomada do emprego em um momento em que o país já atingia a 13,5 milhões de desempregados (esta reoneração ficou para ser implementada a partir de 1º de janeiro de 2018, frustrando parcialmente os planos arrecadatórios do governo); 2) o corte nas despesas públicas, pelo engessamento constitucional e orçamentário, virá especialmente sobre a infraestrutura, justamente onde o Brasil mais precisa de investimentos para sair da recessão; 3) o pacote tende a ser

insuficiente, fato que deverá levar o governo a lançar novo pacote ainda neste ano, talvez com mais cobrança de impostos. E imposto é custo, custo se transforma em elevação de preço e perda de competitividade, e isto se torna inflação, quebra de empresas e mais sonegação. O problema é que a herança recebida dos recentes governos anteriores, nesta área das contas públicas, é assustadora. E sem o retorno do superávit primário, o Estado brasileiro continuará se inviabilizando, sem perspectiva de voltar a crescer de forma sustentável. A luta, agora, era (e continua sendo) tentar evitar que o Brasil “quebre”. Portanto, a situação é grave! Tão grave que o atual governo, em meados de 2016, projetava um déficit público de R\$ 66 bilhões para 2017. Hoje o mesmo já está em R\$ 139 bilhões e crescendo. Ao mesmo tempo, o déficit para 2018 acaba de ser revisto para cima. Por sua vez, segundo o FMI, se em 2016 o endividamento total do setor público atingiu ao redor de 78% do PIB, a previsão é de que o mesmo atinja a 93,6% em 2021 antes de começar a recuar. A instituição projeta um superávit primário, no Brasil, talvez para 2020/21. Isto se a PEC dos Gastos Públicos for aplicada integralmente. Ora, o seu sucesso dependerá das reformas estruturais, a começar pela previdenciária, a qual já está fazendo água em função de pressões sociais e políticas.

Efetivamente, o pacote econômico de março foi largamente insuficiente e a redução do déficit primário se constituiu, até o momento, em fracasso. Em julho de 2017 isso já era evidente. A aprovação da reforma trabalhista (que entrou em vigor em novembro de 2017), da forma como o foi, embora ajude, está longe, sozinha, de possibilitar a recuperação das contas públicas. Era preciso que as demais reformas, como a previdenciária, tributária, administrativa e política avançassem a contento. Como tal encaminhamento se

mostrou difícil, em um país corroído pelo casuísmo político, onde os governos se mostram cada vez mais fragilizados por diferentes escândalos de corrupção, a atual equipe econômica já dava mostra de fracassar na obtenção de tal ajuste. Assim, o que deveria ser um superávit primário anual (receitas maiores do que as despesas públicas, antes do pagamento do juro da dívida) se tornou um constante déficit, reforçando o fato de que a PEC do Gasto Público, aprovada em dezembro de 2016, sozinha, não funcionaria. Tecnicamente, a situação era a seguinte: o embrião do problema começa ainda em 2007, agrava-se a partir de 2011 e se cristaliza em 2014, último ano do primeiro mandato da presidente Dilma, quando foi registrado o primeiro déficit primário da história nacional. O mesmo foi de R\$ 32,53 bilhões ou 0,63% do PIB para o setor público consolidado (não se está considerando a maquiagem dos dados oficiais, iniciada em 2012), quando o governo tinha por meta obter um superávit de R\$ 99 bilhões ou 1,9% do PIB para o ano. Ou seja, o iceberg da má gestão das contas públicas finalmente aflorou, refletindo o descontrole de tais contas iniciado alguns anos antes. Desde então, o déficit primário só fez aumentar. Já sob o governo Temer, em 2016, o mesmo atingiu a R\$ 155,79 bilhões ou 2,79% do PIB (um desastre!). Para 2017 o governo estabeleceu a meta de um déficit de R\$ 139 bilhões, esperando iniciar um processo de redução gradual do mesmo. Todavia, a prática mostrou que os gastos públicos continuavam muito superiores às receitas. Assim, com a insuficiência do pacote de março, e com a constatação, em julho, de que iriam faltar ainda R\$ 10,4 bilhões para garantir o déficit de R\$ 139 bilhões ao final de 2017, o governo adota a seguinte estratégia: sendo os cortes de despesas, como sempre, mais difíceis, a opção é pelo aumento de receitas e, para tanto, mais uma vez via aumento

de impostos. Neste caso, aumentou-se o PIS e a COFINS incidente sobre os combustíveis visando compensar as dificuldades fiscais. Pelo menos três pontos merecem destaque, a partir desta decisão governamental. Em primeiro lugar, a razão do fato. Se, por um lado, o governo encontra grandes dificuldades para cortar despesas, muitas contingenciadas pelo engessamento constitucional, por outro lado o gasto público recentemente aumentou porque ele vem liberando recursos para os parlamentares do Congresso Nacional “na tentativa de barrar neste Congresso a denúncia contra o presidente da República” a partir do escândalo da JBS (em outubro, nova sangria foi realizada, em função de uma segunda acusação que o presidente Temer buscou escapar). Ou seja, o governo compromete as contas públicas em busca de salvação política própria, repetindo o passado recente. Em segundo lugar, o descuido administrativo. A equipe econômica superestimou três fontes de receitas: apostava em um crescimento da economia em 2017, o qual acontece timidamente; a dificuldade na tramitação da MP sobre o “novo Refis” e o atraso nas concessões; e o fato da reoneração das folhas de pagamento ser protelada para janeiro de 2018. Com isso, o resultado continuou sendo gastos públicos crescentes diante de receitas menores. Em terceiro lugar, considerando que o pior cenário seria mexer na meta fiscal, o governo optou pelo caminho mais fácil: aumentar imediatamente os impostos sobre os combustíveis, fazendo mais uma vez a população pagar a conta das más gestões públicas destes últimos anos, além de bloquear R\$ 5,9 bilhões em despesas não obrigatórias no orçamento (em março passado já havia sido contingenciado R\$ 42,1 bilhões, com o governo liberando R\$ 3,1 bilhões em maio). Como resultado prático desta decisão teremos uma pressão inflacionária, pois o custo de vida em geral aumentará.

O raciocínio da equipe econômica está centrado no fato de que, tendo a inflação oficial recuado fortemente neste ano (projeção de 3% para 2017 quando o centro da meta é de 4,5%), há espaço para absorver este aumento provocado pelos novos impostos. Ora, para a população, mesmo ficando em torno da meta, a inflação voltará a subir no país. Especialmente em 2018! E, ao contrário do que o discurso oficial tenta passar, a retomada do crescimento fica comprometida, pois a redução dos juros tende a estancar, em um momento em que o endividamento e a inadimplência das famílias e empresas nacionais continuam altíssimos. Enfim, nada garante que tais medidas sejam suficientes para manter o déficit fiscal em R\$ 139 bilhões. Da forma como se gasta o dinheiro público no país (em termos de quantidade e qualidade), sem nenhum comprometimento em favor da Nação por parte do Congresso Nacional, provavelmente teríamos novos impostos até o final do ano.

Este quadro, infelizmente, acabou se confirmando rapidamente. Já em agosto o governo opta, para não aumentar novamente os impostos, pela mudança na meta do déficit primário, aumentando-a consideravelmente. Assim, a revisão para cima no rombo das contas públicas cristaliza o fracasso da equipe econômica em conter as despesas públicas, além de confirmar que a mesma superestimou as receitas, negando a realidade óbvia de um ambiente econômico recessivo. Sem falar que parte do rombo adicional de 2017 foi causado pelo próprio executivo, ao “distribuir” verba pública aos parlamentares em busca de “salvação” política, diante das acusações levantadas na Operação Lava Jato e outras. As correções no déficit primário confirmaram igualmente que o quadro econômico nacional é muito mais difícil do que inicialmente se podia imaginar. Senão vejamos: a meta de resultado primário é o principal

mecanismo de controle das contas públicas e, por consequência, da dívida pública. Em agosto/17, a dívida pública total brasileira somava cerca de R\$ 3,4 trilhões (ao câmbio da época, algo em torno de US\$ 1,08 trilhão). O resultado primário (superávit ou déficit) é a diferença entre a arrecadação do governo e as chamadas despesas primárias, que não incluem os gastos com o pagamento de juros da dívida pública. Assim, quanto mais crescer o déficit primário, mais cresce a dívida pública e mais o Estado se inviabiliza, transferindo para o restante da economia a conta, fato que, mais dia menos dia, provoca crises tão sérias quanto for a incapacidade de controlar tal dívida. Ora, o governo brasileiro não apenas aumentou o rombo do déficit primário para 2017 (o déficit passou dos previstos R\$ 139 bilhões para R\$ 159 bilhões), mas igualmente para os anos seguintes, demonstrando que, mesmo com a PEC dos Gastos Públicos aprovada, não espera cortes eficientes nos gastos públicos e/ou que a economia reaja a contento para puxar as receitas de forma consistente. Assim, para 2018 o déficit primário previsto sai de R\$ 129 bilhões para os mesmos R\$ 159 bilhões de 2017 (uma diferença, entre o esperado e o agora previsto, maior do que em 2017). Para 2019, a situação se mostra ainda pior, pois o déficit de R\$ 65 bilhões mais do que dobrou na nova projeção, ficando em R\$ 139 bilhões. Enfim, para 2020, o esperado superávit de R\$ 10 bilhões (o primeiro desde 2013), passou a ser um déficit de R\$ 65 bilhões. O que indica tal quadro? Que, mesmo esperando um início de recuperação econômica, talvez com o PIB chegando a 3% ao ano até 2020, o que melhoraria a arrecadação, os gastos públicos, em grande parte apenas para manter a ineficiente máquina pública, serão ainda maiores. O quadro se mostra ainda mais difícil se analisarmos a evolução da dívida pública bruta em relação ao PIB nacional. A

mesma passa de 51,3% em 2011 para 78,2% em 2018 (em projeção). Isso representa um aumento de 52,4%, na relação, em apenas sete anos. Um desastre!

Desta forma, apesar da grande capacidade técnica da equipe econômica, tais resultados colocam em xeque a condução da política econômica, desde a ascensão do governo Temer, pois a política “interesseira” se sobrepôs à economia “responsável”. Em outras palavras, politicamente, a equipe econômica sofreu um revés. O quadro se cristaliza diante das medidas anunciadas como reação oficial às presentes correções do déficit. Nota-se que o governo busca muito mais arrecadar do que realizar um processo de enxugamento da máquina pública. Assim, para 2018 o governo espera cumprir “a meta” de déficit primário em R\$ 159 bilhões através da reoneração das folhas de pagamento de diferentes setores produtivos nacionais (algo que deveria ter ocorrido em 2017); antecipação na arrecadação de impostos que incidem sobre os chamados “fundos exclusivos”; um aumento na contribuição previdenciária dos servidores públicos que recebem acima de R\$ 5.300,00 mensais, com a mesma passando dos atuais 11% para 14%; adiado por 12 meses o reajuste dos servidores federais (os do legislativo e do judiciário ficam de fora desta medida, assim como as forças armadas); validar o teto de remuneração do serviço público, o qual é de R\$ 33.700,00 mensais; não mais aumentar a taxa de devolução de impostos (o Reintegra) aos exportadores, com a mesma permanecendo em 2% do que é pago em impostos; corte de 60.000 cargos no serviço público federal (na verdade, tais cargos já estão vagos e o governo apenas pretende não preenchê-los em 2018). Em suma: muito destas medidas dependem de aprovação junto ao Congresso Nacional e ninguém garante, em vésperas de

eleições gerais, que o Congresso votará tais medidas e/ou venha a votá-las sem modificações que as tornem menos duras. Por outro lado, outras medidas não apresentam resultado prático algum e ficam apenas no terreno da ilusão, caso do corte dos cargos públicos. Por sua vez, apenas o executivo inicia um gesto de ajuste, mesmo que pálido, enquanto os outros dois poderes se mostram desinteressados com as contas públicas nacionais, assim como algumas categorias continuam privilegiadas, pois não atingidas pelos cortes.

Enfim, não estamos conseguindo atacar, e muito menos resolver, o principal problema que freia nossa economia em um horizonte de médio prazo. Desta forma, em um horizonte mais amplo, de pouco adianta uma inflação baixa, uma taxa básica de juros em recuo, um câmbio sob controle, uma balança comercial superavitária etc. A má gestão pública que se acumula em nossa história, especialmente nos anos mais recentes, não permitirá que o país consiga fôlego econômico para uma recuperação substancial e duradoura. Sem falar que continuamos alimentando um instrumento gerador de novas e profundas crises.

## **6. REFORMA DA PREVIDÊNCIA**

A PEC dos Gastos Públicos veio com o objetivo de auxiliar a colocar em ordem as contas públicas, porém, era sabido também que a mesma só teria efeito positivo nestas contas se as reformas estruturais tivessem êxito. Ora, já em abril de 2017 a principal delas, a Reforma da Previdência, caminhava para, na melhor das hipóteses, acomodar uma “meia sola” insuficiente. O governo, desejando dar uma resposta política ao país e, principalmente, uma resposta ao mercado, acelera uma reforma onde o debate construtivo deixa a

desejar e, diante das pressões sociais e políticas, cede em demasia. Parte da sociedade, a mais radical, se posiciona contra o processo muito mais por questões ideológicas do que por conhecimento de causa. Outra parte, assume uma atitude contemplativa, sem entender exatamente o que está em jogo e, na maior parte dos casos, aceitando discursos mentirosos ou pouco esclarecedores. Uma terceira parte acredita na importância da reforma, porém, não tem muita certeza quanto ao nível em que a mesma deve ser realizada. No centro de toda esta situação tem-se um Congresso Nacional que, mais uma vez, vira um balcão de negócios onde o ajuste da economia nacional, pensando nas gerações futuras, é o que menos importa. Enfim, um executivo que, por estar indiciado igualmente nos escândalos de corrupção, se mostra enfraquecido em sua capacidade propositiva. Resultado: o mundo nos olha e, a cada dia que passa se convence, como muitos brasileiros, que desta forma o país não sairá do marasmo econômico. Se é verdade que a reforma da previdência precisa se adequar ao possível, também é mais verdade que o risco de deixarmos esse possível em um estágio largamente insuficiente já, na época, estava cada vez mais presente. Até então, em tudo que o governo já havia cedido nesta reforma, a economia calculada nas contas públicas recuava dos esperados R\$ 800 bilhões para R\$ 630 bilhões nos 10 anos seguintes, havendo cálculos que indicam uma economia de apenas R\$ 430 bilhões no período. Se isso for confirmado, não só o processo travará o ajuste das contas públicas como logo adiante a sociedade será obrigada a realizar uma nova reforma previdenciária, com um custo econômico e social ainda maior.

A sociedade brasileira precisa entender que o período de contínuos aumentos do gasto público, recheado por desvios e

buscando atender interesses de pequenos grupos privilegiados, não tem mais espaço em nossa economia. Pelo simples fato de que essa prática “quebrou” o Estado brasileiro. Hoje, uma economia “intensiva em Estado” foi inviabilizada, inclusive por aqueles que se dizem defensores das causas sociais. Agora, somos obrigados a fazer escolhas, a maioria delas doloridas. E ninguém está gostando, obviamente, das opções de escolha que estão sendo postas à mesa, pois ninguém deseja pagar a conta do estrago econômico que grande parte da sociedade brasileira não só deixou acontecer, como o estimulou em um passado não muito distante. E sem os ajustes estruturais a economia não irá se recuperar de forma sustentável, nos levando a enganos grosseiros quando ocorrer soluções de recuperação de curto prazo. Em se tratando especificamente da reforma da previdência, o principal erro é não incluir todos os segmentos da sociedade. O segundo erro é a sociedade não entender que, se as despesas previdenciárias crescerem em demasia, as demais despesas da seguridade irão se comprimir a ponto de comprometer os demais serviços públicos, além de diminuir o espaço fiscal para investimentos. O terceiro erro está em resistir às mudanças quando as mesmas são inevitáveis. O que seria importante é entendermos qual o tamanho do ajuste necessário e quais são as melhores alternativas para realizá-lo. Na prática, precisamos adequar a sustentabilidade do sistema com a proteção social. O quarto erro é não entender que uma reforma bem-feita (e isso depende da superação dos outros três erros citados) permitirá o equilíbrio fiscal, com a conseqüente queda dos juros, reestabilizando a economia no curto prazo. Já no longo prazo a mesma prolongará o efeito benéfico do chamado “bônus” demográfico, ao manter maior parcela da população no mercado de trabalho, poderá gerar mais

produtividade e acúmulo de poupança, resultando em mais investimentos e crescimento. Enfim, uma boa reforma da previdência gerará mais equilíbrio entre crescimento e distribuição (cf. Conjuntura Econômica, FGV, março 2017). Pelo sim ou pelo não, o fato é que não há mágica! Não há mistério! A retomada do crescimento econômico, após brutal recessão, já nasce comprometida no país. Isso tem por causa os grandes desequilíbrios existentes na economia. Para resolver isso não se pode manter direitos que não são sustentáveis. Dito de outra forma, se realizar com acerto o dever de casa, resolveremos as questões estruturais do país. Caso contrário, nossa economia ficará nesse estágio, ora um pouco melhor, ora bem pior, como, aliás, tem sido, com raras exceções, ao longo da história deste país, penalizando sempre os mais pobres, hoje ainda a maioria dos brasileiros.

## **6.1 Porque a reforma da previdência é necessária**

A recuperação da economia nacional, como já visto neste capítulo, depende das reformas estruturais, a começar pela previdenciária, a fim de que não se torne um “voo de galinha”. Ou seja, o país chega ao final de 2017 sem as condições estruturais reunidas para garantir uma recuperação adequada e de longo prazo. Isso porque o problema central que freia nossa economia é o rombo fiscal. E este rombo continuava incontrolável! Em 2017 os gastos públicos já haviam aumentado 6,9% até meados do ano, enquanto o PIB mal passava de 0%.

No caso específico da reforma da Previdência segue uma síntese do porquê de a mesma ser necessária, a partir de estudo publicado na Revista Conjuntura Econômica (cf. FGV, julho/17, pp.

8-11). Uma possibilidade de correção do rombo da previdência nacional, sem reformas, seria apostar na recuperação sustentada da economia e/ou no aumento da produtividade do trabalho. Ora, desde 1980 o crescimento médio brasileiro é de 2,4% anual, nos anos 1990 tal crescimento foi de 2,2%, e nos últimos 10 anos a economia nacional cresceu a uma média anual de 2%. Por este lado, a nossa história mostra que apostar na expansão econômica para resolver, por si só, a questão da Previdência, é um alto risco. Por outro lado, entre 1995 e 2016, a produtividade do trabalho cresceu a 1% ao ano, quando se levam em conta as horas trabalhadas, e 0,7% quando o cálculo é feito com a população ocupada (PO). Na fase mais positiva da economia recente, entre 2002 e 2010, graças particularmente ao *boom dos preços das commodities*, o crescimento anual da produtividade do trabalho chegou a 2,4% e a 1,9% pela PO. Por sua vez, tomando-se o período recente (2010 a 2016), pós-estouro da crise mundial e de recessão no Brasil, a produtividade média ficou em 0,3% ao ano e de -0,1% pela PO. Historicamente também insuficiente para uma correção dos gastos previdenciários. Ou seja, o padrão do ritmo de expansão da nossa economia não é bom.

Portanto, não é somente o ritmo de expansão da economia que é relevante em termos previdenciários, mas também o padrão em que ele se dá. No Brasil, está muito próximo o esgotamento do bônus demográfico (a fase de aumento mais veloz do grupo de pessoas em idade de trabalhar, em relação à população como um todo) e, com isso, o crescimento da economia dependerá cada vez mais da elevação da produtividade. Ora, quando a produtividade do trabalho se eleva, há pressão por reajustes superiores à inflação para aqueles que já se aposentaram. Isso compromete a melhora fiscal esperada

por um eventual crescimento vigoroso da economia, uma vez que tanto a elevação do valor real do salário mínimo, que é o piso previdenciário, quanto o reajuste dos benefícios acima do mínimo e o aumento do teto da Previdência têm papel vital para a solvência do sistema de aposentadorias e pensões. De 1995 a 2016, o salário mínimo (o piso previdenciário) foi ajustado em termos reais em 155,7%, os benefícios acima do mínimo em 15,8% e o teto da Previdência em 50,3%. E situação só não foi mais aguda devido a regra de reajuste real do salário mínimo pelo PIB. As diferentes pressões políticas e sociais fizeram com que, entre 1995 e 2010, houvesse aumento real dos benefícios acima do mínimo, variando de 0,85% no primeiro mandato do ex-presidente Lula para um máximo de 8,18% no primeiro mandato do ex-presidente FHC. Entre 1995 e 2016 os benefícios do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) superiores ao salário mínimo cresceram 15,83% em termos reais, o que supera a elevação da produtividade do trabalho no período. Por sua vez, a elevação do teto de contribuição amplia a arrecadação previdenciária no curto prazo. Ela acaba aumentando o desequilíbrio no longo prazo, por gerar aumento dos benefícios. Assim, os aumentos reais do piso, dos benefícios acima do piso e do teto levaram as despesas do RGPS a sair de 4,9% do PIB em 1997 para 8,1% em 2016. Algo insustentável neste ritmo e uma reforma profunda precisa ser feita. A questão é: sairá a reforma? E de que tipo? Se tal reforma não for implementada, segundo as simulações da FGV (Conjuntura Econômica, julho/17, pp.8-11), dois cenários se desenham de crescimento das despesas previdenciárias entre 2017 e 2060. Cenário Básico: prevê um crescimento da produtividade do trabalho de 0,5% ao ano, com aceleração do PIB até um aumento anual de 2,7% em 2019, e queda gradual até 2% em 2025 e 0,15%

em 2060. Cenário Otimista: prevê crescimento da produtividade de 1,5% ao ano, com aceleração do PIB até expansão de 3,7% em 2019, e depois queda gradual até 2% em 2036 e 1,2% em 2060.

Os resultados sobre os gastos públicos previdenciários destes dois cenários seriam os que seguem. Resultado 1: se, entre 2017 e 2060, todos os benefícios da Previdência, incluindo o piso, forem reajustados apenas pela inflação, sem nenhum repasse de ganhos de produtividade, os gastos com o RGPS saltarão de 8,4% do PIB (projeção oficial) para 11% em 2040 e 14,5% em 2060, no cenário básico. Já no cenário otimista, chega-se a 8,9% e 9,6% do PIB respectivamente em 2040 e 2060. Resultado 2: se o salário mínimo (mantido como piso previdenciário) for reajustado pelo aumento da produtividade da economia no período analisado, mas os benefícios acima do mínimo seguirem apenas a inflação, chega-se a gastos com o Regime Geral de Previdência Social (RGPS) de 11,6% e 16% do PIB em 2040 e 2060 respectivamente, no cenário base e de 10,3% e 12,8% no cenário otimista. Resultado 3: se todos os benefícios forem reajustados de acordo com o aumento da produtividade, os gastos previdenciários atingem a 12,1% e 17,8% do PIB, respectivamente, em 2040 e 2060, tanto no cenário base quanto no cenário otimista. Estes resultados indicam que a sustentabilidade da Previdência, num cenário sem reforma, depende da capacidade do governo em frear o crescimento real de todos os benefícios, inclusive o piso, deixando-o em zero ou perto disso durante muitas décadas. Seria isso possível? Paralelamente, foram feitas projeções de arrecadação do RGPS, as quais indicam que a mesma deve cair de um pico de 5,6% do PIB em 2019 para 4,9% em 2040, no cenário base; e de 5,8% para 5% do PIB no cenário otimista. Ou seja, não será da receita tampouco que virá a “salvação” para o desequilíbrio das contas da Previdência. Isso

ocorre porque a população ocupada deverá cair com o processo de envelhecimento populacional. Em tal contexto, são claras, portanto, as conclusões: 1) a atual proposta de reforma da Previdência, que mexe tanto no cálculo dos benefícios quanto nas contribuições e nas condições de elegibilidade, leva o país à recuperação da plena solvência fiscal; 2) Mesmo no cenário pouco realista, em termos de economia política, de que até 2060 todos os benefícios previdenciários sejam ajustados apenas pela inflação, é preciso uma hipótese otimista de aumento anual da produtividade de 1,5% (acima da média das últimas décadas) para manter, naquele horizonte, os gastos do RGPS abaixo de 10% do PIB; 3) Aliás, 10% do PIB já é um nível alto em comparações com países de renda e demografia semelhantes à brasileira, devendo-se ainda considerar que temos as despesas com o RPPS (Regime de Previdência dos Servidores Públicos, denominado Regime Próprio de Previdência Social - RPPS), e com a Loas, programa assistencial voltado principalmente para idosos; 4) Mesmo que seja impossível zerar os aumentos reais, é fundamental, do ponto de vista da sustentabilidade fiscal, evitar que parte substancial dos ganhos de produtividade da economia sejam repassados para aposentadorias e pensões; 5) Como sugere o Resultado 3, (se todos os benefícios forem reajustados de acordo com o aumento da produtividade, os gastos previdenciários atingem a 12,1% e 17,8% do PIB, respectivamente, em 2040 e 2060, tanto no cenário base quanto no cenário otimista), neste último caso a desejada aceleração da produtividade no Brasil será inteiramente neutralizada como instrumento para ajudar a reequilibrar as contas do sistema previdenciário.

