

Mercados Emergentes: Passado, Presente e Futuro

Após uma sequência de crises nos anos noventa, na década seguinte o conjunto de economias classificadas como emergentes parecia ter superado as fragilidades econômicas e pavimentado o caminho para a prosperidade. A trajetória de convergência acelerada para níveis de renda *per capita* observados em países desenvolvidos parecia ter engrenado de vez. Com a ascensão da economia chinesa – capitaneada pelo ingresso na Organização Mundial do Comércio em 2001 – e o conseqüente *boom* de commodities, o ambiente externo tornou-se bastante favorável para as economias emergentes com a forte entrada de capital estrangeiro acompanhada de apreciação cambial, a expansão da renda, a estabilidade política e o crescimento econômico robusto.

Entretanto, recentemente, os questionamentos em relação às economias emergentes voltaram à tona e o pessimismo parece ter retornado. A queda no preço das commodities, os excessos da última década – resultando em elevado grau de alavancagem em alguns casos – e dúvidas a respeito da sustentabilidade do modelo de crescimento aparecem como os principais catalisadores desta mudança de humor. Nesta carta pretendemos analisar a evolução das economias emergentes e avaliar os desafios para os próximos anos.

Definição

Antes de prosseguir é relevante responder à seguinte pergunta: afinal o que caracteriza uma economia emergente? A resposta simples é que não existe uma definição estrita e exata, mas sim um conjunto de características em comum. Em linhas gerais são economias com renda *per capita* sensivelmente mais baixa e com taxas de crescimento mais elevadas do que as economias desenvolvidas.

Contudo, vale ressaltar que a dispersão dentre os países englobados na categoria não é desprezível, com exemplos de economias de renda *per capita* mais elevada que alguns países desenvolvidos (vide Coreia do Sul), e com taxas de crescimento do PIB *per capita* mais baixas (Brasil nesta década). Além disso, outra diferença é o impacto da valorização das commodities, com alguns emergentes exportadores líquidos se beneficiando da alta dos preços, enquanto outros emergentes, importadores (em geral de petróleo), acabam sofrendo. Por fim, outras divergências podem ser observadas no grau de desenvolvimento das instituições públicas, sistema político, e a diversificação da estrutura econômica.

A expressão “mercados emergentes” surgiu em 1981, durante uma conferência do International Finance Corporation (IFC), um braço do Banco Mundial, com o intuito de criar uma nomenclatura menos negativa do que “economias subdesenvolvidas”, costumeiramente aplicada a todas as economias de renda *per capita* mais baixa, e com esta desvinculação tentar atrair mais investimentos para estes países.

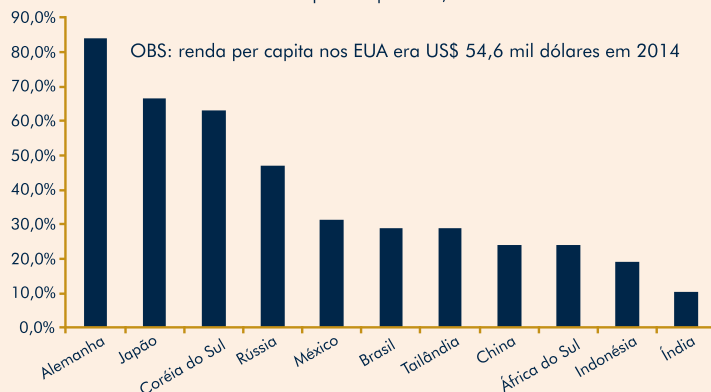
Ao longo dos anos a expressão foi se consolidando, e estas economias foram ganhando relevância no cenário econômico global. Alguns dados ilustram esta transformação: durante a década passada, a participação das economias emergentes no PIB global apresentou crescimento impressionante, por exemplo, quando medimos pela taxa de câmbio corrente, esta participação praticamente dobrou, alcançando 37% em 2015; considerando o câmbio ajustado pela paridade do poder de compra (PPP), o montante chega a 52%, também tendo mostrado expansão

significativa no período¹. Em termos populacionais, os emergentes correspondem a 70% do mundo, e a taxa de crescimento da população tem sido em média mais de duas vezes superior à dos países desenvolvidos, dinâmica esta que deve continuar ainda por muitos anos².

Como comentado anteriormente, o contraste entre os países emergentes é relevante. Em particular, há grande variância no nível de renda *per capita*. No gráfico abaixo é apresentada a renda *per capita* em alguns países selecionados. Aqui ajustamos a renda para o nível observado nos EUA, de forma a facilitar o entendimento. Alguns países emergentes apresentam nível elevado de renda, como é o caso da Coreia do Sul, cujo patamar é análogo ao da Itália, enquanto outros ainda se encontram em nível muito baixo, como a Índia.

Renda per capita como % dos EUA

câmbio ajustado pela PPP, 2014



Fonte: Banco Mundial

Taxa de crescimento do PIB per capita Média por períodos, em dólar ajustado por PPP

	Década 1990	Década de 2000	2010 a 2014
Brasil	3,1%	4,6%	2,3%
Rússia	-1,6%	11,6%	4,6%
Índia	5,7%	8,1%	5,5%
China	11,5%	12,2%	7,4%
África do Sul	1,6%	4,2%	2,0%
México	5,5%	3,5%	3,2%
Coreia do Sul	7,7%	5,3%	2,4%
Tailândia	5,5%	6,2%	3,4%
Indonésia	4,7%	6,1%	4,9%

Fonte: Banco Mundial

Além das diferenças em relação ao nível inicial da renda *per capita* na década passada, o ritmo de crescimento também é bastante divergente. As economias asiáticas aparecem como destaque positivo de expansão, enquanto as latino-americanas, em particular México e Brasil, mostram taxas de crescimento mais modestas.

Ao mesmo tempo, o ambiente externo favorável e a euforia com o futuro dessas economias resultou em um forte fluxo de entrada de recursos. Houve forte aceleração dos investimentos estrangeiros diretos em países emergentes, principalmente na segunda metade da década passada. Comportamento análogo foi visto nos fluxos de renda fixa e renda variável.

¹Fonte: Oxford Economics.

²Fonte: Oxford Economics. Inclui apenas países classificados como emergentes, e não demais economias em desenvolvimento; incluindo estes países, o total chegaria a 86% da população global.

Essa enxurrada de recursos resultou em forte pressão para a apreciação das moedas destes países. Consequentemente, houve significativa acumulação de reservas, o que ajudou a amenizar esta pressão. Tomando apenas o conjunto de países denominados como BRICS³, o total de reservas adquiridas na década passada totalizou US\$ 3,2 trilhões, e no final de 2014 se encontrava em US\$ 5 trilhões.

Por fim, as economias emergentes também se tornaram uma classe de ativos relevante. Por exemplo, o *market cap* das empresas emergentes no índice global de ações MSCI ACWI subiu de 6% no início da década passada para próximo de 14% em 2010, tendo recuado recentemente para cerca de 10%.

Frontier Markets

Outra categoria de países em desenvolvimento que surgiu na década de noventa é chamada de “frontier markets”. Em geral, trata-se de um conjunto de países com duas características: (i) estágio de desenvolvimento menos avançado que os emergentes, refletido, por exemplo, em renda *per capita* mais baixa; (ii) mercados financeiros menos desenvolvidos, e, portanto, menos líquidos.

A maioria dos países classificados nesta categoria encontra-se na África e no Oriente Médio. Entretanto, da mesma forma que na classificação de emergentes, nem todos os membros apresentam o mesmo conjunto de características. Por exemplo, a Argentina está presente em vários índices financeiros que agregam “frontier markets”, mesmo se tratando de um país com renda *per capita* mais elevada que Índia ou China.