Para além destes resultados da FGV, algumas outras considerações merecem atenção: 1) O Brasil economizaria

anualmente em torno de R\$ 50 bilhões (em valores atualizados) em despesas da Previdência se todos os benefícios já fossem limitados ao teto; 2) Hoje o teto da Previdência é de R\$ 5.531,31 (2017) para trabalhadores do setor privado e servidores públicos a partir de 2013, desde que tenham acesso a previdência complementar; 3) Se a reforma for aprovada, todos os servidores públicos (federais, estaduais e municipais) terão prazo de dois anos para criarem a previdência complementar. A partir daí o teto valerá para todo servidor contratado após 2013; 4) Os servidores que ingressaram antes de 2013 não terão seus benefícios limitados, ou seja, o efeito da reforma será no longo prazo; 5) O Brasil, em 2015, gastou 3,5% do PIB com benefícios de servidores públicos. Isto é mais do que qualquer um dos 34 países da OCDE (grupo de nações mais desenvolvidas); 6) Portanto, custa muito caro aos brasileiros garantir renda mais alta a uma parcela da população (os servidores públicos que ganham acima do teto); 7) Só em aposentadorias, o valor economizado com o teto em 2015 (R\$ 41,1 bilhões) seria suficiente para financiar o Bolsa Família ou quase todo o pagamento dos benefícios para pobres idosos ou deficientes (BPC/Loas); 8) O limite dos vencimentos também reduziria a desigualdade. Segundo o Pnad, os benefícios acima do teto eram só 3,5% do total, mas representavam 20,9% da renda de aposentadorias. Ou seja, uma brutal concentração de renda. Com o teto, essa fatia cairia para 12,7% e só os 10% mais ricos seriam afetados pela medida; e 9) dando números aos privilégios, em 2016, por exemplo, o país gastou em média cerca de R\$ 29.000,00 com cada aposentadoria do Legislativo; R\$ 22.000,00 no Judiciário; R\$ 9.700,00 com militares; e R\$ 7.600,00 com servidores públicos civis. O benefício médio do aposentado do setor privado ficou em torno de R\$ 1.300,00.

## 7. JURO BÁSICO

A equipe econômica do governo Temer estabeleceu, dentre seus objetivos, o recuo da taxa básica de juros (Selic) como alavanca da recuperação econômica, pelo menos no curto prazo. Assim, de outubro/16 a este início de novembro/17 a mesma passou de 14,25% para 7,50% ao ano. Um recuo tão significativo quanto necessário. Apesar disso, a economia nacional não demonstra reações dignas de nota. Por quê? Porque, além dos fatores políticos, que são enormes, existem três aspectos econômicos que ajudam a explicar tal comportamento. Em primeiro lugar, tecnicamente os efeitos práticos de um recuo da Selic se dão cerca de seis meses após o seu anúncio. Isso significa dizer que o impacto mais importante do recuo da taxa básica começaria apenas no final do corrente ano e, especialmente, em 2018. Entretanto, tal efeito pode acabar sendo mínimo, frustrando expectativas. E aí entra o segundo ponto. O juro real, que é o que de fato conta, praticamente não baixou. O mesmo é calculado a partir da diferença entre a taxa Selic e a inflação oficial realizadas ou previstas para o final do ano. Assim, para 2017, a expectativa é de uma taxa Selic em 7% e uma inflação em 3%. Isso significa que nosso juro real está, em projeção, ao redor de 4% no momento (em outubro/17 o mesmo estava ao redor de 5,65%). Ora, entre 2010 e 2016 o juro real de nossa economia, a partir deste raciocínio, ficou entre 4,5% e 7,5%, exceção feita em 2012, quando o governo da época forçou uma baixa artificial de juros no mercado real, usando a Selic como instrumento ao colocá-la em apenas 7,25% ao ano, a mais baixa taxa desde dezembro de 1997, e 2015, quando a inflação oficial disparou a 10,67%, a mais alta desde 2002. Dito de

outra forma, apesar do forte recuo da taxa Selic no período considerado (outubro/16 a novembro/17), a inflação caiu ainda mais rapidamente, mantendo os juros reais praticamente dentro dos patamares históricos, ou seja, dentre os mais elevados do mundo. Enfim, temos o terceiro ponto e o mais decisivo. O comportamento da Selic está “descolado” do comportamento dos juros praticados na economia real. Devido ao enorme endividamento e inadimplência os bancos e financeiras mantêm juros estratosféricos, pois suas provisões para calotes cresceram significativamente, encurtando o crédito disponível ao consumo (no final de julho/17 tais juros eram de 351% para o rotativo do cartão de crédito; 300% para o cheque especial; 92% para os juros do comércio; 64% para o crédito pessoal nos bancos; 147% no crédito pessoal em financeiras; e 140% na taxa média nacional). Ora, com juros desta natureza quem deve não compra e quem não deve pensa várias vezes antes de comprar. Com isso, não há como a economia reagir na velocidade necessária. E a redução da Selic pouco está contribuindo diante dos fatores estruturais que pesam sobre nossa economia, confirmando que o processo será lento e difícil.

## **8. A CORRUPÇÃO**

Além do que já se viu neste capítulo, o ano de 2017 cristalizou igualmente o que se pode chamar de “caos político” no Brasil. Ora, um dos desafios para o país sair da crise econômica é superar igualmente a crise política, alimentada por um sistema corrupto que não é de hoje. Sem, obviamente, esgotar o assunto, importante se faz destacar que, infelizmente, desde que os escândalos de corrupção política se evidenciaram com mais força, ainda em

2005/06 com o “mensalão”, o país se deu conta em que “mar de lama” tem sido envolvido. O impeachment da ex-presidente Dilma foi apenas um capítulo do processo, pois a ascensão de seu vice (Michel Temer), em termos de confiabilidade e ética política, deixou a desejar a julgar pelas diferentes acusações do Ministério Público Federal. O que aliviou momentaneamente a crise foi a consolidação de uma equipe econômica, aceita pelo mercado porque capaz de adotar medidas de ajustes, embora longe de conseguir instalar medidas estruturais. Aliás, os escândalos políticos jogaram decisivamente contra esta equipe econômica.

Dentre eles, destaca-se o da J&F/JBS. O mesmo evidenciou que os últimos governos (Lula, Dilma e Temer), juntamente com muitos deputados e senadores, estiveram e estão fortemente comprometidos com a corrupção endêmica nacional, mostrando o quão nocivo isto é para a economia. As evidências que ali surgiram mostram como o dinheiro público, através do BNDES, foi utilizado indevidamente por alguns privilegiados (somente a JBS, a partir de 2007, praticamente ganhou cerca de R\$ 10 bilhões, sem falar no caso Eike Batista, nos financiamentos à investimentos no estrangeiro para sustentar governos afinados com a ideologia de quem nos governava, e assim por diante). O efeito imediato sobre nossa economia é de paralisação! Assim, a recuperação de empregos fica comprometida (quem irá investir diante de tal quadro político-policial?). E até o quadro se definir o país viverá alta volatilidade cambial, bursátil e vê comprometida, no futuro não muito distante, sua política de redução do juro básico (Selic). No âmbito internacional, as agências de risco voltaram a reduzir nossas notas de crédito e o Brasil passa a ser visto, novamente, como uma “republiqueta bananeira”, onde boa parte do poder público se vende

facilmente. Se o Ministério Público e a Polícia Federal decidirem ir a fundo, o Brasil poderá ser outro em futuro próximo, e para melhor. Mas, para isso, temos que limpar esse cancro político que fundeou este capitalismo de compadres entre parte dos políticos, de todos os matizes, e do empresariado aqui instalado.

Quanto ao BNDES, a sociedade nacional espera que a “caixa preta” do mesmo venha a ser realmente aberta. Afinal, a brutal recessão que o país viveu nestes últimos anos, e a contínua crise econômica que ainda vive, não é fruto apenas de uma enorme incompetência de gestão econômica, especialmente entre 2007 e meados de 2016, alimentada por interesses ideológicos e sanha pelo poder. Ela também é fruto de uma corrupção colossal que desviou dinheiro público dos investimentos nacionais, especialmente da saúde, educação e infraestrutura, onde grandes empresários se aproveitaram da fraqueza ética de muitos governantes para se apoderarem do dinheiro público em benefício próprio, inclusive no Exterior. Esse capitalismo de compadres, como é conhecido, que agora vem à tona, tem impedido historicamente que o Brasil se desenvolva. E, parece, continuará impedindo, a julgar pelos acontecimentos políticos de 2017. Para aqueles que, por algum motivo, não conseguiram acompanhar ou entender o que se passa vamos aqui recuperar, de forma sintética, o caso da J&F/JBS. Pois esta empresa, na delação de um de seus proprietários, afirma que recorreu à corrupção a fim de obter vantagens em financiamentos no BNDES e também em negócios envolvendo os fundos de pensão da Petros, da Petrobras, e Funcef, da Caixa Econômica Federal. Juntos, o BNDES, Petros e Funcef aportaram US\$ 1 bilhão na JBS, adquirindo parte da companhia. No total, a partir de 2006 é até 2016 (governos Lula e Dilma/Temer) a JBS recebeu R\$ 10 bilhões de

dinheiro público e os irmãos Batista internacionalizaram os negócios, tornando a empresa JBS, sob o controle da J&F, na maior processadora de proteínas animais do mundo. No contexto da corrupção realizada, apenas o saldo das contas atribuídas a Lula e Dilma somaria US\$ 150 milhões em 2014 (cf. ZH, 20-21/05/17, p. 15). A empresa em questão, a partir de 2007, foi uma das escolhidas pelo programa oficial “campeãs nacionais”, pelo qual empresas tiveram ajuda do governo para serem competidoras internacionais. Nos dois anos seguintes a isso, o BNDES “engordou o cofre da JBS com R\$ 8,3 bilhões, por meio de compra de ações, e outros R\$ 2 bilhões em crédito” (cf. ZH, 19/05/17, p. 21). Assim, a JBS, que no início do governo Lula faturava aproximadamente R\$ 4 bilhões, em 2016 chegou a R\$ 170 bilhões, viabilizado pelo fornecimento quase ilimitado de recursos públicos favorecidos, como se viu através do depoimento de um de seus proprietários, via pagamento de propinas e corrupção de membros do governo (cf. ZH, 24/05/17, p. 21). Dito de outra forma, o BNDES foi transformado, nestes últimos governos, em “o maior instrumento de concentração de capital tirado à força de quem trabalha (e paga impostos) para os amigos do governo de plantão”. Portanto, a competitividade de empresas deste tipo, uma de nossas “campeãs nacionais”, não se dá pela qualidade na gestão e competitividade econômica, e sim pelo roubo do dinheiro público.

Entretanto, a “caixa preta” do BNDES é bem mais profunda! Em 2016 Joesley Batista teria solicitado, via o ex-ministro Geddel Vieira Lima, que o presidente Temer interviesse no BNDES a fim de que o banco não vetasse a mudança da sede para o Exterior. Na oportunidade a ideia era ir para a Irlanda. Ou seja, a política de subsidiar com dinheiro público as ditas “campeãs nacionais” (e aí entra, além da JBS, as empresas de Eike Batista e muitas outras)

acabou indo para o ralo da corrupção. O BNDESPar, que é dono de 20% das ações da JBS, tentou vetar a saída da empresa, porém, cerca de 80% das operações da mesma já estão, não na Irlanda, mas nos EUA de Donald Trump. Além disso, no final de abril passado os donos da JBS estavam em um grupo de empresários que reclamou da gestão de Maria Silvia Bastos Marques no BNDES, pois a mesma estava tentando passar um “pente fino” em todas as ações, principalmente as obscuras. Rapidamente a mesma foi “apeada” do cargo e substituída por alguém mais afinado, em princípio, aos interesses do Planalto. O escolhido, Sr. Paulo Rabello de Castro, embora conhecedor da área, foi o mesmo que, na presidência do IBGE provocou desconforto entre analistas ao mudar a metodologia nas pesquisas do comércio e serviços para o cálculo do PIB nacional, fato que elevou o resultado de janeiro passado (cf. ZH, 29/05/17, p. 15). Diante destes fatos, é justo imaginar que a Operação Lava-Jato está mostrando que o roubo do dinheiro público é muito maior do que se pensa. Não é por nada que a maioria de nossos deputados e senadores, secundados por ministros e presidentes da República, trabalham arduamente para frear a ação do Ministério Público e da Polícia Federal. Enquanto isso, os brasileiros pagaram em impostos, que alimenta boa parte desta ciranda, 41,8% do PIB nacional em 2016, segundo o Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT). Em 2017 foram necessários 153 dias de trabalho para pagarmos todos os impostos que sobre nós recaem. Isso é o dobro do que se trabalhava na década de 1970. Um dinheiro que não volta em serviços públicos adequados à sociedade, pois grande parte é roubada da forma que, agora, a Nação tomou conhecimento. E isso que a “caixa preta” do BNDES apenas começou a ser aberta. Se quisermos um Brasil melhor é preciso que se faça uma limpeza

completa da corrupção nas entranhas políticas do país, em todos os níveis. Isso, mesmo que a correção de rumo de nossa economia sofra atrasos e nos deixe por mais tempo na recessão. É melhor atacarmos definitivamente o problema nacional agora que começamos, do que fazermos novamente uma “meia sola” que voltará a inviabilizar politicamente o país, e obviamente sua economia, logo adiante. Resta esperar que a sociedade brasileira acorde finalmente para tal realidade.

## **9. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Em síntese, saímos de uma recessão histórica lentamente, mas sem sustentabilidade. Desta forma poderemos crescer ainda mais três anos, dependendo do resultado das eleições de 2018. Porém, sem reformas estruturais não haverá ajuste fiscal, e sem ajuste voltaremos a cair. Ou seja, precisamos de um projeto de desenvolvimento para o Brasil, onde Estado e mercado coexistam com eficiência. Por enquanto, tal projeto não existe!

Assim, para que a sociedade brasileira acorde e combata definitivamente a corrupção que grassa no país, crie as condições estruturais para um crescimento sustentável que, adiante, nos remeta a um projeto de desenvolvimento, é preciso, antes de tudo, que tenha formação, a qual se obtém com um sistema educacional de primeira linha, pois tudo começa com a qualificação dos cidadãos que compõem a Nação. Ora, o Brasil está longe de possuir tal sistema. Pelo contrário, na prática, a realidade só fez piorar nos últimos tempos.

Em março de 2017 a ONU anunciou o novo Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) mundial, a partir de dados coletados

em 2015. Pela primeira vez, desde que o Índice passou a ser referência para medir o desenvolvimento dos países (em 1990), o Brasil ficou estacionado. Em uma posição longe de ser confortável, pois se situa em 79º lugar de um total de 188 países pesquisados. Estamos juntos com a ilha de Granada, abaixo da Rússia e um pouco acima da média regional da América Latina e Caribe. Tal índice leva em conta três quesitos fundamentais: saúde, educação e rendimento. No caso brasileiro, a estagnação teria ocorrido principalmente pela queda no rendimento, devido à recessão econômica que nos atingiu, a qual elevou o desemprego (na oportunidade, acima de 14 milhões de pessoas em idade ativa, chegando a mais de 25% na faixa etária entre 15 a 24 anos de idade). Grande parte desse desemprego, por sua vez, ocorre na esteira da baixa formação de nossa mão de obra. E aí entra o quesito educação em jogo. Os visitantes brasileiros, na feira mundial de Hannover (Alemanha) de 2017, voltaram convencidos de que estamos com grande atraso tecnológico perante os principais países concorrentes, detectando que tal atraso se deve, em grande parte, a uma educação precária. E a realidade, neste sentido, é gritante. Segundo a última edição do Programa Internacional de Avaliação de Estudantes (Pisa), realizada em 2015, os estudantes brasileiros ingressam no Ensino Médio “sem conhecimento e as habilidades mínimas para exercer uma plena vida social e econômica”. Em matemática, 70% de nossos estudantes não sabem o básico, em ciências 56% e em leitura 51%. Além disso, mais de 60% dos professores brasileiros de ciências, no Ensino Fundamental, não possuem formação específica. Ou seja, em geral, nossos professores, e isso vale para grande parte em todos os níveis do ensino nacional, são de qualidade precária, pois formados, na base, em um ambiente de qualidade comprometedor. Mais, o Pisa

indicou que, dentre 70 países pesquisados, o Brasil ficou na posição 63 em ciências, 59 em leitura e 65 em matemática. Portanto, estamos entre os piores do mundo em educação. Não há como gerar desenvolvimento em tal quadro caótico! E os problemas nacionais na área não param aí! Em nosso país, segundo o Pnad, somente 54% dos estudantes concluem o Ensino Médio até os 19 anos, enquanto 15,7% dos jovens brasileiros entre 15 e 17 anos não estudam. E muitos que estudam, o fazem muito mal. Além disso, relatório da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), com sede em Paris, ao comparar dados de mais de 40 países, evidenciou que apenas 14% dos adultos brasileiros têm Ensino Superior, contra a média de 35% obtida no conjunto dos países pesquisados.

Tal desastre de nossa educação atual já vem de algum tempo e compromete totalmente o futuro do país. O símbolo desta realidade se encontra, em grande parte, na geração que nos governa, boa parte envolta em alta incompetência e ilícitos generalizados. Em quadro de tamanho descalabro, não poderia ser surpresa o fato de que, em meados de 2017, 40% da população nacional estar inadimplente e 59% endividada, sem grandes perspectivas de saldar a conta. Nos faltam formação básica na área financeira e econômica! Não pode ser surpresa igualmente que meio milhão de famílias, diante da falta de perspectivas, em grande parte geradas pela péssima formação de seus membros, tenham retornado ao programa Bolsa Família no país. E não adianta o governo anunciar aos quatro cantos do país que destina milhões para a educação nacional, se tais recursos são gastos muito mal. Não adianta ter quantidade de dinheiro! É preciso ter qualidade no seu uso. Não basta apenas tentar melhorar a qualidade de vida dos brasileiros pela via material, como

se buscou no passado recente. Isso não se sustenta, como a realidade nos mostra agora, sem alto nível de saúde e educação. Como afirma Cristovam Buarque (foi candidato à presidência da República em 2006, tendo como projeto central a melhoria da educação nacional, e ganhou pouco mais de 2% dos votos dos brasileiros), as universidades “acabam ficando fragilizadas por causa da má educação de base dos acadêmicos e do corporativismo”. No primeiro caso, grande parte dos alunos ali chegam sem saber escrever e interpretar corretamente textos, sem saber matemática e interpretar minimamente um gráfico ou um dado estatístico. No segundo caso, a universidade brasileira em geral “desconectou-se da realidade brasileira, ficando subordinada aos sindicatos, fragilizada pelo corporativismo e pelo despreparo dos acadêmicos” (cf. Veja, 20/01/2016, pp. 13-17). Enquanto isso continuar e o governo usar a educação como slogan, enganando as pessoas, esta realidade somente irá piorar. E os jovens de hoje, formados em tal contexto, serão os dirigentes deste país amanhã. Também aqui é premente uma ampla, profunda e conseqüente reforma que venha a colocar o ensino brasileiro como um dos elementos motores do desenvolvimento. E não, como hoje ocorre, um instrumento onde o mote “faço de conta que ensino e você faz de conta que estuda” tem sido muito presente em grande parte das instituições de ensino nacionais. Mote este muitas vezes apoiado por decisões oficiais, onde todo mundo passa de ano, sem importar se realmente estudou, sabe o conteúdo, frequentou as aulas e se esforçou em busca de qualificação, pois o objetivo central é tão somente preencher estatísticas que serão usadas em campanhas políticas duvidosas.

## 10. REFERÊNCIAS

CoDaCE. Comitê de Datação de Ciclos Econômicos.>  
<http://www.valor.com.br/brasil/5177416/recessao-mais-profunda-ja-vista-acabou-no-fim-de-2016-diz-codace>.> Acesso em 01/11/2017.

CONJUNTURA ECONÔMICA. Revista mensal, FGV: Rio de Janeiro-RJ, 2017.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Carta de Conjuntura. Trimestral. 2017.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Relatórios diversos. 2017.

JORNAL DA MANHÃ. Ijuí-RS. Edição diária. 2017.

VEJA. Revista semanal, Ed. Abril: São Paulo-SP, 20/01/2016, pp. 13-17.

ZERO HORA. Jornal diário, Grupo RBS: Porto Alegre-RS, 2017.

# RELAÇÃO ENTRE A OFERTA DE MOEDA E CRESCIMENTO ECONÔMICO NA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1995-2015.

*Romualdo Kohler*

*Gabriela Lippert Vettorello*

## 1. INTRODUÇÃO

A economia é uma ciência que estuda diversas variáveis e como elas impactam na vida dos agentes econômicos, segundo Lionel Robbins (1932) é a ciência que estuda o comportamento humano como inter-relação entre fins e meios escassos que têm usos alternativos.

O objeto principal deste estudo se enquadra na área da macroeconomia. E nesta por sua vez possui muitas variáveis que influenciam na dinâmica exercida sobre a economia.

O recorte aqui epigrafado foca a questão monetária, visto que a moeda, no desenvolvimento da sociedade, sempre exerceu papel primordial no funcionamento econômico.

Apesar desta importância o pensamento econômico nunca encontrou sintonia nos efeitos da moeda na economia, ao ponto de se poder afirmar que este se constitui em um quesito divisor de águas entre diferentes escolas do pensamento econômico. A centralidade do debate recai sobre a influência da quantidade de moeda no comportamento da atividade econômica e/ou dos níveis de inflação.

Descortina-se o palco para o objetivo central de verificar se existe associação entre quantidade de moeda em seu sentido restrito

M1, ou amplo M4, com os níveis de produção PIB, e com os níveis de Inflação medidos pelo IPCA, enquanto índice oficial de variação de preços no Brasil.

## **2. A MOEDA E SEUS EFEITOS NA ECONOMIA**

Nos primórdios da civilização houve na economia o que conhecemos de escambo que é um sistema de trocas, de mercadoria por mercadoria, onde deveria haver duplo interesse de necessidades entre os demandantes, de modo a suprimir uma dupla coincidência de desejos.

A partir da fixação dos grupos em pequenas sociedades a vida econômica começa a ser conduzida para uma nova etapa assim as primeiras moedas começam a surgir. Instigados pela necessidade das pessoas em realizar trocas, sem que fosse necessária a dupla condição de desejos.

Os metais preciosos passaram a assumir a função de moeda por diversas razões: são limitadas na natureza, possuem durabilidade e resistência, são divisíveis em peso etc. Para exercer o controle sobre os metais em circulação, foi implantada a cunhagem da moeda pelos governantes, o que deu origem à atual moeda metálica. (VASCONCELLOS & GARCIA, 2006 p. 139).

Estes produtos são denominados intermediários de trocas e os bens passam a ter um preço de acordo com quantidades pré-estabelecidas, sendo considerada uma forma rudimentar de moeda.

Mesmo em seu estágio mais primitivo e usada para intermediar processos rudimentares de troca, a moeda pode ser conceituada como um bem econômico qualquer que desempenha as funções básicas de intermediário de trocas, que serve como medida de valor e que tem aceitação geral.( LOPES E ROSSETI, 2002, p. 18).

A primeira forma de moeda foi a moeda mercadoria, que deveria atender a uma necessidade comum para ser aceita, possuía valor de uso e de troca.

A moeda metais foi fundamentada na visão mercantilista onde que uma nação era considerada mais rica quanto maiores fossem seus estoques de metais preciosos, esta visão viabilizou o processo de cunhagem de metais.

A terceira moeda foi a moeda papel ou representativa onde que a moeda era custodiada pelos ourives e estes emitiam certificados de depósitos e quem os detivesse possuía uma moeda representativa que podia ser transferida de posse sem maiores problemas.