Os anos 1990 – Crises

Embora as décadas anteriores também não tenham sido fáceis para as economias emergentes – tivemos a “década perdida” na América Latina – os anos noventa também foram traumáticos. Após um início de década tranquilo e promissor, com várias economias colhendo os benefícios de reformas estruturais adotadas nos anos anteriores, tais como abertura comercial, reforma fiscal e liberalização financeira, a turbulência começou no México em 1994. Em sequência, tivemos a crise asiática de 1997, seguida da crise russa em 1998. O contágio se espalhava pelos emergentes, gerando desestabilização de fluxos de capitais e impacto econômico.

Ainda que cada caso tenha sua particularidade, as raízes das crises têm vários pontos em comum. Em primeiro lugar, quase todas as economias praticavam um regime de câmbio fixo em relação ao dólar americano. Apesar da desaceleração dos níveis de inflação em relação ao observado na década anterior, estes ainda eram mais elevados do que nos EUA, resultando, portanto, em uma apreciação do câmbio em termos reais. Esta perda de competitividade, somada à rápida expansão da demanda agregada, se refletia na ampliação dos déficits em conta corrente, fenômeno que foi observado em praticamente todos os casos⁴.

Em segundo lugar, todas as economias observaram forte influxo de capitais nos anos anteriores à crise. O otimismo com as reformas e o diferencial de juros favorável atuavam como fatores de atração de recursos. Nos casos do México e da Rússia, grande parte da entrada de recursos externos se direcionou a títulos da dívida interna, com a proporção de papéis de curto prazo detidos por investidores estrangeiros alcançando 66% no México e 30% na Rússia⁵. No caso asiático, o problema foi mais concentrado no setor financeiro, com os bancos canalizando recursos captados no exterior para o setor privado doméstico e, em muitos casos, deixando um tóxico descasamento entre ativos e passivos, reflexo da regulação financeira ainda rudimentar.

³Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

⁴A razão para a ampliação dos déficits em conta corrente, entretanto, não era a mesma. Enquanto no México e na Rússia tratava-se de um caso de poupança interna relativamente baixa, no caso asiático o problema era um ritmo de investimento muito elevado, com os percentuais da formação bruta de capital fixo em relação ao PIB ultrapassando 50% em vários países.

⁵The Mexican Peso Crisis, Joseph A. Whitt, Jr., Economic review, Federal Reserve Bank of Atlanta. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998, Abigail J. Chiodo and Michael T. Owyang

Outro ponto em comum nos casos do México e da Rússia era a elevada dependência destas economias ao preço do petróleo. Além do impacto direto nas contas externas, as receitas públicas eram também bastante impactadas. Em ambos os casos os ciclos de queda da commodity serviram como uma força adicional de pressão, acelerando a crise.

Por fim, casos de instabilidade política também ajudaram no descontrole. No México tivemos uma série de assassinatos de membros relevantes do governo – inclusive do candidato mais provável a se eleger nas próximas eleições presidenciais – enquanto na Rússia o presidente demitiu todo o governo de maneira inesperada.

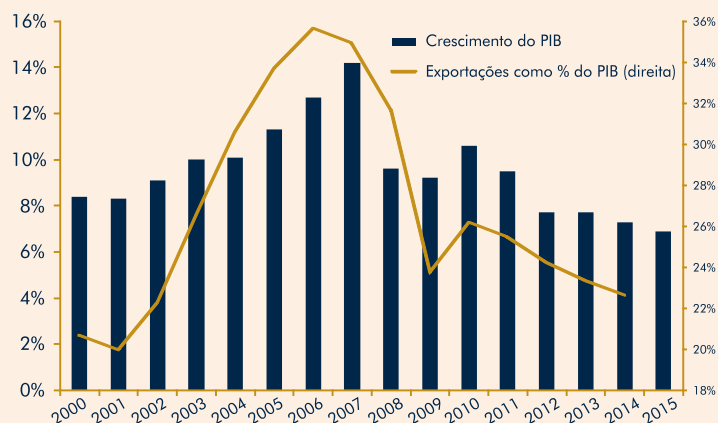
O desfecho da crise na maioria dos casos foi parecido e seguiu, em linhas gerais, o seguinte cronograma: (i) fuga de capitais; (ii) tentativa de defesa do regime de câmbio fixo, com venda de reservas e elevação da taxa de juros; (iii) fracasso e flutuação do câmbio; (iv) dificuldades para honrar pagamentos, seja no setor público ou no setor privado; (v) pacotes de auxílio financeiro.

Década de 00s – A ascensão da China

O período de reformas econômicas na China iniciou-se no final da década de 1970, na gestão do presidente Deng Xiaoping, englobando desde reformas no setor agrícola à modernização das empresas públicas. Entretanto, o evento considerado mais relevante para a consolidação do país como uma potência econômica foi o ingresso na Organização Mundial do Comércio, em novembro de 2001. A principal condição imposta para a aceitação do país, e que coincidia com a intenção da liderança do governo chinês, era a abertura da economia, forçando a modernização e reorganização do sistema produtivo do país, que seria acelerada pela exposição à concorrência internacional.

Nos anos seguintes a economia chinesa passou por um período de expansão acelerada. O crescimento médio do PIB *per capita* acelerou para 16,9% no período de 2002 a 2007, ante 10,9% observado ao longo da década de 1990. O principal motor do crescimento do país foi o setor externo, com as exportações crescendo 23,6% por ano e alcançando 35% do PIB, um aumento de 17p.p. em relação ao visto na virada da década.

China: crescimento e exportações



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Essa forte expansão do setor exportador trouxe consigo uma demanda por mais investimentos, tanto em capacidade produtiva como em infraestrutura. Como a maioria das economias asiáticas, a participação da formação bruta de capital fixo no PIB (que pode ser vista como investimentos para aumentar a capacidade produtiva da economia) já era elevada, mas mesmo assim o crescimento médio ao longo do período 2002-2007 acelerou 3p.p. para 13,6%. Após a crise de 2008-2009, com o gigantesco estímulo fiscal/monetário que alcançou cerca de US\$ 4 trilhões a participação no PIB alcançou impressionantes 48% PIB.

A contrapartida desta aceleração do crescimento chinês foi a explosão da demanda por commodities. Alguns números ilustram este fenômeno. No final da década passada o volume de importações de minério de ferro havia se multiplicado por 11, o de petróleo por 6 e o de cobre por 5. Essa impressionante expansão levou a uma forte alta no preço das commodities, beneficiando os países exportadores, muitos deles emergentes.

Esse choque positivo nos termos de troca dos exportadores de commodities, que se estendeu basicamente por toda a década – sendo interrompido momentaneamente na crise financeira de 2008/2009 – teve como desdobramento uma melhora expressiva nos saldos em conta corrente dos emergentes. Além disso, o choque positivo de renda teve desdobramentos não apenas no setor exportador, mas também no restante da economia, permitindo uma reaceleração do crescimento e melhora das contas fiscais, que em muitos países são bem dependentes de preço de commodities.