Após a moeda representativa, deu-se início a passagem para a moeda fiduciária ou papel moeda que é uma prática adotada até hoje pelas populações mundiais, esta representa a passagem da moeda papel para o papel moeda, onde os sistemas de lastros, sob forma de metais preciosos, foram abandonados. Hoje há algumas características para o sistema monetário, que são: inexistência de lastro metálico, inconvertibilidade absoluta e o monopólio estatal das emissões.

Outra prática fundamental que surgiu com a intermediação bancária é a moeda bancária, escritural ou invisível sendo denominada invisível por justamente não ter existência física e é

escritural por corresponder a lançamentos a débito e a crédito registrados nas contas dos bancos.

Atualmente a moeda escritural é a que mais vem ganhando espaço no dia-a-dia, ela tornou-se uma ferramenta essencial para utilização, sem necessariamente ter a moeda em mãos.

Desde o surgimento da moeda, até hoje, existem algumas considerações importantes a ser colocadas em amostra, pois, para que ela seja considerada moeda deve: ser qualquer instrumento ou objeto aceito por uma coletividade, que seja um intermediário de troca, também uma unidade de conta e representa uma reserva de valor.

É importante salientar que não precisa ter valor intrínseco ou ser lastreada em metal precioso, bastando ter a confiança e aceitação geral pelos agentes econômicos.

Por desempenhar funções econômicas essenciais, notadamente as relacionadas à intermediação de trocas, à liquidação de dívidas e a manutenção de reservas de valor, a moeda é procurada por todos os agentes que interagem e transacionam em sistemas economicamente organizados, viabilizando a sua integração no processo de divisão social do trabalho e a sua participação nos resultados das atividades produtivas. Nestas condições, independentemente dos padrões políticos-institucionais que a sociedade esteja praticando, a manutenção, pelos indivíduos e empresas, de determinados níveis de encaixe monetário, pode ser considerada como uma necessidade vital. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 57).

A moeda enquanto intermediário de troca representa a mais básica de suas funções servindo para trocar mercadorias ou serviços

por dinheiro, onde o demandante tem maior interesse em um produto do que permanecer com o dinheiro no bolso e desta forma ela possui a função de transacionar. Esta função é considerada a mais importante, afinal representa uma ruptura muito grande da sociedade enquanto passagem da economia de escambo para o início da economia monetária.

Outra função da moeda é o de unidade de conta. Esta por sua vez faz com que os produtos sejam precificados apenas com moeda única, não sendo necessário que uma mercadoria seja de mesmo valor que a outra, sendo calculado principalmente de acordo com os custos de produção, bem como a demanda do produto. Através desta função é possível saber a quantidade de moeda em circulação e qual é a demanda que as pessoas possuem para transacionar umas com as outras.

A terceira função, essencial para o funcionamento do sistema monetário, a moeda serve de reserva de valor percebendo-se que desde o momento de sua posse até a passagem da moeda para outra transação ela é considerada reserva de valor e serve não apenas para transacionar, mas também é possível utilizar esta função para guardar e acumular riquezas. A moeda é considerada como prontamente disponível, ou seja, de alta liquidez e quando aplicada em ativos esta liquidez não é imediata.

Estes apontamentos traduzem o viés que conduziu a moeda até os dias atuais, intermediando as principais funções e a interferência que ela exerce na vida das pessoas e no funcionamento da economia.

Diferentes correntes de pensamentos se cruzam quando o assunto é a importância da moeda, em especial sobre seus efeitos na economia, quer no desempenho das atividades econômicas, quer

na estabilidade dos preços. Os primeiros estudos sobre a moeda surgiram na Antiguidade, com Aristóteles, que por seus registros já demonstrava possuir a capacidade de diferenciar o valor de uso e de troca da moeda, porém estes estudos permaneceram por muito tempo descontinuados, retornando apenas no Renascimento.

Uma das primeiras discussões que merece destaque é a questão do Bullion (ouro em espécie) e a visão de dois grupos, os chamados Bullionistas que defendiam que o valor do Bullion se associava as chamadas notas bancárias e eram pagas de acordo com o valor do Bullion, percebeu-se que quando havia excesso de emissão das notas bancárias ocorria uma depreciação do valor do ouro, passando a apresentar períodos de inflação.

Os chamados Antibullionistas discordavam dos Bullionistas, acreditando que não eram apenas as notas bancárias que faziam aumentar os preços e depreciar a moeda. Ainda afirmavam que o preço do Bullion não estava associado ao aumento na quantidade de moeda.

Segundo Mollo (1994) Ao longo das discussões levadas adiante pelos dois grupos, quatro questões básicas ainda permeiam o debate monetário. São elas: a pertinência da Teoria Quantitativa da Moeda e conseqüente necessidade de controlar a oferta monetária, a relação entre a Teoria Quantitativa da Moeda e o balanço de pagamentos, a relação entre a economia real e monetária e a relação entre os fenômenos monetários e a estabilidade ou instabilidade dos preços.

A grande discussão que se estabeleceu, notadamente a partir do final da última década do século XVIII e durante todo o século XIX, era com respeito ao que se poderia

considerar uma oferta monetária bem regulada. A razão essencial dessa discussão encontrava-se no sentido da casualidade entre moeda e preços, levando á controvérsia conhecida na literatura econômica como banking scholl versus currency school. O evento que deu origem à controvérsia foi à suspensão determinada pelo Banco da Inglaterra do resgate de suas notas por barras de ouro. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 189).

Essas divergências, também estão registradas, mais tarde, no debate entre a Currency School, enquanto representantes do mundo dos acadêmicos e a Banking School, enquanto representantes dos homens de negócios.

A currency school defendia a ideia de que a queda do valor das notas do banco se devia a emissões em excesso, que ocasionavam o aumento dos preços e a conseqüente depreciação da moeda e da taxa de câmbio...

...Por seu lado a banking school defendia a ideia de que a quantidade de moeda era determinada pelas necessidades dos negócios. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 190).

Efetivamente os Bullionistas e depois a Currency School, inspiraram um tratamento mais acabado dos pensadores clássicos, denominados como ortodoxos, assim como os Antibullionistas e a Banking School precederam o arcabouço teórico Keynesiano, englobando os pensadores chamados heterodoxos.

Pelo lado da ortodoxia destaca-se de princípio as contribuições de Jean Bodin, considerado o criador da chamada teoria quantitativa da moeda, segundo a qual a quantidade de moeda em circulação define as variações de preços dos bens e serviços.

Em síntese, a teoria quantitativa da moeda é demonstrada pela equação  $MV=PT$ , onde que  $M$ = quantidade de moeda em circulação,  $V$ =velocidade de circulação,  $P$ =nível geral de preços,  $T$ =Volume físico de transações. Ao assumir a condição de constância para a velocidade de circulação da moeda e para o volume físico das transações, defendiam que a quantidade de moeda estava diretamente associada ao nível geral de preços.

Posteriormente, a literatura econômica destaca uma evolução na abordagem da teoria quantitativa, retrabalhando a forma de interpretá-la e dando origem a conhecida equação de Cambridge ou de caixa, que é representada da seguinte maneira:

$$M = kP.Y \quad \text{onde:} \quad M = \text{oferta de moeda (variável exógena).}$$

$k =$  renda mantida em caixa, para fins de transação

$P =$  índice geral de preços.

$Y =$  renda real

A equação de Cambridge quer nos dizer que os agentes econômicos, detém renda real, em função dos seus rendimentos e da necessidade de transações que precisam realizar.

E assim várias discussões acerca do assunto foram sendo conduzidas ao longo do processo histórico do pensamento econômico.

Os economistas ortodoxos filiam-se, regra geral, á corrente chamada monetarista. Com várias nuances essa corrente afirma que a emissão injustificada de moeda é sempre

ruim, porque acaba sempre tendo como resultado um aumento da inflação e a instabilidade do sistema, sem nenhum efeito sobre o nível de produto e emprego em que opera a economia. O principal argumento que estes economistas utilizam na defesa de sua posição é a chamada equação quantitativa da moeda:  $M.V=P.Y$ , onde  $M$ = meios de pagamento,  $V$ =velocidade de circulação da moeda,  $P$ = nível geral de preços e  $Y$ =produto agregado real. (PAULANI, 2012, p. 299).

Os pensadores clássicos acreditavam que a moeda servia apenas como intermediária de trocas e que as variações nos preços eram afetadas por mudanças na quantidade de moeda em circulação, contrapondo-se desta forma a visão mercantilista que foi primordialmente aceita. A visão mercantilista era baseada em uma economia de acumulação de riquezas e metais preciosos, sendo que uma nação era considerada mais rica, quanto maiores fossem seus estoques de metais preciosos.

O principal expoente Clássico foi Adam Smith, considerado o Pai da economia que, neste tópico, defendia que os aumentos nos estoques de ouro e prata não geravam necessariamente aumento nas riquezas das nações. Acreditava que primeiramente estes aumentos iriam levar a um aumento interno dos preços o que ocasionaria a importação de produtos e uma elevação na transferência de moeda para outros países.

No pensamento clássico, a oferta monetária é tratada como variável exógena – o que equivale a dizer que o nível da moeda disponível em dado sistema econômico é exclusivamente controlado pelas autoridades monetárias.

São estas quem decidem o montante da moeda que será posto em circulação. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 65).

Nestes fundamentos, o pensamento clássico se estrutura na premissa de que a moeda servia apenas como intermediário de troca e que as pessoas retinham moeda somente até o momento de transferi-la a outro agente econômico, sendo que levam em conta a essência da teoria quantitativa da moeda.

A taxa de juros é tida como um fenômeno real, e a parcela de renda não consumida pelas famílias é destinada a poupança, de forma que apenas em um processo transitório ela poderá afetar a taxa de juros.

Assim, os clássicos eram fervorosos na defesa da neutralidade da moeda, sendo que esta não afeta a produção, emprego e tampouco a taxa de juros e apenas serve para intermediar as transações econômicas. Em síntese, eram apologistas do liberalismo e, na questão monetária, por coerência não poderia ser diferente.

Conforme já indicado, outro ponto de vista é defendido pelos economistas heterodoxos que em oposição aos ortodoxos indicam que a quantidade de moeda pode sim afetar a atividade econômica, em especial, em situações de ociosidade de fatores de produção, ou melhor, abaixo da capacidade produtiva da economia.

Eles acreditam que em determinados contextos, elevações em  $M$ , podem produzir elevações em  $Y$  em vez de elevações em  $P$ , principalmente se tais elevações decorrem de aumento nos gastos do governo. Se houver capacidade ociosa nas empresas e elevado nível de desemprego da mão de obra, certamente a economia está sofrendo um problema de escassez de demanda agregada,

de modo que o aumento nessa demanda, provocado pela elevação dos gastos do governo, pode dinamizar a economia reduzir a ociosidade e elevar o nível de produto e emprego sem afetar, ou afetando apenas marginalmente, os preços. (PAULANI, 2012, p. 301).

Neste sentido há um destaque do papel do Estado, enquanto regulador da oferta monetária.

Keynes ao contrapor os clássicos, escreveu em 1936 a Teoria do Juro do Emprego e da Moeda, defendendo que a economia não se regula automaticamente pelo mercado e precisa de um mínimo de intervenção para ter um melhor funcionamento.

Em sua teoria, Keynes introduz a função de reserva de valor, que até então não era conhecida e também diz que a moeda não é neutra, afinal geram riscos e incertezas no mercado e isto está altamente associado às economias modernas.

Na versão Keynesiana, contrapondo a versão clássica, a moeda deixou de ser vista apenas como instrumento de intermediação de trocas que não afetava significativamente outras variáveis econômicas, como a taxa de juros e o volume global de emprego. Enfocando-a também como uma reserva de valor, mantida não apenas para fins transacionais, mas também para atender a oportunidades de especulação, Keynes deixou de ver a moeda como componente neutro. Em sua versão, uma significativa parcela da demanda de moeda é afetada pelas expectativas sobre o comportamento da taxa de juros, ao mesmo tempo em que o nível do emprego, e, conseqüentemente, outras variáveis que se localizam no setor real da economia sofrem a influência de variações

situadas no setor monetário. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 67).

Neste contexto afirmavam que a oferta de moeda afeta o lado real da economia, associada à evolução da taxa de juros, contrapondo a visão clássica da neutralidade da moeda e de que os juros são um fenômeno real.

Na visão de Keynes, os determinantes da taxa de juros não se encontravam no lado real da economia, mas no mercado monetário. Em outras palavras, para ele o cotejo entre a demanda e a oferta de moeda determinava a taxa de juros. E a moeda, para Keynes, não era demandada apenas para que se pudesse fazer transações com ela, ou seja, ela não era demandada apenas como meio de troca, mas também como reserva de valor, conformando aquilo que ele denominou demanda especulativa por moeda – para diferenciá-la da demanda transacional, motivada pela necessidade de numerário para efetuar trocas. (PAULANI, 2012, p. 304).

Assim quanto maiores os riscos trazidos pela moeda especulativa maiores serão as taxas de juros que o mercado irá ofertar, aliado a esta afirmação está associado o que Keynes chamou de preferência pela liquidez, sendo que quanto maiores os juros pagos ao capital, maior será a liquidez ofertada. Em tempos de crise esta liquidez é muito procurada pelos agentes demandantes por moeda especulativa.

Ao resumir a visão de Keynes, se pode dizer que o desejo dos agentes econômicos em reter moeda, depende da taxa de juros, caracterizando a função reserva de valor expressa pela demanda por

moeda para fins especulativos. Nesta linha, a moeda afeta a produção e o emprego, ou seja, quanto maiores forem às quantidades ofertadas de moeda, maiores serão os índices de produção e emprego, aliado a isto, os investimentos são conduzidos em conjunto com o crescimento econômico, pois sem investimento não há crescimento.

Os juros estão relacionados ao mercado monetário e dependem da oferta de moeda, assim a taxa de juros sobe ou diminui, em função da quantidade ofertada de moeda e os agentes econômicos estão interessados na liquidez que suas retenções irão causar. Pode-se dizer ainda que as variações na quantidade de moeda provocam elevações na taxa de juros, investimentos e demanda agregada.

Em síntese, a tabela a seguir apresenta de forma objetiva os principais elementos de distinção entre os modelos, clássico e keynesiano:

**Quadro 1:** Comparação entre o Modelo Clássico e Keynesiano.

<b>A moeda no modelo clássico</b>	<b>A moeda no modelo Keynesiano</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>•A moeda serve apenas como intermediária de trocas. Ninguém retém moeda pela moeda, já que se admite a existência de outros ativos que desempenham a função reserva de valor melhor que os ativos monetários.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•A moeda é desejada pelos agentes econômicos como reserva de valor. Dependendo das variações futuras das taxas de juros, ela pode ser fonte de importantes ganhos de capital.</li> <li>•A moeda, via taxa de juros, afeta o nível dos investimentos</li> </ul>

•A moeda determina apenas o nível geral de preços, não afetando, contudo, a estrutura dos preços relativos, a qual está ligada ao processo de alocação dos recursos. As mudanças que porventura venham a se verificar na estrutura dos preços relativos são determinadas por fatores reais, não monetários. Assim, a moeda não afeta a produção nem o emprego, determinando apenas o nível geral dos preços e os salários nominais.

•A moeda não afeta de forma permanente a taxa de juros. Esta é um fenômeno real, determinado pela parcimônia e pela produtividade marginal do capital. Os possíveis efeitos da moeda sobre a taxa de juros são apenas transitórios.

• A moeda age diretamente sobre a demanda agregada de bens e serviços. Mas, dado que a economia opera em permanente situação de pleno emprego, este tipo de ação afeta

e, conseqüentemente, a demanda agregada no mercado do produto. Afeta, portanto, a produção e o nível do emprego.

• A moeda determina a taxa de juros. Em Keynes os juros são considerados um fenômeno exclusivamente monetário, significando um prêmio que os agentes econômicos recebem por abrir mão de liquidez.

•A moeda age, indiretamente, sobre a demanda agregada no mercado do produto, afetando assim o setor real da economia. Essa ação pode ser assim sintetizada:

<p>apenas os preços, não o nível de emprego. Essa ação da moeda pode ser assim sintetizada:</p> <p><math>\Delta</math> Moeda <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Demanda agregada de bens e serviços <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Preços</p>	<p><math>\Delta</math> Moeda <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Taxa de Juros <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Investimento <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Demanda agregada</p>
---	---

**Fonte:** (Lopes & Rossetti, 1998, p. 172-174).

Finalizando o debate, é importante resgatar a evolução dos pensamentos clássico e keynesiano que, apesar da atualização na abordagem conservam a essência dos elementos originais.

Deve-se lembrar ainda do pensamento monetarista que apresenta distinções importantes dos keynesianos, entre elas se destaca o texto que segue.

Variações na quantidade de moeda afetam o nível de produto apenas no curto prazo. No longo prazo, variações na quantidade de moeda afetam apenas o nível de preços. Os monetaristas têm como caso especial de sua teoria uma equação similar à Teoria Quantitativa de Moeda ( $M.V=P.y$ ). Por isso, para os monetaristas no longo prazo (onde  $y$  e  $V$  são constantes), a taxa de inflação será igual à taxa de crescimento do estoque de moeda ( $M=P$ ). No curto prazo a taxa de crescimento da quantidade de moeda determina a taxa de crescimento do produto real. Assim, flutuações no Produto Interno Bruto (PIB) real, são determinadas pela modificação da taxa de crescimento da moeda. (BACHA & LIMA, 2006, p. 56-57).

Nesta direção, necessário se faz um destaque especial à teoria desenvolvida por Milton Friedman, considerado a centralidade teórica da corrente monetarista, versão contemporânea do pensamento Clássico.

Esta corrente atribui a distúrbios provocados pela política fiscal as causas fundamentais das flutuações no nível da atividade econômica (instabilidade do sistema ou ondas de crise e desemprego). As depressões e a inflação seriam fundamentalmente resultantes da forma como a política monetária é conduzida. (LOPES & ROSSETTI, 2002 p. 221).

Friedman, apesar de sua inspiração clássica, entende a moeda como o centro da macroeconomia e com um poder muito forte na condução da economia como um todo, todavia indica que a moeda pode influenciar no curto prazo o crescimento econômico de forma muito ampla, mas que, se conduzida de forma ineficiente, pode acarretar vários distúrbios no funcionamento do todo. Friedman defendia ainda que o Estado não deveria controlar a emissão de moeda, defendendo um Banco Central independente e autônomo, onde o mercado deve funcionar livremente. Relaciona a riqueza humana, capacidade do indivíduo e a riqueza não humana, riqueza material.

Menciona ainda que há uma diferença nas demandas por moeda por parte das famílias e das empresas, onde que as famílias demandam moedas por necessidade e as empresas por questões estratégicas.

Ele também nos sinaliza que a política monetária trabalha com defasagem temporal podendo ter seus efeitos mais visíveis no longo

prazo. Com este destaque de Friedman tornou-se consenso em nossos dias, algumas considerações acerca da defasagem da política monetária se fazem necessárias:

A política monetária opera com defasagens, isto é, o efeito máximo sobre a economia de mudanças na taxa de juros básica não ocorre imediatamente. Esse é um aspecto sobre o qual há consenso entre os macroeconomistas, e que tem importantes implicações para a condução da política monetária...

...A mensuração precisa das defasagens é difícil, pois modelos são apenas aproximações da realidade e estimativas envolvem um razoável grau de imprecisão. Entretanto, a evidência empírica para um conjunto de países, em geral, aponta para uma defasagem de três a cinco trimestres entre o momento de uma mudança na taxa de juros e o efeito total sobre a inflação ter alcançado 50%. (Banco Central do Brasil, Setembro de 2007).

Segundo Lopes e Rosseti (2002, p. 286), as principais defasagens encontradas na política monetária são: Defasagem de percepção e interpretação, Defasagem de tomada de decisão, Defasagem de implementação e Defasagem de Efeito.

### **3. POLÍTICA MONETÁRIA**

A política monetária exerce papel primordial no funcionamento das economias capitalistas e auxilia os reguladores de moeda e o governo nas diretrizes a serem escolhidas em sua desenvoltura. Tem o papel de fazer a intermediação financeira e controlar as emissões de moeda.

A política monetária pode ser definida como o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo. Alternativamente, pode também ser definida como a atuação das autoridades monetárias, por meio de instrumentos de efeito direto ou induzido, com o propósito de controlar a liquidez do sistema econômico. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 253).

O Banco Central do Brasil é o órgão executivo central do sistema financeiro do país, surgiu em 31 de dezembro de 1964, com a promulgação da lei nº 4.595. O BCB está incumbido de cumprir as seguintes funções: Banco dos Bancos, Executor de política monetária, Banco Emissor, Banqueiro do Governo e Superintendente do Sistema Financeiro Nacional.

Como Banco dos Bancos deve fornecer empréstimo de liquidez as instituições bancárias e receber os depósitos compulsórios das instituições que compõe o sistema financeiro e ainda regulamentar o funcionamento da compensação de cheques, títulos e outros documentos.

A necessidade de um emprestador de último grau se fez necessária para administrar da melhor forma possível toda a quantidade de moeda disponível em circulação, bem como um controle sobre as metas de inflação e consequentemente a taxa de juros.

Entre as operações passivas do Bacen, a de maior expressão é a base monetária, em conceito ampliado: inclui o papel moeda em circulação, as reservas bancárias

voluntária e compulsória recolhidas em espécie monetária pelos bancos comerciais e os títulos de emissão própria em poder do público. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 449).

Enquanto executor de política monetária, tem o papel de regular a expansão dos meios de pagamento através dos instrumentos de política monetária como regular as taxas de depósito compulsório, redescontos, compra e venda de títulos públicos no mercado aberto, possibilitando aumentar ou diminuir a quantidade de dinheiro em circulação.

A função de Banco Emissor está atrelada a executar a emissão de moeda, sendo que é o único banco autorizado pelo governo para tal função, bem como deve substituir aquelas moedas que estiverem desgastadas.

Ser o banqueiro do governo, financiando o tesouro nacional através da compra e venda de títulos públicos, bem como deve administrar a dívida pública interna e externa, é depositário e administrador das reservas internacionais do país.

Outra função é o de ser superintendente do sistema financeiro nacional atuando na fiscalização e controle das instituições financeiras e suas atividades, autorizando o funcionamento das mesmas, bem como, autorizar a criação de mudanças nas instituições financeiras e em seus serviços penalizando quando preciso.

Desde que ocorreu a fixação de metas para inflação, o Banco Central intervém na economia através de políticas que conduzem a alterações nas taxas de juros, tudo isto para tentar segurar a inflação e melhor conduzir a economia brasileira.

O governo, enquanto direcionador das ações que o Banco Central deve executar possui interesses atrelados a estas ações e dependem delas o que pode ocorrer na economia.

Segundo a visão Keynesiana, aceita pelos manuais de economia, existem duas formas de política monetária, a expansionista e a restritiva, quem operacionaliza as formas de intervenção é o Banco Central do Brasil.

A política monetária expansionista é aquela que eleva a liquidez da economia, expandindo as atividades econômicas, injetando maior volume de recursos nos mercados e elevando, por consequência os meios de pagamento. Este tipo de política é essencial em tempos de retração econômica, desde que aplicados de forma consciente, pois altos graus de expansionismo podem fazer com que a economia cresça rapidamente e não se torne sustentável.

A política monetária restritiva, por sua vez, diminui as atividades econômicas, sendo que as autoridades monetárias promovem reduções dos meios de pagamento da economia, retraindo a demanda agregada (consumo e investimento) e assim a atividade econômica de forma geral. Este tipo de política restringe a oferta de crédito e eleva seu custo de forma a adequar consumo e investimento.

O Estado representa um papel importante, pois tem mecanismos capazes de estimular o funcionamento econômico através de políticas intervencionistas, sendo que quando a economia está em períodos de recessão é função do Estado, promover o equilíbrio e minimizar os índices de desemprego.

Existem ainda diversos fatores que se associam ao comportamento da política monetária e um deles é a taxa de juros, possuindo importante papel em relação à demanda da economia e

também em suas atividades como um todo, porém além de fatores endógenos existem fatores exógenos que influenciam na taxa de juros, inflação e crescimento econômico.