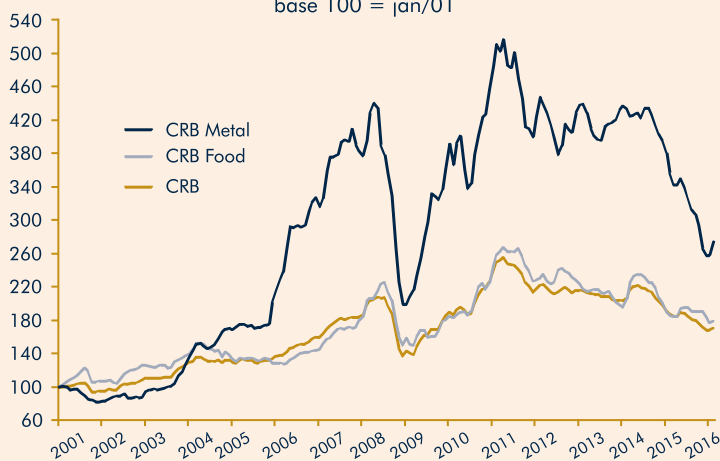
Todo este cenário deu início a um longo período de *overperformance* das moedas emergentes e, principalmente a partir da segunda metade da década, com o ambiente de liquidez internacional mais favorável, permitiu grande acumulação de reservas por parte dos bancos centrais.

A combinação de crescimento mais forte com contas correntes bem comportadas e reservas crescentes contrastava com as crises da década anterior, dando a impressão de que a convergência dos emergentes para níveis de renda *per capita* de países desenvolvidos seria acelerada e sem percalços. Os mercados emergentes se tornaram uma classe de ativos muito atraente, estimulando fluxos para investimentos direto, ações e títulos de renda fixa.

A explosão do preço das commodities, em particular as metálicas, foi impressionante. No período de 2002-2007 o índice CRB Metals subiu 332%; após breve interrupção com a crise, em 2010 a trajetória de alta foi retomada – refletindo o estímulo chinês – com a média de 2011 se situando 25% acima do nível visto quatro anos antes. Durante este mesmo período, as moedas emergentes seguiram trajetória de valorização quase ininterrupta.

Commodities: Índice CRB

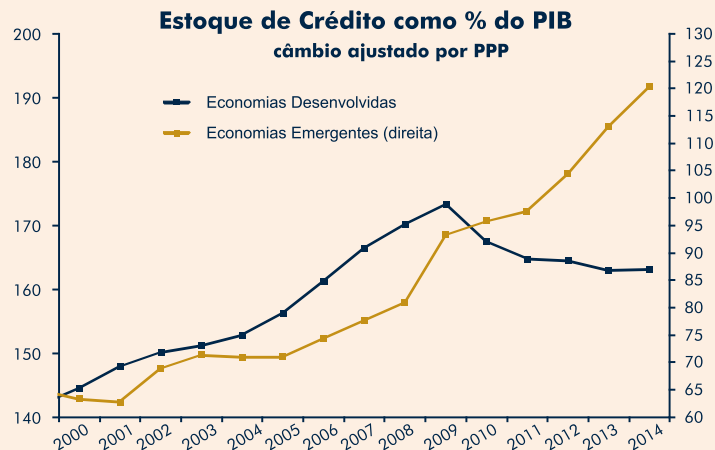
base 100 = jan/01



Fonte: Bloomberg

Em paralelo, esta euforia somada ao ambiente global de juros baixos, e posteriormente de liquidez abundante, teve como subproduto uma elevação significativa da alavancagem do setor privado destas economias. Usando dados do BIS (Bank of International Settlements), o endividamento privado dos emergentes subiu 9p.p. do PIB no período de 2002-2007, uma média pouco abaixo de 2p.p. por ano. Após a crise financeira de 2008/2009, houve grande aceleração deste endividamento: 42p.p. de alta entre 2007-2014, uma média de 6p.p. por ano, alcançando o total de 120% do PIB dos emergentes⁶.

⁶Usando câmbio ajustado pela PPP.



Fonte: Bank for International Settlements (BIS)

Parte relevante deste aumento de alavancagem foi observada na China. Conforme comentamos, a resposta do governo chinês à ameaça de desaceleração desordenada após a eclosão da crise do subprime foi o anúncio de um agressivo pacote de estímulos. A maior parte deste pacote foi canalizada via crédito de bancos públicos, resultando em um aumento de 49p.p. no estoque de crédito bancário / PIB, que alcançou 142% em 2014. Considerando também o mercado de crédito paralelo (*“shadow banking”*), o aumento foi ainda mais impressionante: +76p.p. para 193% do PIB.

Embora esse estímulo tenha impulsionado o crescimento da economia, efeitos colaterais vêm aparecendo ao longo dos últimos anos. Com o crédito farto e a restrição de instrumentos de investimento no país, o preço de imóveis em várias cidades passou a exibir sinais de bolha e, nos últimos anos, o governo central tem atuado para conter alguns excessos. Além disso, a contínua expansão do investimento ao longo dos anos aliada à moderação do crescimento da economia global levou a uma situação de excesso de capacidade no setor industrial. A contínua deflação no índice de preços ao produtor chinês, que já dura 5 anos, é um dos mais claros sintomas. A realização de investimentos com taxas de retorno abaixo do custo de capital não é uma novidade, tendo sido uma das causas da crise asiática de 1997.

Nos últimos anos, buscando um modelo de crescimento mais sustentável e balanceado, a liderança do governo chinês iniciou uma mudança de foco do investimento para o consumo. Por mais que os dados recentes mostrem que este processo está em curso, o andamento é naturalmente lento e dois efeitos diretos e inevitáveis, já são observados: (i) tendo em vista a menor produtividade do setor de serviços em relação à indústria, o ritmo de crescimento observado se reduz; (ii) com menor investimento, a demanda por commodities industriais também se reduz.

Com esta desaceleração, que ocasionou uma menor demanda por commodities, a situação dos emergentes começou a se reverter. Após oscilar sem muita direção desde 2012, as commodities iniciaram uma forte queda a partir do segundo semestre de 2014, impulsionadas também pelo fortalecimento global do dólar americano, resultando em deterioração relevante dos termos de troca dos países emergentes e, conseqüentemente, tendo impacto nas taxas de câmbio. Para boa parte das moedas emergentes, toda a valorização da década já havia sido revertida até o final de 2015.

Embora a posição dos emergentes de uma maneira geral seja menos frágil do que na véspera das crises financeiras anteriores – regulação bancária mais desenvolvida, acúmulo de reservas ao longo dos anos, câmbio flutuante ajustando a conta corrente, alongamento do prazo das dívidas – o modelo de crescimento baseado na expansão do crédito e beneficiado pelo choque positivo de termos de troca parece ter se esgotado. A necessária desalavancagem, seja do setor privado ou do setor público (este último é, por exemplo, o caso do

Brasil), impõe a necessidade de recomposição das taxas de poupança, o que tende a restringir o crescimento, em particular em um ambiente de atividade global que não exibe mais a mesma pujança da década passada. Juntamente com a desaceleração do mundo desenvolvido, o crescimento do PIB *per capita* das economias emergentes mostrou desaceleração significativa nos últimos quatro anos.

Vale ressaltar que a expansão do endividamento emergente nos últimos anos guarda alguma semelhança com o observado nas economias desenvolvidas até a crise financeira de 2008/2009, que foi seguida por um longo período de desalavancagem, tanto no setor privado, como nos EUA, ou no setor público, como na Europa.

Além disso, podemos observar uma dinâmica comum tanto nas crises da década passada quanto na atual conjuntura de decepção com as expectativas em relação às economias emergentes. Na verdade, tal dinâmica é inerente à própria definição de um ciclo econômico.

No início o desempenho econômico vai bem, as perspectivas são promissoras e as firmas planejam expansão para atender ao aumento de demanda esperado para o futuro. Em seguida, o otimismo se espalha e a aversão a risco diminui, gerando um aumento da oferta de recursos, canalizados pelo setor financeiro. Este movimento é, em geral, acompanhado pela alta no preço das commodities, tão relevantes para muitas economias emergentes.