Elevando a taxa de juros que paga por seus papéis, o governo provoca uma elevação em todo espectro de taxas de juros do mercado e isso tem duas consequências: em primeiro lugar, o investimento deve diminuir, reduzindo a demanda agregada e, por conseguinte, o nível de renda e produto em que opera a economia; em segundo lugar, em função do maior rendimento, deve crescer a demanda pelos papéis do governo, fazendo com que ele consiga, por este caminho, reduzir a oferta de moeda e desaquecer a economia. Assim, em vez de controlar diretamente a oferta de moeda, o governo pode manipulá-la indiretamente por meio da taxa de juros. (PAULANI, 2012, p. 303).

O tratamento da economia monetária é efetivo para o funcionamento macroeconômico e o conjunto que dela exerce a sua formação, vai possibilitar o crescimento ou retração da mesma, no caso brasileiro, onde o governo exerce intervenção, as políticas monetárias adotadas estão associadas aos interesses do mesmo na promoção de desenvolvimento econômico.

Na operacionalização da política monetária existem alguns instrumentos que o Banco Central do Brasil utiliza para regular a oferta de moeda, conduzindo a alterações na taxa de juros e nos níveis de atividade econômica.

Antes de partir para os instrumentos de política monetária alguns conceitos se fazem necessários para prosseguir a abordagem.

A base monetária (B) é constituída pela totalidade do papel moeda emitido mais os encaixes em depósitos voluntários e compulsórios junto ao BC (dep). Outra forma de dizer esta definição é afirmar que a base monetária é constituída pela soma de três parcelas, quais sejam: o saldo do papel moeda em poder do público (pmp), o saldo do caixa em moeda corrente do sistema bancário (cmsb) e o saldo dos depósitos voluntários e compulsórios dos bancos comerciais (dep). (PAULANI, 2012, p. 276).

Resumidamente, a base monetária é a quantidade de papel moeda à disposição na economia e é através dela que o Banco Central atua na sistemática de Funcionamento da Economia.

A quantidade de moeda assim definida depende de mudanças na base monetária, B (representada, em conceito restrito pelo passivo monetário das autoridades monetárias), constituído pelo papel-moeda e moedas metálicas em poder do público, pelo papel-moeda e moedas metálicas mantidos em caixa pelos bancos comerciais e pelos depósitos voluntários e compulsórios dos bancos comerciais junto às autoridades monetárias. A oferta M de moeda depende também de mudanças no multiplicador dos meios de pagamento, k. (LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 256).

Os meios de pagamento, também chamados de agregados monetários, representam o total de moeda em poder do público mais os depósitos a vista nos bancos comerciais, possuem alta liquidez e dividem-se em M1, M2, M3, M4.

Em termos agregados, a quantidade de meios de pagamento presente em uma economia em determinado momento está relacionada com a quantidade de papel moeda existente (moeda corrente) e com os depósitos à vista do público nos bancos comerciais (moeda escritural). (PAULANI, 2012, p. 258).

Segundo o Banco Central do Brasil os meios de pagamento são compostos da seguinte maneira:

$M1 = \text{papel moeda em poder do público} + \text{depósitos à vista};$

$M2 = M1 + \text{depósitos especiais remunerados} + \text{depósitos de poupança} + \text{títulos emitidos por instituições depositárias};$

$M3 = M2 + \text{quotas de fundos de renda fixa} + \text{operações compromissadas registradas no SELIC};$

$M4 = M3 + \text{títulos públicos de alta liquidez}.$

A quantidade que os bancos podem emprestar é calculada através do chamado multiplicador bancário, que de modo geral é a divisão dos depósitos à vista pela base monetária.

O multiplicador bancário ou multiplicador dos meios de pagamento, como também é conhecido, é uma variável que sintetiza o mecanismo de multiplicação da base monetária pelo processo de criação de moeda operado pelos bancos comerciais. (PAULANI, 2012, p. 283).

A oferta monetária está ligada aos meios de pagamento e estes são alterados em função do chamado multiplicador bancário, podendo influir sobre o nível geral de preços o nível de atividade econômica.

Uma das relações macroeconômicas mais importantes é a que liga os meios de pagamento (ou oferta monetária) ao nível geral de preços. Outra relação igualmente importante vincula quantidade de moeda e nível de atividade. (PAULANI, 2012, p. 265).

É através dos instrumentos de política monetária que ocorre a operacionalização das atividades de oferta de moeda, os instrumentos, por sua vez, se constituem basicamente pelo Open Market, Depósito compulsório e a Política de Redesconto.

Open Market, ou operações de mercado aberto, é um instrumento para regular a base monetária, em curto prazo influencia os níveis das taxas de juros e fundamenta-se na compra e venda de títulos da dívida pública. Este instrumento provoca alterações nos meios de pagamento, na base monetária e taxa de juros, dependendo das intenções do governo ele vende títulos, retendo moeda da economia, ou compra títulos injetando moeda na economia.

Depósito compulsório é aplicado sobre os depósitos captados pelos bancos comerciais. É um instrumento de controle monetário que atua sobre os meios de pagamento. Esta forma de intervenção atua sobre a quantidade de moeda que os bancos poderão multiplicar o dinheiro, afinal quanto mais alta a taxa de depósito compulsório, menor será o valor que os bancos poderão emprestar.

Política de redesconto é uma forma de equilibrar as contas dos bancos, em caso de haver grande demanda por moeda. Através desta política os bancos recebem dinheiro emprestado do Banco Central, ela atinge diretamente a taxa de juros, afinal quanto mais alta esta for, mais alta será a taxa de juros repassada ao demandante final.

O Banco Central através destes instrumentos tem o poder de criar ou destruir moeda escritural, sendo que quanto maiores forem as reservas, menores serão os valores que os bancos poderão emprestar.

Existem ainda formas secundárias de ação sobre a política monetária: persuasão moral, que é o convencimento dos agentes econômicos e a regulação e controle do crédito que é uma política de juros que controla prazos e estabelece algumas regras para o financiamento aos consumidores.

#### **4. VERIFICAÇÃO EMPÍRICA DA CORRELAÇÃO ENTRE OS AGREGADOS MONETÁRIOS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO NO PERÍODO 1995-2015.**

Traz-se para esta análise, dados retirados do Banco Central do Brasil, para o período 1995-2015, entre eles o M1, oferta de moeda restrita, M4, oferta de moeda ampla, PIB, produto interno bruto, que segundo Bacha (2006) é o valor monetário de todos os bens e serviços finais produzidos com fatores de produção e o IPCA, índice de preços ao consumidor amplo, que é o índice de inflação oficial no país. Baseado nestes indicadores se faz uma verificação de correlação, afim de, medir seu grau de associação.

A tratativa é realizar uma análise em dados da economia brasileira. A escolha dos mesmos tem a intenção de verificar a moeda enquanto meios de pagamento M1, constituído pela soma das moedas manual (em poder do público) e escritural (depósitos a vista nos bancos), M4, são todos os agregados monetários, mais os títulos públicos de alta liquidez, o PIB, escolhido como variável a mostrar a

produção existente no país e o IPCA, por ser o índice que mede a evolução dos preços e conseqüentemente a inflação.

Segundo Bacha (2006), a inflação é uma situação de aumentos contínuos e generalizados dos preços de bens e serviços em uma economia.

Segundo estudos de Pearson a correlação mensura a direção e o grau da relação linear entre duas variáveis quantitativas, e se associam quando guardam semelhanças na distribuição dos seus fatores. Mede a intensidade a associação entre duas variáveis quantitativas.

Equação do Coeficiente de Correlação:

$$r = \frac{n\sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{n\sum x^2 - (\sum x)^2} \sqrt{n\sum y^2 - (\sum y)^2}}$$

Karl Pearson (1857- 1936) desenvolveu a fórmula para cálculo do R que representa a correlação entre as variáveis, sendo que o valor de R deve estar sempre entre -1 e +1, quanto mais próximo da unidade, mais forte é a correlação, conforme relacionado na tabela abaixo.

**Tabela 1:** Legenda das correlações de Pearson.

R	0		Não correlação Linear
R	0 0,3	-----	Correlação Linear Positiva Fraca
R	0,3 0,6	-----	Correlação Linear Positiva Média
R	0,6 0,8	-----	Correlação Linear Positiva Forte
R	0,8 1,0	-----	Correlação Linear Positiva Muito Forte
R	1,00		Correlação Linear Positiva Perfeita

**Fonte:** Fricke (2009).

Segundo Figueiredo Filho (2009), O coeficiente de correlação de Pearson não diferencia entre variáveis independentes e variáveis dependentes. Dessa forma, o valor da correlação entre X e Y é o mesmo entre Y e X. Schield (1995) lembra que a correlação não se aplica a distinção de causalidades simples ou recursiva. Ou seja, por ela dificilmente pode-se afirmar quem varia em função de quem. Simplesmente pode-se dizer que há semelhanças entre a distribuição dos escores das variáveis.

Durante uma análise de correlação, existe a presença de pontos isolados, conhecidos como outliers, que influenciam na análise, afinal o método de correlação de Pearson aplicado em nosso estudo, usa a média para chegar ao resultado da correlação.

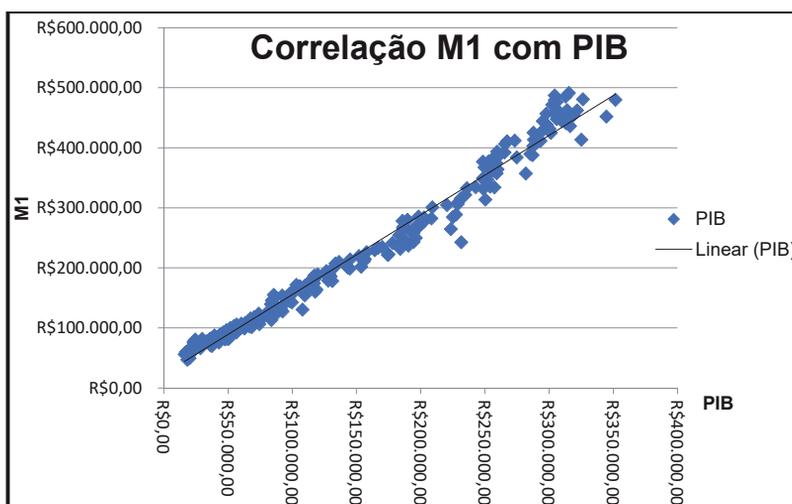
Segundo Figueiredo Filho (2009) o coeficiente de correlação de Pearson ( $r$ ) deve ser acompanhado por análises gráficas (gráficos de dispersão). Apenas depois disso o pesquisador deve utilizar o

coeficiente de correlação de Pearson ( $r$ ) para medir o grau e a direção da associação entre as suas variáveis de interesse.

Os gráficos de dispersão mostram de forma clara a correlação entre as variáveis, bem como se há pontos isolados que merecem atenção específica.

Deste modo se quer constatar a correlação entre a oferta de moeda, produção e inflação, indicando possíveis oscilações e quais as consequências causadas na economia brasileira.

**Gráfico 1:** Correlação M1 com PIB, janeiro de 1995 a junho de 2015.

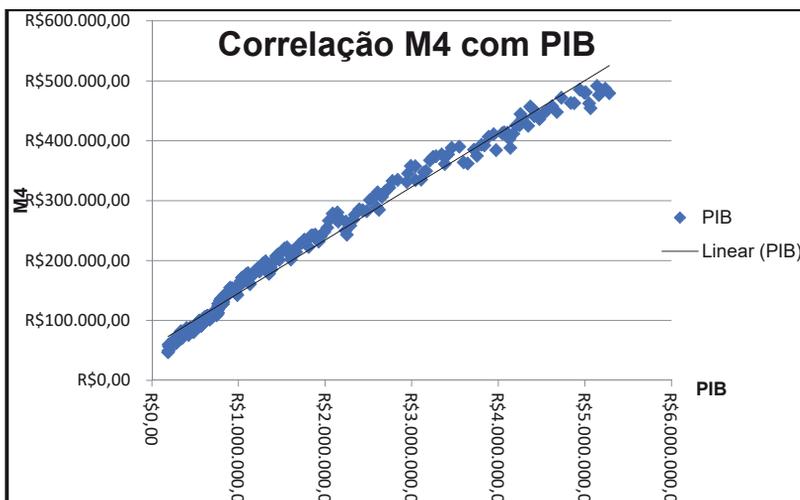


**Fonte:** Elaboração própria a partir de cálculos efetuados dos dados secundários do BCB.

Ao analisar o gráfico 1, referente à correlação de M1 com PIB no período 1995-2015, se obtêm o grau de correlação de 99%, sendo que este valor indica uma correlação linear muito forte entre as variáveis, observou-se também que existem alguns pontos de

outliers que podem ser analisados com maior detalhe, pois eles podem influenciar no resultado encontrado.

**Gráfico 2:** Gráfico de correlação M4 com PIB, janeiro de 1995 a junho de 2015.



**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados secundários do BCB

O gráfico 2, estabelece a correlação de M4 com PIB para o período 1995-2015, o gráfico apresenta uma correlação de 99%, também indicando alto índice de correlação linear positiva muito forte, assim como no gráfico anterior este também apresenta alguns pontos de outliers, influenciando no resultado encontrado.

Em virtude dos pontos de outliers encontrados nos gráficos 1 e 2, que mostram a correlação de M1 com PIB e M4 com PIB, respectivamente, partiu-se para uma análise mais detalhada sobre o que pode ter ocorrido na economia brasileira nos pontos identificados.

A tabela a seguir apresenta o grau de correlação para alguns períodos específicos que encontrou-se pontos isolados.

**Tabela 2:** Tabela de correlação PIB com M1 e PIB com M4, para os anos 2011, 2012, 2013 e 2014.

<b>Valores de correlação do PIB nos períodos 2011, 2012, 2013 e 2014.</b>		
	<b>M1-PIB</b>	<b>M4-PIB</b>
<b>2011-2015</b>	0,87	0,96
<b>2012-2015</b>	0,81	0,93
<b>2013-2015</b>	0,59	0,85
<b>2014-2015</b>	0,21	0,79

**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados secundários do BCB

Ao analisar os dados encontrados para os agregados M1 e M4, se percebe que a partir do ano de 2011, começou a ocorrer grau de correlação menor entre as variáveis, desta forma percebe-se que a oferta de moeda continuou a crescer, tanto para M1 como para M4, porém o nível de crescimento econômico medido através do PIB não seguiu a direção esperada.

Se percebe que no período o grau de associação vem caindo, o que talvez possa indicar um esgotamento da capacidade produtiva da economia, percebido mais fortemente no último período, entre 2014 e 2015, onde a correlação M1 com PIB chega a apenas 21% indicando um grau de correlação linear positiva fraca e a correlação M4 com PIB a 79% indicando um grau de correlação linear positiva forte, embora ainda forte, é muito inferior aos índices de correlação registrados no período.

**Tabela 3:** Tabela de correlação PIB com M1 e PIB com M4.

<b>Valores de correlação do PIB</b>		
	<b>M1-PIB</b>	<b>M4-PIB</b>
<b>T0</b>	0,99	0,99
<b>T3</b>	0,99	0,99
<b>T6</b>	0,99	0,99
<b>T9</b>	0,99	0,99
<b>T12</b>	0,99	0,99
<b>T18</b>	0,99	0,99

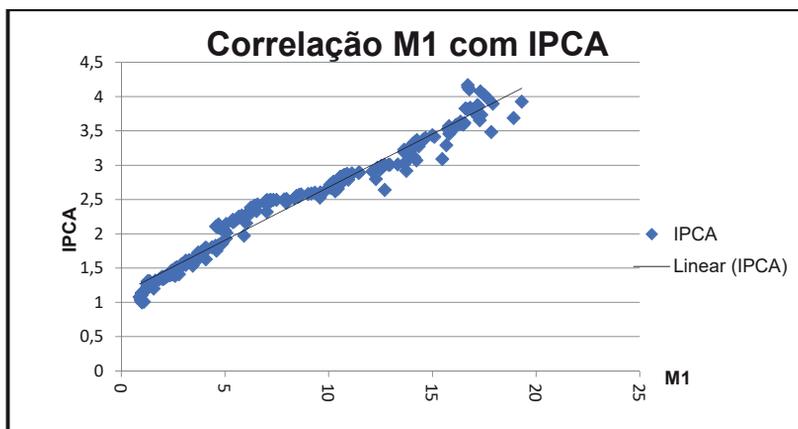
**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados secundários do BCB

Na tabela, 3, se apresentou os índices de correlação, com defasagem temporal, encontrados para os dados M1 com PIB, M4 com PIB, aplicando a defasagem temporal, quando da introdução de maior volume de moeda na economia, quanto tempo demora a resposta do nível de produção para este estímulo, sendo que para t0 se trata do indicador no mesmo instante que ele é introduzido na economia, t3= três meses, t6=seis meses t9= 9 meses, t12= 12 meses e t18= dezoito meses.

Identificou-se que todas as defasagens apresentam o mesmo grau de correlação equivalente a 99% representando grau de correlação linear positivo muito forte, o que permite indicar que a defasagem temporal não produziu efeitos na produção brasileira no período analisado.

Os testes de correlação entre M1 com IPCA e M4 com IPCA, visam verificar o grau de associação entre estes agregados monetários e a inflação oficial do país. Para realizar a análise se utilizou os indicadores convertidos em índices, conforme o anexo 2, para que seja possível a mensuração dos mesmos.

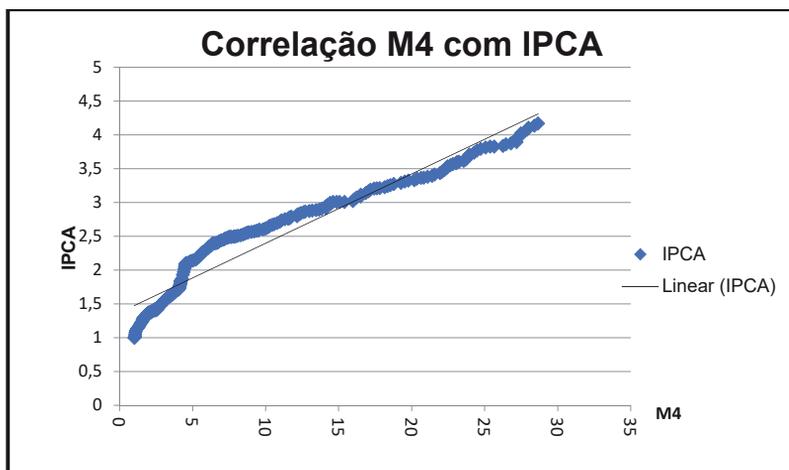
**Gráfico 4:** Correlação M1 com IPCA, janeiro de 1995 a junho de 2015.



Fonte: **Elaboração própria a partir dos dados secundários do BCB**

O gráfico 4 apresenta o grau de correlação encontrado para M1 com IPCA, no período 1995 – 2015. Neste gráfico, encontrou-se um grau de correlação de 98%, sendo considerado um grau de correlação linear positivo muito forte. Se percebe alguns pontos de outliers o que pode representar que houve na economia brasileira um aumento demasiado dos preços se equiparado à quantidade de moeda na economia e isto deve ser analisado com mais cautela.

**Gráfico 3:** Gráfico de correlação M4 com IPCA, janeiro de 1995 a junho de 2015.



**Fonte:** Cálculos efetuados a partir dos dados secundários do BCB

O gráfico 4, se propôs a analisar o grau de correlação entre M4 com IPCA, de forma que obtém-se um grau de correlação de 97%, indicando correlação linear positiva muito forte, para o período 1995-2015. No gráfico se percebe que ao longo de todo o período as variáveis cursam uma linha linear, demonstrando que quando ocorre aumento de M4 aumenta também os níveis de inflação.

**Tabela 4:** Correlação do IPCA com M1 e IPCA com M4 para os anos 2011, 2012, 2013 e 2014.

<b>Valores de correlação do IPCA nos períodos 2011, 2012, 2013, 2014</b>		
	<b>M1-IPCA</b>	<b>M4-IPCA</b>
<b>2011-2015</b>	0,84	0,99
<b>2012-2015</b>	0,75	0,99
<b>2013-2015</b>	0,46	0,98
<b>2014-2015</b>	0,01	0,95

**Fonte:** Cálculos efetuados a partir dos dados secundários do BCB

A tabela 4, demonstrada expõem que a partir do ano de 2011 a 2015, sendo cada ano analisado independente, o grau de correlação das variáveis M1 e IPCA, apresenta uma forte queda de um ano para outro, chegando a apresentar uma correlação mínima no ano de 2014-2015 de 1%, indicando correlação linear positiva fraca, isto nos sinaliza a redução drástica da associação neste último período.

Já na percepção do agregado M4 com IPCA nota-se que no período de 2011-2015 houve um aumento do grau de correlação, equivalente a 99%, indicando correlação linear positiva muito forte, pois no período analisado inicialmente, 1995-2015 este grau era de 97%. O quadro de se repete no período 2012-2015 e ligeira queda no período 2013-2015, representando 98%. Somente no período mais recente, 2014-2015 esta correlação sofre uma perda de 3

pontos percentuais, chegando a 95%, porém ainda indicando correlação linear positiva muito forte.

Como a variável M4 indica a capacidade de financiamento da economia, em especial no consumo e investimento e a variável IPCA nos indica os índices inflacionários alcançados em determinado período, a análise aponta para a associação entre crédito e inflação em todos os recortes temporais aqui destacados, mesmo no período mais recente.

**Tabela 5:** Correlação do IPCA com M1 e IPCA com M4.

<b>Valores de correlação do IPCA</b>		
	<b>M1-IPCA</b>	<b>M4-IPCA</b>
<b>T0</b>	0,98	0,97
<b>T3</b>	0,99	0,97
<b>T6</b>	0,99	0,97
<b>T9</b>	0,98	0,96
<b>T12</b>	0,98	0,96
<b>T18</b>	0,98	0,96

**Fonte:** Cálculos efetuados a partir dos dados secundários do BCB

A tabela 5 apresenta os índices de correlação, com defasagem temporal, encontrados para os dados M1 com IPCA, M4 com IPCA, aplicado defasagem temporal, quando da introdução de maior volume de moeda na economia quanto tempo demora a resposta da economia para este estímulo, sendo que para t0 se trata do indicador no mesmo instante que ele é introduzido, t3= três meses, t6=seis meses t9= 9 meses, t12= 12 meses e t18= dezoito meses.

As variáveis indicam correlação linear positiva muito forte, apesar de que em alguns períodos ocorrer uma pequena queda

neste grau. Desta forma percebe-se que os dados analisados não possuem relação de defasagem temporal. Tão logo estas foram as constatações que se encontrou após esta ampla análise de dados para os agregados monetários extraídos de fontes oficiais.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A metodologia para a análise dos dados foi baseada em estudos estatísticos, pelo método de correlação de Pearson, para a testagem da associação entre M1 e M4 com PIB e IPCA, segundo divulgação do Banco Central do Brasil, conforme anexo 1.

Diante dos resultados, se percebeu uma correlação linear positiva forte entre moeda e crédito, tanto com os preços, quanto com a produção, o que de certa forma, paradoxalmente, ratifica as premissas ortodoxas e heterodoxas, respectivamente.

Ao analisar os dados de todo o período proposto 1995-2015, para as variáveis M1 e M4 com PIB, se verificou o grau de correlação linear positivo muito forte de 99%, o que permite deduzir que quanto maior foi a oferta de moeda no período, maior foi o crescimento da produção de bens e serviços.

No período mais recente, se observou o enfraquecimento do grau dessa associação, especialmente no M1 com PIB, o que sinaliza para o esgotamento da capacidade produtiva, ou, em outras palavras, o pleno emprego, de acordo com os preceitos Keynesianos, de que a moeda estimula a atividade econômica, até o pleno emprego quando passa, por lógica, a afetar somente os preços.

No recorte com os dados de M1 e M4 com IPCA, para todo período proposto 1995-2015, também os dados apontaram para um forte grau de correlação linear positivo entre as variáveis, sendo de

98% para M1 e 97% para M4, o que permite indicar que o aumento na oferta de moeda se associou aos índices de inflação.

Seguindo o contexto de analisar períodos em que graficamente aparecem pontos mais distantes da média, se utilizou os mesmos anos de abordagem que na análise de PIB, podendo assim fazer alguns apontamentos. Se observou que a partir do ano de 2009, quando altos níveis de moeda foram injetados na economia, na relação do M1 com IPCA houve uma queda no grau de correlação, indicando que o excesso de liquidez explica menos a elevação dos preços dos bens e serviços produzidos, por um possível deslocamento para o fluxo de outros ativos na economia, como mercado financeiro, acionário e imobiliário, entre outros.