Eventualmente, surge a percepção de que a trajetória recente de prosperidade pode ser estendida indefinidamente e a possibilidade de reversão deixa de ser levada em consideração. Projetos de investimento com taxas de retorno mais baixas do que o custo de capital são levados adiante. Ao longo do tempo, a desaceleração econômica força o reconhecimento da insustentabilidade destes investimentos, levando à inadimplência. A aversão a risco se eleva, as taxas de juros sobem e o crédito se torna mais escasso, realimentando a desaceleração da atividade. Embora o grau de intensidade dos ciclos econômicos seja diferente, esta dinâmica se repete década após década e o caso atual, com suas particularidades, se encaixa nesta narrativa.

Perspectivas

Dito isso, qual seria a estratégia adequada para que as economias emergentes retomem a trajetória de expansão da renda *per capita* na direção de economias avançadas de forma mais rápida? Conforme vimos, há uma grande divergência entre as características dessas economias e, portanto, não há uma resposta que se adeque a todos os casos. Além disso, na medida em que a renda *per capita* vai

se expandindo, manter o mesmo ritmo de crescimento torna-se uma tarefa mais complicada, principalmente quando os “*low hanging fruits*” já foram colhidos, como desenvolvimento do mercado de crédito, urbanização e formalização da mão de obra.

Entretanto, a literatura econômica identifica um conjunto de pré-requisitos básicos. Em primeiro lugar, são necessárias instituições públicas sólidas que provejam segurança jurídica, garantias à propriedade privada, igualdade de oportunidades e provisão de serviços públicos básicos para o funcionamento da sociedade. Podemos chamar estas de instituições públicas inclusivas, que em geral estão associadas a sistemas políticos que não são dominados por grupos de interesse específicos. E um subproduto destas instituições é a criação de um mercado inclusivo, com livre competição e participação dos agentes⁷.

Em diferentes graus, é razoável supor que uma parte das economias emergentes atende pelo menos parcialmente às definições acima – o que não é o caso na maioria dos “*frontier markets*” –, e que o nível de renda *per capita* está correlacionado positivamente com a qualidade das instituições. O que faltaria? Uma gestão macroeconômica responsável, baseada no tripé macroeconômico de política fiscal adequada, metas de inflação e câmbio flutuante, juntamente com uma regulação adequada são indispensáveis, como as lições das crises do passado evidenciam. Para o futuro, o desafio é navegar pelo necessário período de desalavancagem, corrigir desequilíbrios macroeconômicos e aperfeiçoar o ambiente de negócios. ■

⁷ Why Nations Fail. Daron Acemoglu and James Robinson, 2013

Referências:

A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. Abigail J. Chiodo and Michael T. Owyang, 2002

Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles. Ruchir Sharma, 2013

The Impact of Joining WTO on China's Economic, Legal and Political Institutions. Gregory C. Chow, 2001

The Mexican Peso Crisis. Joseph A. Whitt, Jr., Federal Reserve Bank of Atlanta, 1996

The Most Important Thing. Howard Marks, 2011

What caused the Asian currency and financial crisis?. Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, 1999

Why Nations Fail. Daron Acemoglu and James Robinson, 2013

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

Turim *Family Office & Investment Management*

*Gerenciamento ativo e em tempo integral das diversas situações que envolvem
a estratégia de longo prazo de uma família*

A Turim está abrindo um escritório em Londres com o objetivo de melhor atender as demandas de seus clientes no que diz respeito a investimentos internacionais.

A Turim é a única representante da América do Sul na Wigmore Association, uma parceria entre Family Offices internacionais com o objetivo de compartilhar conhecimento sobre gestão de patrimônio. Essa é uma associação de trabalho, não envolvendo participação societária.



Rio de Janeiro (21) 2259-8015
São Paulo (11) 3071-3329
Belo Horizonte (31) 3347-8353
www.turimbr.com



Muitas vezes, nos deparamos com problemas cuja solução passa por tomar decisões em que necessitamos de algum tipo de previsão. Decisões sobre comprar uma casa, mudar de emprego, fazer investimentos e mudar-se de domicílio são alguns exemplos de como todos nós fazemos previsões constantemente ao longo de nossas vidas. Nesta carta tentaremos explorar uma abordagem que pode ser aplicada ao processo de previsão e pode nos ajudar a tomar melhores decisões.