Por sua vez, na análise dos resultados da correlação entre M4 com IPCA, para os períodos mais recentes, se verificou a manutenção de forte associação entre as variáveis. Este quadro sinaliza a associação entre volume de crédito e inflação no último período, ratificando a análise anterior do M1 com IPCA, todavia também aponta para a premissa do pleno emprego na economia, o que premia o pensamento ortodoxo, contudo se encontra em sintonia também com o pensamento Keynesiano de que no pleno emprego a quantidade de moeda afeta os preços.

Por fim, vale destacar que o estudo aqui apresentado não é conclusivo, pelo contrário sinaliza a oportunidade de incursões investigativas na área, afinal se buscou destacar o papel que a moeda possui no desempenho da economia brasileira a partir da testagem empírica das teorias ortodoxa e heterodoxa.

## 6. REFERÊNCIAS

BACHA, Carlos José Caetano e Lima, SOUZA, Roberto Arruda de. Macroeconomia, Teorias e Aplicações à Economia Brasileira. São Paulo: Editora Alínea, 2006, 397 p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão. 2007.

CARVALHO, Maria Auxiliadora, SILVA, César Roberto Leite da. Economia Internacional. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, 300 p.

DIEESE. Nota Técnica. A autonomia do banco central. Número 4, junho de 2005. 6 p.

FIGUEIREDO FILHO, Dalson Britto e SILVA JÚNIOR, José Alexandre da, Desvendando os mistérios do coeficiente de correlação de Pearson ( $r$ ), Revista Política Hoje, Vol. 18, n. 1, 2009.

FONSECA, José Soares da. Economia Monetária e Financeira. Coimbra: Editora Universidade de Coimbra, 2010, 301 p.

FRICKE, R. M. , BATTISTI, I. D. E. , CORRENTE, A. Métodos estatísticos e a Administração. Ijuí: Editora Unijuí, 2009.

KEYNES, John Maynard, A Teoria geral do Emprego do Juro e da Moeda. São Paulo, Nova Cultural, 1996. 328p.

LOPES, João do Carmo e ROSSETI, José Paschoal. Economia Monetária. São Paulo: Editora Atlas, 2002, 495 p.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. Economia Monetária, São Paulo, ATLAS, 1998.

MENDES, Carlos S. Rosa, O livro da Economia. São Paulo: Editora Globo, 2013, 352 p.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg, As controvérsias monetárias do século XIX. Porto Alegre: Ensaios FEE, 1994.

PAULANI, Leda Maria e BRAGA, Márcio Bobik. A nova contabilidade social : Uma introdução à macroeconomia. São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2012, 402 p.

ROBBINS, Lionel. Um ensaio sobre a natureza e a importância da Ciência Econômica Editora Saraiva, 1ª edição, 1932.

TUSSET, Claudinei: A evolução da oferta monetária e suas relações com a produção e com os preços, no Brasil Pós real. Monografia, Santa Rosa: Unijuí, 2009, 52 p.

VASCONCELLOS, Marco A. S.; GARCIA, Manuel E. Fundamentos de Economia. São Paulo, SARAIVA, 2006. 246 p.

ZUFFO, Vicente Matheus Moreira: Análise dos Efeitos da Política Monetária sobre a persistência inflacionária no Brasil. Dissertação, São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015, 56 p.

# VARIAÇÃO DOS PREÇOS DA COMMODITY SOJA: 2014 A 2017

*Leandro Heck de Ramos*  
*Argemiro Luís Brum*

## 1. INTRODUÇÃO

O agronegócio é um segmento de grande importância na economia mundial em geral e na brasileira em particular. O mesmo tem grande participação no PIB do Brasil, alcançando cerca de 30% do seu total, além de contribuir com outros 30% nas exportações nacionais, sendo um dos maiores responsáveis, nas últimas décadas, pelos saldos positivos da mesma. Nos nove primeiros meses de 2017 o agronegócio registrou um superávit comercial de US\$ 63,3 bilhões (10% acima do registrado no mesmo período de 2016), sendo que o saldo comercial total do Brasil, entre janeiro e setembro de 2017 alcançou US\$ 53,3 bilhões.

No contexto do agronegócio brasileiro, a commodity soja é uma das principais atividades, sendo responsável por 24% das exportações do segmento no ano de 2016 segundo a Confederação Nacional da Agricultura (CNA).

O presente capítulo tem como objetivo realizar uma análise dos dados referentes à variação das cotações da soja na Bolsa de Cereais de Chicago (CBOT) a fim de responder aos seguintes objetivos: 1) analisar a evolução da cotação da soja em US\$/bushel; 2) observar as variações do câmbio e do bushel entre 2014 e abril de 2017.

Para tanto, foram levantados dados sobre a evolução dos preços da soja em Chicago e os preços recebidos pelos produtores rurais brasileiros. Importante se faz destacar que, além de Chicago e do câmbio, principais variáveis na formação do preço nacional, outras variáveis igualmente pesam na formação deste preço, tais como a região em que está localizada a produção, sua distância em relação ao porto de embarque, o prêmio existente neste porto, e a ação das empresas moageiras e compradoras do grão, porém, as mesmas não são objeto deste estudo.

A intenção final do estudo aqui expresso foi a de buscar uma referência quanto ao melhor momento de venda da soja por parte do produtor brasileiro, assim como verificar os momentos de maior influência sobre estes preços das variáveis “cotação na Bolsa de Chicago” e “câmbio no Brasil”.

## **2. AGRONEGÓCIO E CUSTOS DE PRODUÇÃO**

O agronegócio pode ser entendido como a totalidade das operações de produção e distribuição de suprimentos agrícolas, das operações de produção nas unidades agrícolas, do armazenamento, do processamento e da distribuição. Ainda devemos adicionar a este conjunto, os serviços financeiros, de transporte, marketing, seguros, bolsas de mercadorias etc...Todas estas operações são elos de cadeias, que se tornaram cada vez mais complexos (GESTÃO DO CAMPO, 2017).

O conceito de agronegócio, portanto, nos remete à ideia de cadeia produtiva. Por sua vez, o conceito de cadeia produtiva deriva do francês “filière” e significa a sequência de atividades que transformam uma commodity em um produto pronto para o

consumidor final. O mesmo considera três subsistemas: de produção, de transferência e de consumo.

Assim, nota-se que a agricultura moderna extrapolou os limites físicos da propriedade, dependendo cada vez mais de insumos adquiridos fora da propriedade rural, sendo que a decisão do que, quanto e como produzir está fortemente relacionada ao mercado consumidor. Há diferentes agentes no processo produtivo, os quais estão em uma permanente negociação em torno de quantidades e preços (BACHA, 2004).

O ambiente econômico e social no qual o agronegócio está inserido tem se tornado cada vez mais complexo e diversificado. O que anteriormente era entendido como uma exploração econômica de propriedades rurais isoladas é parte de um amplo espectro de inter-relações e interdependências produtivas, tecnológicas (CALLADO, 2011).

Graças a um agronegócio forte, o Brasil tem alcançado resultados de produção e comércio exterior que levam a consolidação do país como participante de grande importância econômica no cenário internacional. Essa importância deve-se à competitividade que o país alcançou, de maneira geral, devido às condições naturais favoráveis, disponibilidade de terra, de mão de obra e de tecnologia para alcançar maior produtividade, qualidade e baixo custo de produção nas propriedades rurais, embora ainda tenha muito a melhorar em termos de competitividade na etapa pós-propriedade (CÔNSOLI E NEVES, 2006).

A soja, de onde se retira o farelo e óleo após o seu esmagamento industrial, assume uma importância econômica muito grande no agronegócio brasileiro. O chamado “complexo soja” (grão, farelo e óleo) deverá somar um total de 82,2 milhões de toneladas

em 2017. A preços internacionais da primeira quinzena de novembro/17, esse volume resulta em um total de US\$ 30,2 bilhões. Ou seja, considerando a projeção para as exportações totais brasileiras em 2017, o “complexo soja” irá contribuir aproximadamente com 14% deste valor.

Por outro lado, os custos de produção, em uma propriedade rural, assumem relevante papel e perpassa o conjunto dos elos de uma cadeia produtiva. Ora, a apuração destes custos é uma das maiores dificuldades na implantação e desenvolvimento de uma atividade agropecuária. No contexto de uma propriedade rural, isso se deve à necessidade de rigor no controle dos seus elementos de forma a obter uma correta apropriação dos custos de cada produto, principalmente sobre os gastos gerais, que devem ser rateados pelos diversos produtos cultivados (CALADO, 2011).

Crepaldi (2005) comenta que o agricultor vem diminuindo o número de atividades em seu estabelecimento rural, dedicando-se apenas a uma ou duas destas, especializando-se para melhorar a qualidade de seus produtos, visando um mercado em que receba um melhor preço. Para um gestor rural, o conhecimento técnico, a sensibilidade e a competência pelo diagnóstico da empresa, determinam grande parte do seu sucesso na agropecuária. Em função das múltiplas atividades e volume financeiro das operações, a propriedade acaba por se constituir em uma empresa, apesar dela nem sempre estar estruturada dessa forma.

Conforme Valle (1987), as operações de gestão agrária são consideradas sobre um tríplice aspecto: o técnico, o econômico e o financeiro. Sob o aspecto técnico, estuda-se a possibilidade de determinada cultura vegetal ou criação de gado na área rural, a escolha das sementes, os implementos a serem usados, os tipos de

alimentação do gado, a rotação de culturas, as espécies de fertilizantes, o sistema de trabalho etc. O aspecto econômico estuda as várias operações a executar quanto ao seu custo e ao seu resultado, isto é, o custo de cada produção e sua recuperação, por meio dos quais se obtém o lucro. Considera-se o aspecto financeiro quando se estudam as possibilidades de obtenção de recursos monetários necessários e o modo de sua aplicação, ou seja, o movimento de entradas e saídas de numerários de modo a manter o equilíbrio financeiro do negócio.

Segundo Callado (2011), o processo de identificação do custo de produção agrícola corresponde ao mecanismo completo de identificação, registro e alocação dos diversos recursos consumidos no âmbito da empresa rural. O conhecimento dos custos globais de uma empresa rural não oferece ao seu gestor uma segura orientação, sendo necessária a identificação dos custos parciais específicos de cada atividade em andamento.

### **3. A COMMODITY SOJA E A FORMAÇÃO DE SEU PREÇO**

Os Estados Unidos da América (EUA) ainda hoje são os maiores produtores mundiais de soja (120 milhões de toneladas na estimativa para 2017). Esta liderança levou a oleaginosa, há décadas, a ser negociada via Bolsa de Cereais de Chicago (CBOT), Bolsa esta constituída ainda em meados do século XIX. No Brasil, a cadeia produtiva da soja, devido o país ser o segundo maior produtor mundial de soja (114 milhões de toneladas em 2017), atua diretamente sob influência das variações das cotações em Chicago. Isto vale para o conjunto dos países que produzem e consomem a oleaginosa e seus derivados.

Devido a soja ser um produto de consumo mundial, o valor pago pelo grão e seus derivados depende de vários fatores, os quais influenciam diariamente as cotações em Chicago. Dentre eles, o clima nos países produtores, o aumento ou não da área plantada, o rendimento na hora da colheita, os estoques mundiais da oleaginosa, o volume consumido pelos países importadores e, nas últimas décadas, a forte influência especulativa dos Fundos de Pensão e Investimentos internacionais. Em Chicago, a mesma é negociada em dólares por bushel (um bushel equivale a 27,21 quilos). Isto obriga o produtor rural e as empresas brasileiras a converter tais valores em reais por saco de 60 quilos ou tonelada.

Neste capítulo, dentre as diferentes variáveis que interferem na formação do preço da oleaginosa ao produtor brasileiro, vamos destacar, como já expressado anteriormente, apenas a cotação de Chicago e o câmbio.

Em sendo assim, apesar de sua complexidade, o produtor rural pode calcular o preço aproximado de seu produto a partir do cálculo simplista a seguir (referência o fechamento de Chicago e do câmbio no Brasil no dia 07/11/2017):

**Variáveis:**

Fechamento de Chicago para novembro/17 = US\$ 9,86/bushel

Câmbio no Brasil = R\$ 3,27

Prêmio no porto de Rio Grande = US\$ 0,75/bushel (média)

**Cálculo:**

US\$ 9,86 + US\$ 0,75 = US\$ 10,61/bushel

$(US\$ 10,61 \times 1000 \text{ quilos}) / 27,21 \text{ quilos} = US\$ 389,93$  por tonelada (igualmente este valor pode ser encontrado multiplicando os US\$ 10,61 pelo valor de conversão 36,7454).

$US\$ 389,93 / 16,6666$  (quantidade de sacos de 60 quilos em uma tonelada) = US\$ 23,40/saco de 60 quilos.

$US\$ 23,40 \times R\$ 3,27 = R\$ 76,52$ /saco de 60 quilos.

Portanto, este é o preço bruto da soja no Rio Grande do Sul, após a conversão para peso e moeda nacionais. Mas, como destacamos, é o preço bruto. Para se chegar ao preço líquido pago ao produtor rural no interior do Estado (ou do Brasil) será preciso descontar as despesas gerais de comercialização (frete, corretagem, armazenagem, impostos etc...) e a margem de lucro das empresas compradoras da oleaginosa junto ao produtor, sejam cooperativas, multinacionais ou cerealistas nacionais.

Este desconto total tem variado, nos últimos quase 50 anos, no Estado gaúcho, entre 13% e 25% em termos médios (CEEMA), dependendo da realidade anual de oferta e demanda existente. Assim, tomando como referência a média gaúcha no balcão (preço de pedra como igualmente é conhecido no meio rural), que era de R\$ 63,12/saco de 60 quilos, temos que o desconto no dia 07/11/17, em relação ao valor bruto obtido acima foi de 18% aproximadamente.

Obviamente, a partir das informações das cotações futuras na Bolsa de Chicago e de uma projeção em relação ao comportamento do câmbio, o produtor pode igualmente calcular, de forma aproximada, em quanto poderá valer o seu produto em qualquer período do ano, particularmente no momento da colheita. Para este caso, o melhor é construir dois a três cenários, considerando as

possíveis variações das cotações e do câmbio. Assim, de posse de seu custo de produção total com a soja, o mesmo pode inferir se o preço lhe convém (ou não) para uma negociação a termo (futura), ou para realizar um contrato de opção de venda, ou ainda visando realizar uma média de comercialização para o conjunto do ano. Não se trata de obter o melhor preço, e tampouco o pior, mas sim de se alcançar um valor que pague os custos de produção e resulte em um lucro que lhe seja aceitável.

#### **4. VARIAÇÃO DO BUSHEL E DO DÓLAR NO PERÍODO 2014 A ABRIL DE 2017**

O quadro 1 a seguir mostra os valores médios da cotação do bushel de soja na CBOT e a variação média do real em relação ao dólar no Brasil. De posse dos mesmos é possível fazer uma análise quanto aos melhores momentos de comercialização da soja pelos produtores gaúchos (melhores preços em reais) ocorridos no período de 2014 a abril de 2017.

**Quadro 1:** Médias mensais do câmbio e do bushel

<b>Data</b>	<b>R\$/US\$</b>	<b>Bushel</b>
abr/17	3,1766	9,57
mar/17	3,1233	9,45
fev/17	3,1091	10,36
jan/17	3,1509	10,24
dez/16	3,2547	10,05

nov/16	3,3842	10,33
out/16	3,1893	10,11
set/16	3,2603	9,55
ago/16	3,2272	9,41
jul/16	3,2486	10,19
jun/16	3,2134	11,74
mai/16	3,6111	10,77
abr/16	3,4358	10,29
mar/16	3,5935	9,12
fev/16	4,0171	8,61
jan/16	3,9988	8,82
dez/15	3,9608	8,63
nov/15	3,869	8,81
out/15	3,8564	8,85
set/15	3,9491	8,91
ago/15	3,6193	8,87
jul/15	3,4212	9,53
jun/15	3,103	10,48
mai/15	3,1798	9,34
abr/15	3,0145	9,77
mar/15	3,1958	9,72
fev/15	2,839	10,30
jan/15	2,6824	9,61
dez/14	2,6575	10,22
nov/14	2,5659	10,14
out/14	2,4783	10,43
set/14	2,4462	9,12
ago/14	2,236	10,24

jul/14	2,2639	10,98
jun/14	2,2143	13,27
mai/14	2,2408	14,91
abr/14	2,233	15,11
mar/14	2,2721	14,62
fev/14	2,3384	14,14
jan/14	2,4127	12,83

**Fonte:** CBOT, CEEMA, Banco Central do Brasil.

Desta forma, verifica-se que o primeiro semestre do ano de 2014 registrou o melhor resultado da soja em Chicago, com a cotação chegando a superar, em alguns momentos, US\$ 15,00/bushel. Já no segundo semestre os valores recuaram para níveis entre US\$ 9,00 e US\$ 11,00/bushel. Este movimento baixista acabou se consolidando em 2015, quando no segundo semestre o bushel recuou para níveis entre US\$ 8,50 e US\$ 9,50. Já em 2016 houve nova recuperação do mercado e o bushel de soja oscilou entre US\$ 8,50 e US\$ 11,80 no primeiro semestre. Todavia, o ímpeto altista foi estancado no segundo semestre, e a oleaginosa oscilou entre US\$ 9,40 e US\$ 10,35 naquele momento. Enfim, estes mesmos patamares de preços deram a tônica do mercado nos primeiros quatro meses de 2017.

Quanto à variação cambial no Brasil no mesmo período de tempo, nota-se que ela foi mais intensa. Aliás, a falta de um câmbio estável prejudica em muito o planejamento da atividade rural em geral e da produção de soja em particular. Isso porque os custos de produção sofrem influência direta do câmbio, pois a maioria dos insumos possui componentes importados, e os mesmos são realizados, geralmente, com um câmbio completamente diferente do

momento da comercialização do produto, no caso, no momento da colheita.

Assim, ao se verificar os dados referentes ao câmbio nota-se que em 2014 o mesmo se manteve relativamente estável, entre R\$ 2,20 e R\$ 2,70 por dólar. Todavia, pela paridade de poder de compra, tais valores apontavam que a moeda nacional estaria sobrevalorizada, impedindo maiores ganhos aos sojicultores. Já em 2015 houve uma acentuada desvalorização do Real, com a moeda nacional passando de R\$ 2,68 em janeiro para R\$ 3,96 em dezembro, notando-se uma desvalorização média constante a cada mês. Neste ano, o câmbio foi muito benéfico para a formação do preço da soja aos produtores brasileiros em geral e gaúchos em particular. Por sua vez, o ano de 2016 promoveu um movimento contrário, pois após atingir a faixa de R\$ 4,00 nos dois primeiros meses do ano, o Real se valorizou para R\$ 3,25 em dezembro, tendo mesmo atingido a R\$ 3,19 na média de outubro. Os quatro primeiros meses de 2017 em nada mudaram a situação, com a moeda brasileira oscilando entre R\$ 3,10 e R\$ 3,17 por dólar.

Sem entrar no mérito das causas que levaram às oscilações da cotação em Chicago e do Real no Brasil, o que se pode inferir dos dados do Quadro 1 é que os preços da soja, tomando-se por base a média de balcão no Rio Grande do Sul, no período analisado, tiveram quatro importantes momentos.

**Tabela 1:** Preços médios da soja recebidos pelo produtor gaúcho no balcão (em R\$/saco)

---

Mês	Preço
Jan/14	64,00
Fev/14	63,53
Mar/14	66,10
Abr/14	63,28
Mai/14	63,07
Jun/14	62,95
Jul/14	58,79
Ago/14	58,21
Set/14	53,93
Out/14	53,33
Nov/14	57,70
Dez/14	57,94
Jan/15	57,42
Fev/15	55,65
Mar/15	61,73
Abr/15	61,76
Mai/15	58,83
Jun/15	59,49
Jul/15	63,66
Ago/15	67,20
Set/15	70,61
Out/15	74,95
Nov/15	74,27
Dez/15	73,39
Jan/16	75,02

Fev/16	73,69
Mar/16	71,63
Abr/16	68,50
Mai/16	73,64
Jun/16	81,32
Jul/16	78,43
Ago/16	71,15
Set/16	70,37
Out/16	68,39
Nov/16	68,47
Dez/16	70,83
Jan/17	67,75
Fev/17	65,60
Mar/17	63,03
Abr/17	57,01

---

**Fonte:** CEEMA/DACEC/UNIJUI

O primeiro momento ocorre no primeiro semestre de 2014, quando os preços da soja no Rio Grande do Sul foram sustentados pelo comportamento altista em Chicago. Isso porque o câmbio esteve em seu pior momento no período considerado, com o Real muito valorizado.

O segundo momento compreende todo o segundo semestre de 2014 e todo o primeiro semestre de 2015. Nestes 12 meses, os preços gaúchos da soja recuaram entre R\$ 5,00 e R\$ 10,00 por saco, em termos médios, puxados pelo forte recuo do bushel em Chicago. O quadro só não foi pior porque o Real sofreu uma constante desvalorização no período, auxiliando na manutenção do preço nos níveis indicados. Apenas a título de exemplo, se o câmbio tivesse

permanecido nos níveis do primeiro semestre de 2014, no período seguinte o preço da soja, a partir das cotações médias de Chicago, teria oscilado entre R\$ 45,00 e R\$ 50,00/saco.

O terceiro momento ocorre entre julho de 2015 e setembro de 2016, quando os preços gaúchos da soja sobem quase constantemente, chegando a superar R\$ 81,00/saco em junho/16 (auge no período estudado). E claramente, este movimento se deu basicamente em função da forte desvalorização do Real, especialmente entre julho/15 e fevereiro/16, quando o câmbio chegou a bater um pouco acima de R\$ 4,00/dólar, enquanto Chicago permaneceu em seus mais baixos níveis para o período considerado (o bushel ficou cotado entre US\$ 8,50 e US\$ 9,50). Posteriormente, houve uma revalorização do Real, com o mesmo recuando para R\$ 3,21 em junho/16, porém, a mesma foi largamente compensada pela alta das cotações da soja (naquele mês a média voltou a quase US\$ 12,00/bushel). Assim, naquele mês, um bushel muito valorizado se somou a um Real bem mais desvalorizado do que no ano de 2014 (uma diferença média de um Real por dólar), o que permitiu o melhor preço nominal médio da história da soja, no período do Real.

Enfim, o último momento se dá a partir de outubro/16 e se prolonga até abril/17, com os preços da soja recuando novamente para patamares médios em torno de R\$ 66,00/saco. Isso acontece porque o Real se estabiliza ao redor de R\$ 3,20 (atingiu mesmo a R\$ 3,10 em alguns momentos do período) enquanto o bushel de soja estacionou na média de US\$ 10,00, atingindo em torno de US\$ 9,50 em março e abril de 2017. Neste caso, o recuo em Chicago, em relação ao pico momentâneo de junho/16, foi o principal motivo da queda nos preços médios da soja aos produtores gaúchos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nota-se que o câmbio possui uma influência muito grande na formação do preço da soja. Geralmente, até mais do que a própria oscilação das cotações do bushel em Chicago. Isso porque, salvo raras exceções, os movimentos em Chicago são menos agudos e prolongados, fato que não se pode dizer do câmbio no Brasil. Essa constatação reforça a importância de o país conseguir uma política cambial que estabilize a moeda nacional em um patamar, se possível, ao redor da paridade de poder de compra em relação ao dólar dos EUA.

Desta forma, o estudo sintético que aqui se fez confirma o quão difícil é, para os produtores rurais, obterem uma garantia de preço ou “acertarem” no melhor período do ano para a comercialização da soja. Afinal, as duas principais variáveis que formam o preço não são do domínio dos mesmos, além de sofrerem fortes influências dos especuladores financeiros. Isso reforça a necessidade de os produtores rurais se conscientizarem de que a melhor estratégia de comercialização da oleaginosa está na venda escalonada, visando construir uma média de preço aceitável. Para tanto, como é sabido, o cálculo dos custos totais de produção é fundamental. Após mais de 50 anos produzindo soja, o Brasil em geral e o Rio Grande do Sul em particular, ainda estão longe de assistirem tal estratégia ser majoritária nas decisões de seus produtores. Uma grande maioria ainda prefere especular no mercado físico, esperando a colheita para negociar o seu produto, fato que seguidamente os faz deixar de ganhar uma renda maior, quando não os leva claramente a perder dinheiro.

Obviamente, a estratégia proposta tem maior ou menor acolhida em função do volume de produção e da capitalização e conhecimento de mercado que o produtor rural possui. Todavia, outros motivos devem justificar a atitude dos produtores, especialmente os gaúchos, em hesitar quanto a execução de vendas futuras a termo, nem que seja apenas para cobrir os custos de produção. Fica aqui a sugestão para que outros estudos aprofundem esta questão e busquem identificar os principais motivos deste posicionamento dos sojicultores. Isto permitirá buscar soluções adequadas que lhes propicie uma mudança de atitude que possa lhes gerar maior renda com a produção de soja.

Em outras palavras, a rentabilidade da propriedade rural em geral e da produção de soja em particular não depende apenas da tecnologia de produção e do clima, mas igualmente, e muito, das estratégias de comercialização adotadas pelos produtores, tanto na compra de seus insumos e máquinas/implementos, quanto na venda de seus produtos. No caso do mercado da soja, muito ainda se precisa avançar em informações e disseminação de conhecimento para que o setor primário regional e nacional alcance um patamar superior de renda.

## **6. REFERÊNCIAS**

BACHA, C. J. C. **Economia e Política Agrícola no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2004. 226p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Documentos diversos.

CALLADO, A. A. C. **AGRONEGÓCIO** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

CEEMA. Central Internacional de Análises Econômicas e de Estudos de Mercado Agropecuário. DACEC/UNIJUI.

CHICAGO BOARD OF TRADE (CBOT).

<http://www.cmegroup.com/trading/agricultural/grain-and-oilseed/soybean.html>

CNA. CONFEDERAÇÃO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.canaldoprodutor.com.br>>. Acesso em: 10 mai 2017.

CÔNSOLI, M. A.; NEVES, M. F.; Coord. **Estratégias para o Leite no Brasil**: São Paulo – Atlas S.A/Pensa – 2006.

CREPALDI, S. A. Contabilidade Rural: uma abordagem decisorial. 2. ed. **Revista Atualizada e Ampliada** – São Paulo: Atlas, 1998.

\_\_\_\_\_. **Uma Abordagem Decisorial**, 3. ed. São Paulo, Atlas, 2005.

Gestão do Campo. Disponível em:

<<http://www.gestaonocampo.com.br/conceito-de-agronegocio/>>.

Acesso em 08 de novembro de 2017.

<http://www.br.investing.com> >. Acesso em: 08 mai 2017

Notícias Agrícolas. Disponível em: <<https://www.noticiasagricolas.com.br>>. Acesso em 10 mai 2017

VALLE, F. **Manual da Contabilidade Agrária:** a produção agraria, a administração da empresa agrária, a contabilidade agrária. 2º ed. São Paulo: Atlas, 1978.

# **GOVERNANÇA CORPORATIVA: MODELO DE ABERTURA DE CAPITAL DA EMPRESA MULTIPLUS (MPLU3)**

*Juliane Bruna Grings  
Marlene Kohler Dal Ri  
Eusélia Paveglio Vieira*

## **1. INTRODUÇÃO**

Épocas revisionistas, como a que estamos vivendo em todas as partes do mundo, geralmente resultam em avanços, não obstante possam por vezes provocar sentimentos de frustração e preocupações. Mas são épocas de oportunidades que, se bem identificadas e capturadas, podem levar à construção de um futuro melhor (ROSSETTI e ANDRADE, 2012, p. 17).

Além disso, um processo que se desenvolveu de maneira acentuada foi a globalização e as grandes transformações tecnológicas, especialmente nas áreas de microeletrônica e telecomunicações, que tiveram papel importante nas transformações das organizações.

Neste contexto, surge a necessidade das organizações aprimorarem seus conceitos de gestão e a Governança Corporativa surgiu para ajudar neste processo. Governança Corporativa trata-se do conjunto de instrumentos de natureza pública e privada, que incluem leis, normativos expedidos por órgãos reguladores, regulamentos internos das companhias e práticas comerciais que organizam e comandam a relação, numa economia de mercado,

entre os controladores financeiros e administradores de uma determinada empresa (GARCIA, 2005).

Nesse sentido, a governança corporativa está intimamente relacionada ao tipo de controle corporativo das empresas. É possível distinguir dois tipos extremos de controle corporativo: *shareholder*, no qual a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas; e *stakeholder*, os quais, além dos acionistas, refere-se a um conjunto mais amplo de interesses que devem ser contemplados pela ação e pelos resultados da corporação. O conceito de Governança Corporativa pela ótica dos *stakeholders* tem abrangência mais ampla quando identifica não apenas o acionista minoritário, mas também outros grupos que podem ser afetados pela atuação da companhia.

Do ponto de vista do Brasil, segundo Junior (2010) a economia brasileira passou, sobretudo nos últimos anos, por profundas mudanças na estrutura de propriedade e gestão de suas principais empresas. As relações outrora estáveis entre acionistas e administradores nas empresas estatais e empresas privadas familiares, de capital aberto ou fechado, estão sendo “problematizadas” com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, em especial investidores estrangeiros.

E diante disso, o presente capítulo tem como objetivo analisar os conceitos de governança corporativa, identificando como e se este processo de governança corporativa auxiliou na abertura de Capital da Empresa Multiplus.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Rosseti e Andrade (2012) a Governança Corporativa é um dos mais novos e importantes pilares da arquitetura econômica global. E ainda, é um dos instrumentos determinantes do desenvolvimento sustentável, em suas três dimensões – a econômica, a ambiental e a social.

Mas, apesar de atualmente ser bastante reconhecido seu papel de importância na gestão dos negócios e na promoção do crescimento econômico, não se pode ainda dizer que a expressão “governança corporativa”, embora amplamente difundida, já esteja internalizada pelo mundo corporativo. E, pelo menos, por três razões: por ser ainda recente, pela sua abrangência e pela diversidade de modelos.

Assim, desde o surgimento ocorreram processos históricos que foram de suma importância para o desenvolvimento do que hoje chamamos de Governança Corporativa. São, segundo Rosseti e Andrade (2012) os seguintes:

1. A formação, o desenvolvimento e a evolução do capitalismo e do mundo corporativo.
2. O gigantismo e o poder das corporações.
3. A dispersão do capital de controle.
4. O Divórcio entre a propriedade e a gestão.
5. Os conflitos e os custos da diluição do controle e da ascensão dos gestores como novas figuras que se estabeleceram no topo do mundo corporativo.
6. O despertar da governança corporativa.

**Figura 1:** Os processos históricos que levaram ao despertar da Governança Corporativa



Fonte: Andrade e Rosetti (2006).

Assim, diante deste processo podemos dizer que a Governança Corporativa veio para diminuir os problemas no processo de gestão e melhorá-lo, criando para tanto um modelo de gestão em que valores e padrões possam claramente ser definidos e percebidos, atribuindo, assim, importância aos interesses de todas as partes da organização, e esse conjunto de novas práticas adotadas pela Companhia passa ser chamado de Governança Corporativa.

Segundo o IBGC (2015), governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselhos de administração, diretoria, auditores independentes e conselhos fiscais. Os princípios básicos que norteiam esta prática são:

- transparência;

- equidade;
- prestação de contas (accountability);
- responsabilidade corporativa.

A Governança Corporativa vem sendo discutida há mais de 50 anos, época marcada por conselhos que pouco operava e com a presença forte dos acionistas que gostavam de controlar a empresa. Na década de 90, a governança passou a ser mais conhecida, tanto que em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro e Conselheiros de Administração (IBCA), que depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. No ano de 2000 a 2003 foram criados níveis diferenciados de governança e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e foi criado um comitê *ad hoc*, no IBGC, para rever o código. O IBGC é uma organização exclusivamente dedicada à promoção e ao fomento de governança corporativa no Brasil (SILVA, 2006).

Neste capítulo será abordado sobre os aspectos importantes do Novo Mercado, Nível em que a empresa Multiplus está inserida.

## **2.1 Novo Mercado**

A BM&FBovespa criou um segmento especial de negociação de ações, denominado Novo Mercado, com o propósito de atrair companhias abertas dispostas a fornecer ao mercado e a seus acionistas informações - adicionais ao que é exigido pela legislação - a respeito de seus negócios. Elas também se comprometem a adotar práticas de governança corporativa, tais como ações diferenciadas de administração, transparência e proteção aos acionistas minoritários.

As empresas que ingressam no Novo Mercado submetem-se, voluntariamente, a regras mais rígidas do que às determinadas pela legislação brasileira, obrigando-se, por exemplo, a:

1. emitir apenas ações ordinárias;
2. manter, no mínimo, 25% de ações do capital da Companhia em circulação;
3. detalhar e incluir informações adicionais nas informações trimestrais;
4. disponibilizar as demonstrações financeiras anuais no idioma inglês e com base em princípios de contabilidade internacionalmente aceitos ou com base na legislação societária brasileira.

Neste caso, ainda, segundo Multiplus (2015) as empresas precisavam ter suas demonstrações financeiras acompanhadas de nota explicativa que demonstre a conciliação do resultado do exercício, do parecer dos auditores independentes e do patrimônio líquido - apurados segundo os critérios contábeis brasileiros e os padrões de contabilidade internacionalmente aceitos, evidenciando as principais diferenças.

Os acionistas da Multiplus gozam de todos os direitos e garantias previstos no regulamento do Novo Mercado, conforme contemplados pelo Estatuto Social da Companhia que ainda mantém os altos padrões de governança corporativa ao se basear em princípios que privilegiam a transparência e o respeito aos acionistas. Em 15 de janeiro de 2010, a Multiplus celebrou com a BM&FBovespa o contrato de participação no Novo Mercado que entrou em vigor em 4 de fevereiro de 2010, data da publicação do Anúncio de Início. O Estatuto Social contém todas as cláusulas mínimas exigidas pelo regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa.

## 2.2 TAM

A TAM Linhas Aéreas é uma empresa de destaque atualmente no âmbito nacional e internacional, sendo a maior do setor na América Latina. Porém teve seu começo a cerca de 55 anos. Iniciou suas atividades em 1961, quando dez jovens pilotos se uniram para formar a TÁxi Aéreo Marília. Naquela época, eles trabalhavam no transporte de cargas e de passageiros entre Paraná e os Estados de São Paulo e Mato Grosso. Depois de seis anos, esse grupo foi comprado pelo empresário Orlando Ometto, sua matriz foi deslocada para São Paulo e também foi realizada uma mudança de perfil, pois começou a transportar somente correio entre empresas.

Para a TAM (2016) o primeiro grande salto da rede foi em 1986, com a compra da empresa aérea Votec, expandindo assim suas atividades para as Regiões Centro-Oeste e Norte do país. Dez anos depois, começaram as operações da TAM em todo o território brasileiro. A TAM adquiriu a empresa Lapsa, pertencente ao governo paraguaio, criando assim a TAM Mercosur.

Em 2010, por sua vez, a TAM comunicou junto com a LAN sua intenção de unir os dois holdings em uma única organização controladora: LATAM Airlines Group.

Atualmente, o Grupo TAM é formado pelas seguintes empresas: TAM Linhas Aéreas, TAM Viagens (operadora de viagens), TAM Cargo (unidades de carga do Grupo LATAM Airlines no Brasil), TAM Aviação Executiva, Museu TAM, TAM MRO (unidade de negócios voltada ao mercado de manutenção aeronáutica), e Multiplus, essa a mais recente empresa do grupo.

## **2.3 Práticas de Governança adotadas pela Multiplus**

Segundo MULTIPLUS (2015) a Multiplus (BM&FBOVESPA: MPLU3) é uma rede de fidelização composta por diversas empresas e programas de fidelidade. Criada em junho de 2009 como uma unidade de negócios do Grupo TAM, em outubro de 2009, foi constituída legalmente como uma operação independente e, em fevereiro de 2010, passou a ser listada na BM&FBOVESPA (MPLU3). Hoje, a Multiplus é uma empresa subsidiária da TAM S.A., que detém 72,74% de suas ações.

Antes da criação da Multiplus, a emissão de pontos aos participantes e os resgates em passagens-prêmio estavam sob a responsabilidade da TAM. Com o surgimento da Multiplus, esta assumiu a atividade operacional de acúmulo e resgate de pontos, bem como a venda de pontos a parceiros comerciais. A TAM, por sua vez, permaneceu responsável pela emissão de passagens-prêmio e pela definição das regras do TAM Fidelidade, a exemplo de número de pontos tanto acumulados por voo quanto necessários para resgate de passagens-prêmio, além da classificação dos clientes por categorias.

O estabelecimento de uma coalizão a partir de um frequent flyer program potencializou as vantagens da rede ao reunir em um mesmo sistema de pontos consumidores com comportamento de recompra (frequent shoppers) e clientes assíduos de companhias de transporte aéreo (frequent flyers).

Este é um diferencial competitivo da empresa, pois, ao conectar diferentes empresas e programas de fidelização, a Multiplus permite aos seus participantes acumularem e resgatarem pontos em várias empresas de diferentes segmentos. Atualmente a rede é composta

por mais de 400 parceiros e reúne mais de 13 milhões de participantes, que podem ganhar pontos Multiplus direta ou indiretamente (por meio da transferência do programa de um parceiro) em mais de 13 mil estabelecimentos comerciais. Além disso, é possível resgatar pontos por mais de 550 mil opções de produtos e serviços.

As parcerias estratégicas da Multiplus incluem grandes empresas como a TAM Linhas Aéreas, TAM Viagens, Pontofrio.com, Ipiranga, Netshoes, Dafiti, Oi, Accor, Trip Advisor, Booking.com, PBKIDS, Editora Abril, Atlantica Hotels, Droga Raia, entre outros.

Criada em 2009, a Multiplus contava, na época com 6 milhões de clientes e parcerias com mais de 120 empresas na época que realizou seu IPO, ou seja, abriu se capital, isto em fevereiro de 2010. Porém naquela época a operação deixou a desejar, isto porque foram captados na bolsa 692 milhões de reais, 5,35% menos que o mínimo previsto pelos executivos da companhia e pelo BTG, banco que coordenava a operação.

Naquele momento, o desempenho foi explicado pela ressaca provocada pela crise nos mercados do mundo inteiro e, sobretudo, pelo fato de a Multiplus apresentar um modelo de negócios ainda inédito no Brasil e difícil de ser explicado a investidores e consumidores: os pontos adquiridos por meio de compras em determinados estabelecimentos ou com milhagens da TAM poderiam ser trocados tanto por passagens quanto por, digamos, créditos no celular.

Porém, passado pouco mais de um ano desde o Oferta Pública de Ações (OPA), já se verificou que as dúvidas a respeito da empresa haviam se dissipado. Pelo menos, no que dizia respeito aos investidores. Com pouco mais de 90 funcionários, a Multiplus faturou

1,1 bilhão de reais em 2010 e seus papéis valorizaram espantosos 107,8% em cerca de um ano da abertura do seu capital.

Diante disso, apresentaremos o que a Multiplus fez para conseguir este desempenho expressivo já no primeiro ano de abertura do capital.

Dentre as práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a empresa Multiplus adota as seguintes:

1. Emissão exclusiva de ações ordinárias;
2. Política de uma ação igual a um voto;
3. Contratação de companhia de auditoria independente para a análise de balanços e demonstrativos financeiros - sendo que essa mesma empresa não é contratada para prestar outros serviços que possam comprometer sua independência;
4. Clara definição no Estatuto Social (a) da forma de convocação da assembleia geral e (b) da forma de eleição, destituição e do tempo de mandato dos integrantes do Conselho de Administração e da diretoria;
5. Transparência na divulgação pública dos relatórios anuais de administração;
6. Previsão estatutária para instalação de um Conselho Fiscal;
7. Convocações de assembleia e documentação, pertinente disponíveis desde a data da primeira convocação, com detalhamento das matérias da ordem do dia, sempre objetivando a realização de assembleias em horários e locais que permitam a presença do maior número possível de acionistas;
8. Fazer constar, quando solicitado, votos dissidentes nas atas de assembleias ou reuniões;

9. Existência de política de divulgação de informações relevantes;

10. Previsão estatutária de arbitragem como forma de resolução de eventuais conflitos entre a Companhia, seus acionistas, seus administradores e integrantes do Conselho Fiscal;

11. Conselheiros com experiência em questões operacionais e financeiras;

12. Previsão estatutária que veda o acesso de informações e o direito de voto aos conselheiros em situações de conflito de interesse;

13. Ofertas de compra de ações que resultem em transferência de controle devem ser dirigidas a todos os acionistas, que terão a opção de vender suas ações nas mesmas condições do controlador. No caso de alienação da totalidade do bloco de controle, o adquirente deve dirigir oferta pública a todos os acionistas nas mesmas condições do controlador (tag along);

14. Número de integrantes do Conselho de Administração variando entre cinco e nove;

15. Manutenção e divulgação de registro contendo a quantidade de ações que cada sócio possui, identificando-os nominalmente;

16. Não eleição de conselheiros suplentes;

17. Livre acesso às informações e instalações da Companhia pelos integrantes do Conselho de Administração;

18. Divulgação de operações com partes relacionadas;

Prestação de informações não financeiras a cada trimestre, como, por exemplo, o número de ações detidas pelos administradores da empresa e o número de ações em circulação.

### 3. METODOLOGIA

Este estudo utilizou-se do modelo de aplicação baseado nos seguintes métodos para a sua realização: Pesquisa aplicada, Exploratória, descritiva, Estudo de Caso, Instrumental (observação, sistematização individual e na vida real).

Assim sendo, do ponto de vista da natureza esta pesquisa pode ser definida como Aplicada, que objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática, dirigidos à solução de problemas específicos. Além disso, envolve verdades e interesses locais. De acordo com Barros e Lehfeld (2000, p.78), a pesquisa aplicada tem como motivação a necessidade de produzir conhecimento para aplicação de seus resultados, como o objetivo de “contribuir para fins práticos, visando à solução mais ou menos imediata do problema encontrado na realidade”.

Em relação aos seus objetivos, a pesquisa foi definida como Exploratória e Descritiva. Segundo Gil (2002, p. 41) a pesquisa exploratória:

Visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Envolve levantamento bibliográfico; entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; análise de exemplos que estimulem a compreensão. Assume, em geral, as formas de Pesquisas Bibliográficas e Estudos de Caso.

Já a Pesquisa Descritiva envolve o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados: questionário e observação sistemática. Assume, em geral, a forma de Levantamento. Segundo Vergara (2000, p.47), a pesquisa descritiva expõe as características de determinada população ou fenômeno, estabelece correlações entre variáveis e define sua natureza.

Em relação aos procedimentos técnicos define-se esta pesquisa como Bibliográfica, documental e Estudo de Caso, este último que existe quando envolve o estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos de maneira que se permita o seu amplo e detalhado conhecimento.

Para a coleta de dados, necessária à obtenção dos resultados e posterior análise, foi utilizada as ações da Multiplus no Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), entre março de 2010 (abertura de capital) e setembro de 2015. Assim, o presente estudo utilizou-se desses procedimentos metodológicos para analisar os conceitos de Governança Corporativa e como ela foi importante para abertura de capital da Multiplus.

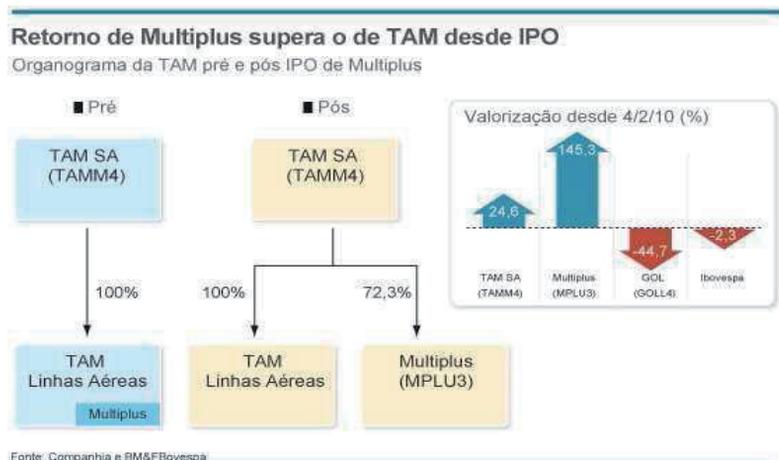
#### **4. ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Os dados para análise das Ações da Multiplus (MPLU3) foram obtidos por meio dos dados históricos da ação encontrados em INVESTING (2016), conforme estão na tabela 1.1.

Segue o gráfico que mostra como foi o desempenho da ação MPLU3 entre 03/2010 e 09/2015.



**Figura 2: Organograma da TAM pré e pós IPO de Multiplus**



Fonte: Companhia e BM&FBOVESPA

Segundo o VALOR (2016) por meio deste case percebe-se que com a abertura de capital, a avaliação de uma unidade de negócios se torna mais objetiva, pois existe uma cotação de mercado para os papéis. Mas há outras soluções. Venda de bens ou parcerias (“joint ventures”) para desenvolvimento de negócios existentes ou de novas atividades são importantes para precificar esses ativos. Com essas operações, os investidores podem perceber que vêm subestimando os ativos da companhia e, por consequência, o valor justo da empresa. Cabe à administração das companhias e aos analistas estarem sempre atentos, evitando que bens ou unidades de negócios sejam mal precificados pelo mercado.

O que a empresa Multiplus soube fazer. Pois o esforço e as ações desenvolvidas pela empresa Multiplus foram de suma importância para seu desempenho na abertura de capital da empresa na Bolsa de Valores, trazendo confiança e bons resultados.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante das constatações feitas por meio da aplicação prática, pode-se comprovar que os procedimentos de Governança Corporativa adotados pela empresa Multiplus foram de suma importância para o desempenho de suas ações após a abertura de capital e também para que esse processo de abertura de capital ocorresse da forma satisfatória que ocorreu.

Assim, também, foi possível identificar claramente os cuidados e estratégias que a empresa tomou para ter sucesso na abertura de capital e dar, assim, aos acionistas, credibilidade para adquirir esta ação, dentre um mercado bastante competitivo.

É importante destacar ainda que, a ação MPLU3, ação ordinária da Multiplus, teve desde o início uma boa aceitação no mercado de ações, visto que em menos de um ano a empresa chegou próximo a dobrar o valor de sua ação, de R\$ 15,26 em março/2010, para R\$ 28,41 em 11/2010, e isto pode ser creditado em boa parte às boas práticas de Governança Corporativa que a empresa Multiplus possuía desde antes da abertura de Capital, conforme apresentamos no decorrer deste estudo.

Cabe ressaltar que a empresa teve sim altos e baixos, como várias empresas que tem suas ações na bolsa de valores, porém esse desempenho pode ser explicado, especialmente pela ressaca provocada pela crise nos mercados do mundo inteiro e, sobretudo, pelo fato de a Multiplus apresentar, naquele momento um modelo de negócios ainda inédito no Brasil.

Para finalizar, identificou-se que este estudo foi fundamental para agregar novos conhecimentos teóricos e práticos sobre o assunto em questão, pois foi possível conhecer melhor as práticas

de governança corporativa, entre elas as boas práticas utilizadas pela empresa Multiplus na abertura de seu capital, além de fazer uso de técnicas para analisar seu desempenho no mercado de ações. Além disso, pode-se perceber que este assunto possibilita um maior detalhamento em pesquisas que venham a ser realizadas futuramente.

## 6. REFERÊNCIAS

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia científica**: um guia para a iniciação científica. 2. ed. ampliada. São Paulo: Makron Books, 2000.

GARCIA, Feliz Arthur. Governança Corporativa. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <<http://docslide.com.br/documents/felix-arthur-c-azevedo-garcia.html>> Acessado em 09 01 2016.

GIL, Antônio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. – São Paulo: Atlas, 2002.

JUNIOR, Sérgio Orlando Pires de Carvalho. **O Modelo de Governança Corporativa Brasileiro**: Uma comparação Internacional. 1 ed. Belo Horizonte, 2010.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª Ed. 2004

INVESTING. Disponível em: <  
<http://br.investing.com/equities/multiplus-on-ej-nm-historical-data>>  
Acessado em 09 01 2016.

MARCONI, Jose Paschoal; ANDRADE Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas Empresas**. Guia Prático de Orientação para Acionistas e Conselho de Administração. Modelo de Gestão para Redução do Custo de Capital de Geração de Valor ao Negócio. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

TAM. Disponível em:  
[http://www.lan.com/pt\\_br/sitio\\_personas/experiencia-lan-e-tam/historia/tam](http://www.lan.com/pt_br/sitio_personas/experiencia-lan-e-tam/historia/tam) Acessado em 24 03 2016.

VALOR. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-veste/o-estrategista/2504722/avaliando-ativos-ocultos-o-caso-multiplustam>  
Acessado em 24 03 2016

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

# **ANÁLISE DO VALOR DAS EMPRESAS DO SETOR EDUCACIONAL: UM ESTUDO MULTICASO NA BM&FBOVESPA**

*Isoé Nicolas Schneider*

*Marlene Kohler Dal Ri*

*Daniel Knebel Baggio*

*Francisco Eduardo Köhler Dal Ri*

## **1. INTRODUÇÃO**

O atual cenário político-econômico brasileiro está desgastado e desacreditado aos olhos do mundo, o que é comprovado pelos rebaixamentos realizados pelas Agências Internacionais de Risco, gerando preocupação entre os analistas financeiros. Questões como atingimento da meta da inflação, câmbio valorizado e superávit primário, considerados o tripé da estabilização econômica, estão há muito tempo ausentes da economia brasileira. As políticas adotadas pelo governo impactam diretamente no mercado e, em alguns setores costumam ser mais forte do que em outros. Assim, o presente capítulo tem como objetivo analisar o impacto das ações governamentais no setor educacional e a forma como as empresas participantes da Bolsa de Valores têm reagido a essas políticas.

Portanto, a pesquisa busca uma análise comparativa do desempenho das ações das companhias de capital aberto brasileiras do setor educacional presentes na BM&FBovespa, e pretende visualizar o impacto das políticas educacionais no desempenho das ações dessas empresas. O assunto abordado é atual e pertinente, uma vez que, cada vez mais, se faz necessário investigar o mercado

acionário, para quem quer apostar na Bolsa de Valores, especialmente, na medida em que o mercado se mostra a cada dia mais competitivo e exigente, porém com possibilidade de boa rentabilidade, o que qualifica a presente investigação e potencializa o conhecimentos da Bolsa de Valores, ao indicar estratégias referente à rentabilidade, com riscos calculados.

## **2 CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS**

O mercado de capitais refere-se às operações de médio, longo e indeterminados prazos. É composto por várias instituições, entre elas: instituições financeiras não bancárias (Bancos de Investimento, Bancos de Desenvolvimento, Sociedades de Créditos, Financiamento e Investimento, Sociedades de Arrendamento Mercantil, Cooperativas de Crédito), instituições componentes do Sistema de Poupança e Empréstimo (SBPE) - (Caixa Econômica Federal, Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimos, Bancos Múltiplos), e diversas instituições auxiliares (Bolsa de Valores, Sociedades Corretoras de Valores Mobiliários, Sociedades Distribuidoras de Valores Mobiliários, Agentes Autônomos de Investimentos).

Sobre mercado de capitais e suas modalidades de financiamento a médio e longo prazo, Assaf Neto (2012, p. 79) assim descreve “o mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamentos a médio e longo prazos [...]”. Ainda o autor afirma, quanto aos financiamentos com prazo indeterminado “o mercado de capitais oferece também

financiamentos com prazo indeterminado, como as operações que envolvem a emissão e subscrição de ações” (2012, p.79).

Corroborando nesta matriz de pensamento, sobre o Mercado de Capitais, afirma Gitman (1997, p. 36) “é uma relação financeira criada por instituições e condições que permitem aos fornecedores e aos tomadores de fundos de longo prazo realizar transações”. Complementa o autor, afirmando que as Bolsas de Valores são a espinha dorsal do mercado de capitais, uma espécie de recintos para as transações de instrumentos de dívida e participações acionárias. Assim, no mercado de capitais, os principais títulos negociados são ações (ordinárias e preferenciais), *Depositary Receipts*, Debêntures, Letras de Câmbio, Certificados/Recibos de depósitos bancários (CDB/RDB), Caderneta de Poupança, Letras Hipotecárias, Letras Imobiliárias, *Warrants*, Títulos Conversíveis e Letra Financeira.

O mercado de capitais tem como função básica promover a riqueza nacional com a participação da poupança dos agentes econômicos, sendo as ações um dos principais ativos negociados neste mercado. Portanto, o mercado de ações está inserido no mercado de capitais, conhecido também como mercado aberto (*open market*). Quando se fala das operações com ações, Assaf Neto (2012) explica que esse mercado costuma operar com lotes de ações: lote-padrão e lote fracionário. O lote-padrão negocia volumes maiores de ações e define uma quantidade mínima para negociações no mercado; já o lote fracionário negocia volumes inferiores ao padronizado, ou seja, frações de lote.

Ao verificar o mercado primário, constatamos que é um ambiente onde ocorre a compra e venda de ações pela primeira vez, isto é, na abertura de capital da empresa, quando as ações vão para a Bolsa de Valores e podem ser adquiridas diretamente pelos

investidores. Para Gitman (1997, p. 33) o mercado primário “é o único mercado no qual o emissor é diretamente envolvido na transação e recebe os benefícios diretos dessa emissão”. A partir desse momento os títulos começam a serem negociados entre indivíduos, empresas, governos ou instituições financeiras, poupadores e investidores no mercado secundário.

As ações são classificadas basicamente em dois tipos: ordinárias e preferenciais. Gitman (1997) explica a diferença entre os dois tipos de ações:

- *Ações ordinárias* são unidades de que se constitui a propriedade ou o patrimônio de uma sociedade anônima. Os possuidores dessas ações esperam obter retorno na forma de dividendos ou mediante ganhos decorrentes da valorização da ação.
- *Ações preferenciais* são uma forma especial de propriedade que tem características duplas, ou seja, de um título de dívida e de uma ação ordinária. Para os acionistas preferenciais há a promessa de pagamento periódico de dividendos fixos, que deverão ser efetuados antes de se realizar qualquer destinação de dividendos aos possuidores de ações ordinárias.

Finalizada a abertura de capital da empresa, bem como a captação de recursos via mercado primário, as operações com ações passam a ocorrer em mercado secundário, ou seja, a partir deste momento a empresa só obtém novos recursos via nova emissão de ações no mercado primário, sendo que as negociações das ações da empresa em mercado secundário não as beneficiam.

No mercado secundário a realização das negociações ocorre a partir de duas instituições: as Bolsas de Valores e o Mercado de

Balcão. Segundo Assaf Neto (p. 222) “a função dessas instituições é a de oferecer aos investidores um ambiente seguro e eficiente para a compra e venda de valores de companhias abertas”. Ainda o autor (2012, p. 223) apresenta “as Bolsas de Valores são locais onde ocorrem os pregões, cujo objetivo básico é manter o local em condições adequadas para a realização de compras e vendas de títulos e valores mobiliários”. Por fim, Assaf Neto (2012) cita outros objetivos dessas instituições, como:

- promover uma segura e eficiente liquidação das várias negociações realizadas em seu ambiente;

- desenvolver um sistema de registro e liquidação das operações realizadas;

- desenvolver um sistema de negociação que proporcione as melhores condições de segurança e liquidez aos títulos e valores mobiliários negociados;

- fiscalizar o cumprimento, entre seus membros e as sociedades emissoras dos títulos, das diversas normas e disposições legais que disciplinam as operações em bolsa.

O mercado de balcão pode ser entendido como aquele em que são negociadas ações e outros ativos que atendem especificações determinadas por investidores, mas que geralmente não são atendidas em negociações da Bolsa de Valores. O mercado de balcão ainda é subdividido em dois – o mercado de balcão organizado e o mercado de balcão não organizado. Assaf Neto (2012, p. 235) explica que “o mercado de balcão é organizado quando mantém uma estrutura que permite a realização normal de um negócio, dentro de um ambiente livre, atualizado e que ofereça liquidez aos papéis, sendo administrado por entidade autorizada pela CVM”. O autor ainda define o mercado de balcão não organizado:

“quando os negócios de compra e venda de títulos e valores mobiliários são executados diretamente entre as partes, sem a interveniência de qualquer órgão controlador ou regulador do mercado” (2012, p. 235).

Entende-se que a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) é uma companhia que administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, bem como presta serviços de registro, compensação e liquidação, atuando, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes.

A Bolsa oferece ampla gama de produtos e serviços, como: negociação de ações, títulos de renda fixa, câmbio pronto e contratos derivativos referenciados em ações, ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias, moedas, entre outros; listagem de empresas e outros emissores de valores mobiliários; depositária de ativos; empréstimo de títulos; e licença de softwares.

A BM&FBovespa conta com um modelo de negócio diversificado e integrado, oferece um completo sistema de custódia. As negociações são cursadas exclusivamente em meio eletrônico. A Bolsa possibilita a seus clientes a realização de operações destinadas à compra e venda de ações, transferência de riscos de mercado (*hedge*), arbitragem de preços entre mercados e/ou ativos, diversificação e alocação de investimentos e alavancagem de posições. A partir de 2008 a Bolsa de Valores, com a fusão da Bovespa com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), tornou-se uma companhia aberta.

Os índices de Bolsa de Valores são compostos por uma variedade de ações que representam os maiores volumes transacionados no mercado à vista, sendo que para cada ação é

atribuído um peso de acordo com o volume de negócios que a mesma representa na carteira. Para Assaf Neto (2012, p. 229) “o Índice de Bolsa de Valores é um valor que mede o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, refletindo o comportamento do mercado em determinado intervalo de tempo”.

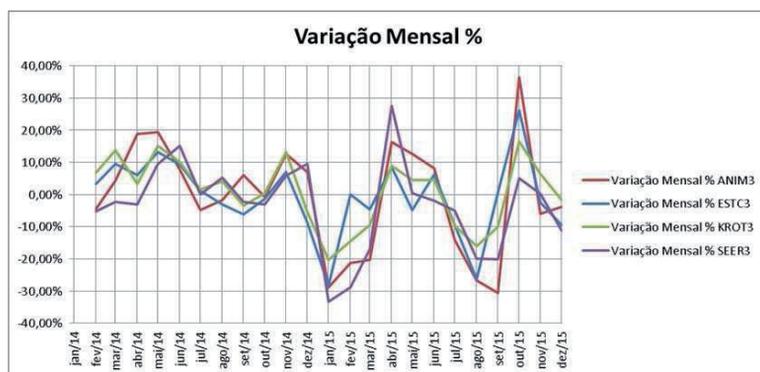
No Brasil, o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) é o mais importante indicador de comportamento de mercado brasileiro. Criado em 1968, a partir de uma carteira teórica de ações, o Ibovespa é expresso em pontos, com valor inicial de 100 pontos. Segundo Assaf Neto (2012, p. 230), “objetivo básico do Ibovespa é o de refletir o desempenho médio dos negócios à vista ocorridos nos pregões da Bolsa de Valores de São Paulo”. Atualmente, para atualizar a amostra, a carteira de ações do Ibovespa é atualizada a cada quatro meses, quando são incluídos os papéis mais representativos do período e excluídos os com menor participação.

### **3. ANÁLISE DAS EMPRESAS DO SETOR EDUCACIONAL DA BM&FBOVESPA**

O mercado de capitais exige conhecimento dos seus riscos. As companhias brasileiras de capital aberto do setor educacional fazem parte da BM&FBovespa e são objetos de estudos por investidores interessados. A partir do embasamento teórico inicial, passa-se agora visualizar o impacto que as políticas educacionais ocasionam no desempenho das ações dessas empresas. O foco deste estudo: Kroton, Estácio, Ser Educacional e a Anima Educação, cujos resultados são explicitados a seguir.

O Gráfico 01, que segue, refere a média da variação mensal das ações do setor educacional na Bolsa de Valores, podendo-se observar que a variação possui um comportamento semelhante entre as empresas. Esse fenômeno pode ser justificado, pois as organizações fazem parte de um mesmo setor e, destarte, sofrem basicamente as mesmas influências externas, acarretando um desempenho semelhante entre elas.

**Gráfico 1:** Variação mensal – Média das ações



**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

Na virada do ano 2014 para 2015 observou-se uma queda significativa no valor das ações objeto deste estudo, momento em que estas empresas sofreram uma influência muito forte decorrente de uma decisão política governamental educacional. Por intermédio da Portaria Normativa nº 21, de 26 de dezembro de 2014, o Ministério da Educação definiu que não basta o aluno se submeter ao Exame Nacional de Ensino Médio (Enem) para ser elegível ao Fundo de Financiamento Estudantil (Fies), mas necessita, também, de uma nota mínima de 450 pontos no Enem, e não pode zerar a redação.

Além disso, também foi definida uma mudança na regra de repasse do Governo para as instituições de ensino, cuja medida pressionou o capital de giro das empresas. Com essa decisão, cerca de 50% do orçamento do Fies foi cortado, principalmente devido à “exclusão” de alunos que não alcançaram a nota mínima para ser elegível ao financiamento. Em abril de 2015 notou-se uma nova queda na variação da média mensal desses ativos, período em que a notícia divulgada em dezembro de 2014 entrou em vigor.

Após analisar a variação da média mensal das empresas que compõem o setor educacional da BM&FBovespa, num período de dois anos, utilizou-se técnicas estatísticas para verificar a correlação entre as organizações objeto deste estudo com o Índice Bovespa. Na Tabela 1, a seguir, estão relacionados os coeficientes de correlação que servem de parâmetro para interpretação dos dados gerados a partir do modelo de correlação.

**Quadro 01:** Coeficiente de correlação

<b>Coeficiente de correlação</b>	<b>Correlação</b>
$r = 1$	Perfeita positiva
$0,8 \leq r < 1$	Forte positiva
$0,5 \leq r < 0,8$	Moderada positiva
$0,1 \leq r < 0,5$	Fraca positiva
$0 < r < 0,1$	Ínfima positiva
0	Nula
$- 0,1 < r < 0$	Ínfima negativa
$- 0,5 < r \leq - 0,1$	Fraca negativa
$- 0,8 < r \leq - 0,5$	Moderada negativa
$- 1 < r \leq - 0,8$	Forte negativa

$r = - 1$	Perfeita negativa
-----------	-------------------

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

Na sequência, o Quadro 02 apresenta as correlações correspondentes às variáveis que estão sendo analisadas neste estudo. Os valores apresentados são o coeficiente de correlação ( $r$ ), cujo valor indica o grau de relacionamento linear entre as variáveis, ou seja, a alteração do valor de uma variável (independente) provoca alteração no valor de outra variável (dependente).

**Quadro 02:** Correlações

	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	IBOV 3
ANIM3	1				
ESTC3	0,739494112	1			
KROT3	0,8441618	0,832486907	1		
SEER3	0,785139014	0,596814723	0,782981803	1	
IBOV3	0,438721234	0,49050519	0,37212103	0,362991145	1

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

O Quadro anterior confirma o que foi comentado anteriormente, ou seja, que o grau de relacionamento entre as empresas do setor educacional é alto, variando entre uma correlação moderada positiva e forte positiva. Quando, porém, está relacionada ao Índice Bovespa, a variável que tem maior associação com o índice é a ESTC3, que mesmo assim apresenta uma correlação fraca positiva de  $r = 0,49050519$ . Exemplificando, a cada R\$ 1,00 que o IBovespa varia para mais ou para menos, as ações das empresas estudadas variam respectivamente, ou seja, ANIM3 R\$ 0,44; ESTC3 R\$ 0,49; KROT3 R\$ 0,37; e SEER3 R\$ 0,36, em valores aproximados.

Para realizar a Análise Fundamentalista foram utilizados os dados econômico-financeiros trimestrais das empresas objeto de estudo no período do 1º trimestre de 2014 (1T 2014) ao 4º trimestre de 2015 (4T 2015), também foram utilizados alguns indicadores financeiros, como: Indicadores de Liquidez (Corrente, Geral, Imediata, Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro), Indicadores de Endividamento (Geral, Capital Próprio e Grau de Imobilização), Indicadores de Rentabilidade (Retorno do Capital Próprio e Rentabilidade do Ativo) e Ebitda/Lajida.

Os índices de liquidez são utilizados para visualizar a capacidade de pagamento da empresa, relacionando bens e direitos com as obrigações. A interpretação desses indicadores é de que “quanto maior melhor”, e dimensiona o quanto a empresa tem para cada unidade monetária que deve.

### 3.1 Indicadores da ANIMA

Segue o resumo dos indicadores de liquidez da empresa ANIMA no Quadro 3.

**Quadro 03:** Indicadores de Liquidez da ANIMA

Indicadores de Liquidez	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Liquidez Corrente:	5,15	5,15	2,51	1,93	2,15	1,84	2,24	1,66
Liquidez Geral:	1,65	1,72	1,04	1,07	1,23	1,13	1,13	1,08
Liquidez Imediata:	4,23	4,00	1,36	0,82	0,75	0,25	1,09	0,84
Capital de Giro:	23.214	37.813	355.552	433.992	460.784	478.556	351.450	486.058
Necessid. de Cap. de Giro:	- 8.485	17.496	22.976	20.042	69.442	110.601	39.554	- 44.920

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Anima apresenta bons valores de Liquidez Corrente, sendo que a interpretação desse indicador é de que se o valor for maior que

01 a empresa possui capacidade de pagamento de sua dívida em curto prazo. Sendo assim, o maior valor apresentado é no 1T e 2T de 2014 (5,15), e o menor no 4T de 2015 (1,66), o que significa que para cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 1,66 em caixa ou a receber.

A Anima apresenta o maior valor de Liquidez Geral no 2T de 2014 (1,72) e o menor no 3T de 2014 (1,04). Ao final do período analisado a empresa possuía uma Liquidez Geral de 1,08, evidenciando que a cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 1,08 em caixa ou a receber, demonstrando que tem capacidade de pagamento de suas dívidas no longo prazo.

A Anima apresenta uma situação boa em relação à Liquidez Imediata, sendo que o maior valor desse indicador pode ser observado no 1T de 2014 (4,23) e o menor no 2T de 2015 (0,25). No último trimestre analisado a empresa possuía uma liquidez imediata de 0,84, revelando que possui uma capacidade de pagamento imediato de 84% de suas obrigações com o que tem disponível em caixa.

Os indicadores referentes ao Capital de Giro da Anima demonstram grande evolução em relação ao primeiro e o último período analisado, revelando um acréscimo de 1993,81%, passando de R\$ 23.214 para R\$ 486.058, o que evidencia a boa liquidez da empresa. Esta evolução é explicada nas Informações Trimestrais da empresa pela incorporação da Editora Universidade São Judas Tadeu Ltda. e AMC Serviços Educacionais Ltda., esta última mantenedora da Universidade São Judas Tadeu.

A Anima apresenta uma situação de risco ao final do período analisado com o indicador apresentando um valor de -R\$ 44.920.

Quanto aos indicadores de endividamento da empresa, eles podem ser observados no Quadro 4.

**Quadro 04:** Indicadores de Endividamento da ANIMA

Indicadores de Endividamento	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Endividamento Geral:	42,49%	40,84%	40,72%	36,84%	33,74%	35,25%	45,65%	45,39%
Endivid. do Capital Próprio:	73,87%	69,03%	68,68%	58,32%	50,92%	54,43%	83,98%	83,11%
Grau de Imobilização:	18,93%	18,91%	20,74%	20,39%	20,41%	22,22%	21,73%	22,73%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Anima apresenta o melhor resultado deste indicador no 1T de 2015, com 33,74%, e o pior no 3T de 2015 (45,65%). No 4T de 2015 a empresa apresenta um indicador de 45,39%, o que significa que a empresa utilizará 45,39% do seu Ativo Total para quitar suas obrigações.

A Anima apresenta seu melhor resultado no 1T de 2015 (50,92%) e o pior resultado no 3T de 2015 (83,98%). No último período de análise a empresa indica que utilizará cerca de 80% de seu Patrimônio Líquido para quitar suas obrigações.

A Anima apresenta um Grau de Imobilização que varia, em média, em torno de 20% no período analisado, e no último período apresentou 22,73%.

Quanto aos indicadores de rentabilidade, eles podem ser observados no Quadro 5.

**Quadro 05:** Indicadores de Rentabilidade da ANIMA

Rentabilidade	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Retorno do Capital Próprio	8,69%	5,45%	7,44%	7,70%	9,67%	-3,80%	4,53%	-0,88%
Rentabilidade do Ativo:	5,00%	3,22%	4,41%	4,86%	6,41%	-2,46%	2,46%	-0,48%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Anima, ao final do período de análise, apresenta um valor de -0,88%, o que indica que a empresa não está remunerando positivamente os seus acionistas. Esse foi o pior resultado dentro do período analisado, o melhor foi no 1T de 2015, quando a empresa teve um indicador de 9,67%.

A Anima apresenta no 4T de 2015 um percentual de -0,48%, o que significa que a empresa não está tendo retorno positivo sobre o seu Ativo Total. O melhor desempenho da empresa ocorreu no 1T de 2015 (6,41%) e o pior no 2T de 2015 (-2,46%).

Com o objetivo de aprofundar o tema buscou-se, ainda, outros indicadores além dos apresentados anteriormente. No Quadro 10, a seguir, encontram-se os indicadores que avaliam a empresa de acordo com a cotação de suas ações no mercado acionário.

#### Quadro 06: Outros indicadores financeiros da ANIMA

	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Cotação - ANIM3	21,49	29,78	29,59	35,35	15,22	21,75	9,69	13,80
Nº de ações	82.866	82.866	82.866	82.866	82.866	82.866	82.866	82.866
Lucro por Ação - LPA	0,55	0,36	0,53	0,55	0,77	- 0,29	0,36	- 0,07
Valor Patrimonial por Ação - VPA	6,28	6,60	7,13	7,20	7,97	7,67	8,04	7,75
Preço/Lucro - P/L	39,39	82,76	55,80	63,78	19,76	- 74,62	26,63	- 203,08
Preço/Valor Patrimonial - P/VPA	3,42	4,51	4,15	4,91	1,91	2,83	1,21	1,78

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

Ao observar os dados que compõem o quadro acima se percebe uma queda considerável no valor da ação da Anima ao longo do período analisado. Além disso, no 4T de 2015 o índice do lucro por ação, que é resultado da divisão entre o Lucro Líquido pelo número de ações, apresenta um valor negativo de -R\$ 0,07, assim como o preço por lucro (-R\$ 203,08), que é resultado da divisão entre a cotação da ação pelo lucro apresentado. Isto demonstra que a empresa não está remunerando positivamente o seu acionista em

relação ao seu Lucro Líquido. Já em relação ao Valor Patrimonial por ação, a Anima apresenta neste mesmo período o valor de R\$ 7,75, cujo valor é calculado a partir da divisão entre o Patrimônio Líquido pela quantidade de ações. O preço do Valor Patrimonial, que é a divisão da cotação da ação pelo Valor Patrimonial por ação, ficou em R\$ 1,78.

### 3.2 Indicadores da ESTÁCIO

#### Quadro 07: Indicadores de Liquidez da Estácio

Indicadores de Liquidez	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Liquidez Corrente:	4,14	5,38	3,54	3,70	2,61	3,06	3,16	2,84
Liquidez Geral:	2,36	2,66	1,86	1,49	1,40	1,54	1,49	1,39
Liquidez Imediata:	2,74	3,71	1,85	2,40	1,45	1,30	1,51	1,31
Capital de Giro:	564.790	564.115	1.551.141	1.315.875	1.333.648	1.369.327	1.267.920	1.308.734
Necessid. de Cap. de Giro:	138.535	181.538	237.045	118.807	110.980	445.085	440.159	394.757

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Estácio apresenta bons valores de Liquidez Corrente, sendo que a interpretação desse indicador é de que se o valor for maior que 1 a empresa possui capacidade de pagamento de sua dívida a curto prazo. Sendo assim, o maior valor apresentado é no 2T de 2014 (5,38), e o menor no 1T de 2015 (2,61). No último período analisado a empresa possuía um indicador de Liquidez Corrente de 2,84, o que significa que para cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 2,84 em caixa ou a receber.

A Estácio apresenta o maior valor de Liquidez Geral no 2T de 2014 (2,66) e o menor no 4T de 2015 (1,39), o que denota que a cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 1,39 em caixa ou a receber, demonstrando que possui capacidade de pagamento de suas dívidas no longo prazo.

A Estácio apresenta uma boa situação em relação à Liquidez Imediata, sendo que o maior valor deste indicador pode ser observado no 2T de 2014 (3,71) e o menor no 2T de 2015 (1,30). No último trimestre analisado a empresa possuía uma Liquidez Imediata de 1,31, o que revela que possui capacidade de pagamento de suas obrigações com o disponível imediato. Assim, para cada R\$ 1,00 em obrigações, sobriaria R\$ 0,31 em caixa ou ativos de Liquidez Imediata.

Os indicadores referentes ao Capital de Giro da Estácio demonstram grande evolução do primeiro período em relação ao final do período de análises, que apresenta um acréscimo de 131,72%, indo de R\$ 564.790 para R\$ 1.308.734, o que evidencia a boa liquidez da empresa. Assim como a Anima, a Estácio incorporou outra empresa neste período, a UniSEB, fato que, segundo as informações trimestrais da empresa, explica a evolução desse indicador.

A Estácio apresenta boa situação ao final do período analisado, quando o indicador apresenta um valor de R\$ 394.757.

#### **Quadro 08:** Indicadores de Endividamento da Estácio

Indicadores de Endividamento	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Endividamento Geral:	29,14%	25,89%	23,70%	31,91%	36,49%	33,43%	36,68%	38,52%
Endivid. do Capital Próprio:	41,13%	34,94%	31,06%	46,86%	57,45%	50,22%	57,93%	62,65%
Grau de Imobilização:	21,07%	20,05%	18,75%	19,46%	20,08%	19,51%	18,49%	19,99%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Estácio apresenta seu melhor resultado deste indicador no 3T de 2014, com 23,70%, e o seu pior no 4T de 2015 (38,52%), o que significa que a empresa utilizaria 38,52% do seu Ativo Total para quitação de suas obrigações.

A Estácio apresenta seu melhor resultado no 3T de 2014 (31,06%) e o pior resultado no 4T de 2015 (62,65%), indicando que utilizaria cerca de 83,11% de seu Patrimônio Líquido para quitar suas obrigações.

A Estácio apresenta um Grau de Imobilização que varia, em média, em torno de 19% no período analisado, sendo que no último período apresentou 19,99%.

#### **Quadro 09: Indicadores de Rentabilidade da Estácio**

Rentabilidade	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Retorno do Capital Próprio	7,64%	4,91%	5,49%	3,38%	5,38%	5,13%	5,74%	2,43%
Rentabilidade do Ativo:	5,41%	3,64%	4,19%	2,30%	3,42%	3,41%	3,63%	1,49%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017)

A Estácio, ao final do período de análise, apresenta um valor de 2,43%, o que demonstra que a empresa teve um crescimento. Esse foi o pior resultado dentro do período analisado, o melhor ocorreu no 1T de 2014, quando a empresa teve um indicador de 7,64%.

A Estácio apresenta no 4T de 2015 o seu pior desempenho neste indicador, ou seja, um percentual de 1,49%. Isso significa que a empresa está tendo retorno sobre o seu Ativo Total de R\$ 0,01 a cada R\$ 1,00. O melhor desempenho da empresa ocorreu no 1T de 2014 (5,41%).

A fim de aprofundar o tema foram buscados outros indicadores além dos apresentados anteriormente. No Quadro 17, a seguir, encontram-se os indicadores que avaliam a empresa de acordo com a cotação de suas ações no mercado acionário.

## Quadro 10: Outros Indicadores da Estácio

	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Cotação - ESTC3	22,86	29,25	25,44	23,82	18,54	18,00	14,10	13,95
Nº de ações	293.415	295.598	313.633	315.429	307.324	308.778	308.816	316.684
Lucro por Ação - LPA	0,43	0,29	0,42	0,26	0,42	0,43	0,51	0,21
Valor Patrimonial por Ação - VPA	5,61	5,93	7,72	7,59	7,89	8,34	8,86	8,46
Preço/Lucro - P/L	53,34	100,56	59,98	92,89	43,63	42,12	27,73	67,86
Preço/Valor Patrimonial - P/VPA	4,07	4,94	3,30	3,14	2,35	2,16	1,59	1,65

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

Ao analisar os dados anteriores se percebe uma queda considerável no valor da ação da Estácio ao longo do período analisado. Além disso, no 4T de 2015 o índice do lucro por ação, que é resultado da divisão entre o Lucro Líquido pelo número de ações apresenta o valor de R\$ 0,21, enquanto que o preço por lucro é de R\$ 67,86, resultado da divisão entre a cotação da ação pelo lucro apresentado. Isso demonstra que a empresa está remunerando o seu acionista em relação ao seu Lucro Líquido, sendo que para cada ação que o acionista possui ela remunera em R\$ 0,21. Já em relação ao Valor Patrimonial por ação, a Estácio apresenta neste mesmo período o valor de R\$ 8,46, cujo valor é calculado a partir da divisão entre o Patrimônio Líquido pela quantidade de ações. O preço por Valor Patrimonial, que é a divisão da cotação da ação pelo Valor Patrimonial por ação, ficou em R\$ 1,65.

### 3.3 Indicadores da KROTON

**Quadro 11:** Indicadores de Liquidez da Kroton

Indicadores de Liquidez	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Liquidez Corrente:	2,38	2,45	1,43	1,53	1,81	1,91	1,89	1,40
Liquidez Geral:	0,86	0,98	0,46	0,53	0,61	0,68	0,71	0,73
Liquidez Imediata:	1,28	1,21	0,54	0,66	0,53	0,55	0,57	0,47
Capital de Giro:	2.281.340	2.477.504	10.726.135	10.941.742	11.055.071	11.164.357	11.292.488	11.991.598
Necessid. de Cap. de Giro:	44.223	103.116	- 108.723	- 122.342	259.670	391.676	362.047	- 88.798

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Kroton apresenta bons valores de Liquidez Corrente, sendo que a interpretação deste indicador é de que se o valor for maior que 1 a empresa possui capacidade de pagamento de sua dívida a curto prazo. Sendo assim, o maior valor apresentado ocorreu no 2T de 2014 (2,45), e o menor no 4T de 2015 (1,40). Isso significa que para cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 1,40 em caixa ou a receber.

Este indicador revela que a Kroton não possui capacidade para quitar a totalidade de suas obrigações no longo prazo, sendo que o maior valor de Liquidez Geral ocorreu no 2T de 2014 (0,98) e o menor no 3T de 2014 (0,46). No final do período analisado o indicador de Liquidez Geral é de 0,73, evidenciando que a cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 0,73 em caixa ou a receber, demonstrando que se tivesse que liquidar todas as suas dívidas hoje, só teria capacidade de honrar 73% do valor total.

A Kroton revela que não possui caixa ou ativos de Liquidez Imediata para cumprir com todas as suas obrigações no curtíssimo prazo. O maior valor desse indicador pode ser observado no 1T de 2014 (1,28) e o menor no 4T de 2015 (0,47), revelando que não possui uma capacidade de pagamento de suas obrigações com o

que tem disponível imediatamente, sendo que conseguiria cobrir apenas cerca de 47% do valor.

Os indicadores referentes ao Capital de Giro da Kroton demonstram grande evolução do início em relação ao final do período de análises, pois ocorre um acréscimo de 425,63%, indo de R\$ 2.281.340 para R\$ 11.991.598, o que evidencia a boa liquidez da empresa.

A Kroton apresenta uma situação de risco no final do período analisado, com o indicador apresentando um valor de -R\$ 88.798.

#### **Quadro 12:** Indicadores de Endividamento da Kroton

Indicadores de Endividamento	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Endividamento Geral:	32,96%	28,56%	26,51%	26,09%	25,19%	26,28%	25,52%	25,12%
Endivid. do Capital Próprio:	49,17%	39,99%	36,07%	35,29%	33,68%	35,65%	34,27%	33,54%
Grau de Imobilização:	17,30%	17,46%	11,99%	12,42%	12,57%	12,37%	12,52%	13,02%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

O pior resultado deste indicador na Kroton ocorreu no 1T de 2014, com 32,96%, e o seu melhor resultado foi no 4T de 2015 (25,12%). Isso significa que a empresa utilizaria 25,12% do seu Ativo Total para quitação das suas obrigações.

A Kroton tem seu pior resultado no 1T de 2014 (49,17%) e o melhor no 4T de 2015 (33,54%), indicando que precisa de 33,54% do seu Patrimônio Líquido para quitar obrigações.

A Kroton apresenta um Grau de Imobilização que varia, em média, em torno de 12% no período analisado, com exceção dos dois primeiros períodos de análise que ficaram em torno de 17%, e o último que apresentou 13,02%.

### Quadro 13: Indicadores de Rentabilidade da Kroton

Rentabilidade	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Retorno do Capital Próprio	9,48%	8,64%	1,91%	2,13%	3,15%	3,42%	2,54%	2,37%
Rentabilidade do Ativo:	6,35%	6,17%	1,40%	1,58%	2,35%	2,52%	1,89%	1,78%

Fonte: Elaborado pelos autores (2017).

A Kroton, ao final do período de análise, apresenta um valor de 2,37%, o que demonstra que a empresa teve crescimento. O pior resultado do período analisado foi no 3T de 2014 (1,91%), e o melhor foi no 1T de 2014, quando a empresa teve um indicador de 9,48%.

A Kroton apresentou no 3T de 2014 o seu pior desempenho neste indicador, isto é, um percentual de 1,40%. Ao final do período de análises a empresa apresentou 1,78%, o que significa que a empresa está tendo retorno sobre o seu Ativo Total, sendo que de cada R\$ 1,00 possui um retorno de R\$ 0,01. O melhor desempenho da empresa ocorreu no 1T de 2014 (6,35%).

A fim de aprofundar o tema, foram buscados ainda outros indicadores além dos apresentados anteriormente. No Quadro 14 constam os indicadores que avaliam a empresa de acordo com a cotação de suas ações no mercado acionário.

### Quadro 14: Outros Indicadores da Kroton

	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Cotação - KROT3	12,48	15,49	15,38	15,50	10,29	11,89	7,71	9,53
Nº de ações	268.704	268.703	1.621.377	1.623.795	1.624.948	1.623.154	1.614.039	1.626.069
Lucro por Ação - LPA	1,02	1,00	0,13	0,15	0,23	0,26	0,19	0,18
Valor Patrimonial por Ação - VPA	10,79	11,58	6,89	7,05	7,27	7,49	7,62	7,66
Preço/Lucro - P/L	12,21	15,48	117,08	103,16	44,98	46,38	39,78	52,45
Preço/Valor Patrimonial - P/VPA	1,16	1,34	2,23	2,20	1,42	1,59	1,01	1,24

Fonte: Elaborado pelos autores (2017).

Da mesma forma como as outras empresas analisadas até o momento, o valor da ação da Kroton também teve uma queda

considerável ao longo do período analisado, porém, em um percentual muito menor. Além disso, no 4T de 2015 o índice do lucro por ação, que é resultado da divisão entre o Lucro Líquido pelo número de ações, apresenta um valor de R\$ 0,18, assim como o preço por lucro (R\$ 52,45), que é resultado da divisão entre a cotação da ação pelo lucro apresentado. Isto demonstra que a empresa está remunerando o seu acionista em relação ao seu Lucro Líquido, ou seja, para cada ação que o acionista possui ela remunera em R\$ 0,18. Já em relação ao Valor Patrimonial por ação, a Kroton apresenta neste mesmo período o valor de R\$ 7,66, o qual é calculado a partir da divisão entre o Patrimônio Líquido pela quantidade de ações. O Preço por Valor Patrimonial, que é a divisão da cotação da ação pelo Valor Patrimonial por ação, apresenta R\$ 1,24.

### 3.4 Indicadores da SER EDUCACIONAL

**Quadro 15:** Indicadores de Liquidez da SER EDUCACIONAL

Indicadores de Liquidez	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Liquidez Corrente:	4,07	3,95	3,34	1,83	1,56	1,72	2,81	1,84
Liquidez Geral:	1,23	1,29	1,25	0,77	0,61	0,67	0,77	0,74
Liquidez Imediata:	2,97	2,49	2,15	0,79	0,25	0,20	1,41	1,10
Capital de Giro:	180.573	208.098	279.949	463.975	570.736	574.867	319.885	530.539
Necessid. de Cap. de Giro:	10.759	55.702	25.946	7.931	72.621	126.655	100.196	- 71.207

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Ser Educacional apresenta bons valores de Liquidez Corrente, sendo que a interpretação deste indicador é de que se o valor for maior que 1 a empresa possui capacidade de pagamento de sua dívida a curto prazo. Sendo assim, o maior valor apresentado é no 1T de 2014 (4,07), e o menor no 1T de 2015 (1,56). No último trimestre analisado a empresa possuía um valor de 1,84, o que

significa que para cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 1,84 em caixa ou a receber.

No final do período de análise percebe-se que a Ser Educacional não possui capacidade para quitar em sua totalidade as suas obrigações no longo prazo, sendo que o maior valor de Liquidez Geral no 2T de 2014 é de 1,29, enquanto o menor é no 1T de 2015 (0,61). No final do período analisado o indicador de Liquidez Geral apresenta um valor de 0,74, evidenciando que a cada R\$ 1,00 de dívida a empresa possui R\$ 0,74 em caixa ou a receber. Demonstra, com isso, que se tivesse que liquidar todas as suas dívidas hoje, só teria capacidade de honrar 74% do valor total.

A Ser Educacional possui Caixa ou ativos de Liquidez Imediata para cumprir todas as obrigações no curtíssimo prazo. O maior valor deste indicador está no 1T de 2014 (1,97) e o menor no 2T de 2015 (0,25). No final do período de análise a empresa possuía um valor de R\$ 1,10, o que denota que para cada R\$ 1,00 em obrigações ela possui R\$ 1,10 em Caixa ou em ativos de Liquidez Imediata para cobrir as obrigações.

Os indicadores referentes ao capital de giro da Ser Educacional demonstram uma grande evolução entre o início e o final do período de análises, pois apresenta um acréscimo de 193,80%, indo de R\$ 180.573 para R\$ 530.539, o que evidencia uma boa liquidez. A queda nos valores de Capital de Giro do período do 2T para o 3T é explicada pela própria Ser Educacional em seu relatório trimestral, e deve-se a investimentos realizados para a atuação no ensino a distância.

A Ser Educacional apresenta situação de risco no final do período analisado, uma vez que o indicador apresenta um valor de - R\$ 71.207.

### Quadro 16: Indicadores de endividamento da SER EDUCACIONAL

Indicadores de Endividamento	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Endividamento Geral:	41,67%	39,97%	39,46%	49,83%	53,17%	51,52%	58,09%	59,04%
Endivid. do Capital Próprio:	71,43%	66,59%	65,17%	99,34%	113,53%	106,29%	138,60%	144,12%
Grau de Imobilização:	69,00%	66,88%	69,33%	83,90%	84,81%	80,66%	78,62%	80,89%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Ser Educacional apresenta o seu melhor resultado deste indicador no 3T de 2014, com 39,46%, e o seu pior resultado no 4T de 2015 (59,04%). Isso significa que a empresa utilizaria 59,04% do seu Ativo Total para quitação de suas obrigações.

A Ser Educacional apresenta uma situação preocupante neste indicador, pois seu melhor resultado é no 3T de 2014 (65,17%) e o pior resultado no 4T de 2015 (144,12%). Isso indica, portanto, que utilizaria cerca de 140% de seu Patrimônio Líquido para quitar suas obrigações, ou seja, precisaria mais Patrimônio do que possui para quitar suas dívidas.

A Ser Educacional apresenta um Grau de Imobilização que varia, em média, em torno de 76% no período analisado, sendo que no último período apresentou 80,89%.

Os indicadores de rentabilidade podem ser observados no quadro 17.

### Quadro 17: Indicadores de Rentabilidade SER EDUCACIONAL

Rentabilidade	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Retorno do Capital Próprio	11,51%	9,60%	9,74%	6,99%	11,78%	6,55%	3,13%	0,67%
Rentabilidade do Ativo:	6,71%	5,76%	5,90%	3,50%	5,52%	3,17%	1,31%	0,27%

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

A Ser Educacional, ao final do período de análise, apresenta um valor de 0,67%, demonstrando que teve um crescimento. Este, porém, foi o pior resultado obtido durante o período analisado, o

melhor foi no 1T de 2015, quando a empresa teve um indicador de 11,78%.

A Ser Educacional apresenta no 4T de 2015 o seu pior desempenho neste indicador (0,27%), o que significa que a empresa está tendo retorno sobre o seu Ativo Total, pois de cada R\$ 1,00 tem um retorno de R\$ 0,02. O melhor desempenho da empresa ocorreu no 1T de 2014 (6,71%).

A fim de aprofundar o tema, buscaram-se ainda outros indicadores, além dos apresentados anteriormente. O Quadro 18, a seguir, apresenta os indicadores que avaliam a empresa de acordo com a cotação de suas ações no mercado acionário.

**Quadro 18:** Outros Indicadores da SER EDUCACIONAL

	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014	1T2015	2T2015	3T2015	4T2015
Cotação - SEER3	19,90	25,53	25,20	29,59	12,58	14,38	8,57	7,70
Nº de ações	125.213	125.213	125.213	125.213	124.863	124.863	125.213	125.213
Lucro por Ação - LPA	0,47	0,43	0,46	0,35	0,66	0,39	0,19	0,04
Valor Patrimonial por Ação - VPA	4,07	4,47	4,73	5,00	5,63	5,99	6,17	6,05
Preço/Lucro - P/L	42,44	59,51	54,72	84,64	18,96	36,64	44,42	190,58
Preço/Valor Patrimonial - P/VPA	4,89	5,71	5,33	5,91	2,23	2,40	1,39	1,27

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2017).

Ao observar os dados anteriores se percebe uma queda considerável no valor da ação da Ser Educacional ao longo do período analisado, em comparação com as outras empresas analisadas. Além disso, no 4T de 2015 o índice do lucro por ação, que é resultado da divisão entre o Lucro Líquido e o número de ações, apresenta um valor de R\$ 0,04, assim como o preço por lucro (R\$ 190,58), que é resultado da divisão entre a cotação da ação pelo lucro apresentado. Isso demonstra que a empresa está remunerando

o seu acionista em relação ao seu Lucro Líquido, pois para cada ação que o acionista possui ela o remunera em R\$ 0,04.

Já em relação ao Valor Patrimonial por ação, a Ser Educacional apresenta neste mesmo período o valor de R\$ 6,05, cujo valor é calculado a partir da divisão entre o Patrimônio Líquido e a quantidade de ações. O preço por Valor Patrimonial, que é a divisão da cotação da ação pelo Valor Patrimonial por ação, apresenta R\$ 1,27.

#### **4. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente capítulo buscou realizar uma análise comparativa do desempenho das ações das companhias de capital aberto brasileiras do setor educacional, presentes na BM&FBovespa, ao visualizar o impacto das políticas públicas educacionais, no desempenho das ações dessas empresas. Destacamos a ação governamental em relação às novas regras para obtenção do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies) impactou fortemente no setor educacional da Bolsa de Valores. Outras ações governamentais não foram relevantes no período de análise deste estudo.

As novas regras ditadas pelo Ministério da Educação no final de 2014 tiveram como justificativa o gasto desenfreado do Governo Federal com os contratos dos Fies, os quais foram reduzidos em 50% em 2015, passando de 4,8 bilhões de reais para 2,5 bilhões de reais, e assumiram novos critérios. Dessa forma, cerca de 1,9 milhão de estudantes de instituições privadas de ensino superior, beneficiados com o programa, passaram a ter dificuldade em renovar seus contratos, pois o teto máximo estipulado pelo governo foi de 6,4%, enquanto que as instituições de ensino superior exigem um aumento

de 10%. Com isso muitos estudantes não conseguiram aderir ao Fies.

As mudanças das regras do Fies foram estabelecidas por meio da Portaria Normativa MEC n. 21, de 26 de dezembro de 2014, da Portaria Normativa MEC n. 23, de 29 de dezembro de 2014, as quais limitaram novas adesões e restringiram a sua oferta a milhares de estudantes. Como consequência, as ações das empresas de educação caíram em função dos novos critérios para obtenção do crédito estudantil.

A situação abalou o mercado de ações dos grandes grupos educacionais, Ser, Kroton, Estácio e a Anima Educação. Ao ser divulgada a notícia das mudanças governamentais o programa respondia por 49% das receitas totais da Ser, 44% da Kroton, 40% da Estácio e 38% da Anima.

As consequências foram imediatas e já no primeiro pregão da Bovespa, em 2015, as ações da Estácio e da Kroton estavam entre as principais perdas, com queda de 7,22% e 4,8%, respectivamente. No Ibovespa, naquele mesmo período, as ações da Anima Educacional caíram 5,09% e as da Ser perderam 7,4%.

Historicamente, até o final do ano de 2014 as empresas do setor educacional da Bolsa de Valores brasileira eram consideradas defensivas, mesmo que os cenários no campo político e econômico brasileiros apresentassem muitas incertezas. No final do ano de 2014, porém, a visão do mercado mudou em relação às ações, o ano de 2015, iniciou com fortes quedas nos valores dos papéis das empresas do setor.

As empresas que mais sentiram o impacto desta notícia foram a Anima e a Ser Educacional, o que se explica por serem menores que a Estácio e a Kroton, mas também, porque atuam mais no ensino

presencial, enquanto, as suas concorrentes maiores, têm uma atuação maior no ensino a distância. A partir da leitura das informações trimestrais das empresas, pode-se perceber também que a Estácio e a Kroton adotaram uma política de independência dos valores provenientes do Financiamento Estudantil, muito por parte de atrasos de repasse, enquanto, Anima e Ser Educacional tem certa dependência dos recursos do benefício.

A partir da análise estatística percebemos a correlação existente entre as empresas desse mesmo setor, que é de moderada a forte positiva, e as que possuem maior correlação são a Anima/Kroton e Estácio/Kroton. Quando comparadas ao Índice Bovespa, a variável que tem maior associação com o índice é a ESTC3, que mesmo assim, apresenta uma correlação fraca positiva de  $r = 0,49050519$ .

As correlações explicam, portanto, que as ações das empresas estudadas sofrem proporcionalmente os impactos das políticas governamentais em relação aos Programas Governamentais Educacionais, conforme pode ser observado graficamente no capítulo dos Resultados.

A Análise Fundamentalista auxiliou para visualizar a dificuldade que algumas empresas enfrentaram ao ser divulgada a Portaria Normativa nº 21, de 26 de dezembro de 2014, que alterou as regras para obtenção do Fundo de Financiamento Estudantil. O mercado reagiu a esta notícia e a queda das ações foi significativa, uma vez que, a incerteza em relação ao número de alunos que conseguiriam obter o Fies era grande, assim como o risco em relação à inadimplência daqueles que optariam por continuar no Ensino Superior, sem o auxílio do benefício.

Os cálculos dos indicadores financeiros demonstraram que até o final de 2014 as empresas objeto de estudo possuíam boa saúde financeira, e justificavam a boa visão que o mercado possuía do setor educacional. Após a virada de ano, entretanto, os indicadores tiveram quedas consideráveis ao longo do ano de 2015, principalmente aquelas empresas que possuíam certa dependência dos recursos provenientes do Fundo de Financiamento Estudantil.

Ao concluir o estudo pode-se afirmar que os objetivos foram alcançados, pois o mercado de ações foi conceituado e fundamentado teoricamente, da mesma forma que as metodologias adotadas para verificar o desempenho das ações no objeto de estudo. Ademais, as políticas educacionais relevantes que impactaram no setor, foram identificadas e comparadas com o desempenho das organizações.

## 5. REFERÊNCIAS

ANIMA EDUCAÇÃO. Disponível em: <http://www.animaeducacao.com.br/>. Acesso em: 6 jun. 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/>. Acesso em: jun. 2017.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: jun. 2017.

ESTÁCIO. Disponível em: <<http://www.estacio.com.br/>>. Acesso em: jun. 2017.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

\_\_\_\_\_. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

KROTON. Paixão por educar. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 6 jun. 2016.

SER EDUCACIONAL. Disponível em: <<http://www.sereducacional.com/>>. Acesso em: jun. 2017.

YAHOO FINANÇAS BRASIL. Disponível em: <<https://br.financas.yahoo.com/>>. Acesso em: jun. 2017.



**More  
Books!** 



**yes**  
**I want morebooks!**

Buy your books fast and straightforward online - at one of the world's fastest growing online book stores! Environmentally sound due to Print-on-Demand technologies.

Buy your books online at  
**[www.get-morebooks.com](http://www.get-morebooks.com)**

---

Compre os seus livros mais rápido e diretamente na internet, em uma das livrarias on-line com o maior crescimento no mundo! Produção que protege o meio ambiente através das tecnologias de impressão sob demanda.

Compre os seus livros on-line em  
**[www.morebooks.es](http://www.morebooks.es)**

SIA OmniScriptum Publishing  
Brīvības gatve 197  
LV-103 9 Rīga, Latvia  
Telefax: +371 68620455

[info@omniscrptum.com](mailto:info@omniscrptum.com)  
[www.omniscrptum.com](http://www.omniscrptum.com)

OMNIScriptum