“A principal questão em ambos os contextos é entender se um caso de previsão ou tomada de decisão é tratado como único, ou se faz parte de um conjunto de problemas similares”¹

Nesse sentido, vamos utilizar dois conceitos explorados por Daniel Kahneman e Dan Lovallo² em seu trabalho de 1993³, chamados de *Inside View* e *Outside View* ou “visão de dentro” e “visão de fora”, em uma tradução livre.

Essas são basicamente duas maneiras distintas de enxergar um mesmo caso. A “visão de fora” ignora fundamentalmente os detalhes do problema. Michael Mauboussin, em um texto sobre como melhorar nossa capacidade de julgamento e previsão, ressalta que, em muitos casos, devemos nos esforçar para conseguirmos ter essa “visão de fora”. O autor sugere que nos afastemos dos detalhes da situação, tratando o caso sob o ponto de vista estatístico.

A “visão de dentro”, por outro lado, é pautada nas características específicas daquele caso e não é comparada de maneira ampla com outros. Essa visão tenta entender como cada variável específica daquele caso pode influenciar o resultado.

É natural que sejamos “arrastados” diretamente para a “visão de dentro”. Afinal, a mesma funciona com mais eficácia quando uma situação é única. Neste caso, as estatísticas de outros eventos não refletem aquela situação específica. O grande problema é que muitas vezes a nossa mente nos engana em relação à excepcionalidade de determinadas situações. Dois exemplos que ilustram bem esse viés são (i) os empreendedores em relação a seus novos negócios; e (ii) os pais em relação aos seus filhos adolescentes. No primeiro caso, quando perguntados sobre a probabilidade que atribuem ao sucesso⁴ de seus negócios, 80% dos empreendedores atribuem 70% ou mais de chance de terem sucesso. O fato é que a porcentagem de novos negócios que sobrevivem pelo menos cinco anos é de 33%, o que comprova a superestimação da excepcionalidade pelos empreendedores, talvez gerada pelo otimismo. Já no

segundo caso, quando perguntados sobre a chance de sucesso profissional de seus filhos adolescentes ou até a chance dos mesmos entrarem na universidade, os pais costumam ser pessimistas, acreditando que aquela fase rebelde pode não passar, quando na maioria das vezes passa.

Por outro lado, olhar apenas através da “visão de fora” pode fazer com que não demos a devida atenção a detalhes importantes. Podemos deixar passar informações importantes que podem mostrar que aquela situação é, de fato, única e deveria ser tratada como tal. Logo, o que fazer para aperfeiçoar a eficácia do processo de previsão?

Kahneman e Lovallo defendem que o ideal seria equilibrar as duas abordagens. No estudo de 1993, os autores citam o perigo de se começar uma previsão pela “visão de dentro” devido ao viés gerado pelo efeito ancoragem. Esse viés foi desenvolvido por Kahneman and Tversky (1979b), onde através de experimentos os psicólogos puderam concluir que um parâmetro inicial influencia na atribuição final de probabilidade das pessoas em diferentes situações. Eles observaram que até mesmo um número aleatório apresentado no início dos experimentos acabou interferindo nas escolhas finais dos indivíduos. No caso das previsões, começar pela “visão de dentro” pode acabar gerando uma âncora ruim, que vai acabar diminuindo a eficácia da previsão.

Daniel Gardner e Philip Tetlock, através de seu livro recente *“Superforecasting: The Art and Science of Prediction”*, apresentam um grupo de indivíduos (em vários casos pessoas comuns, algumas com ocupações como “donas de casa”, operários e professores de matemática) que apresentou capacidade de previsão consistentemente superior do que a média (até mesmo quando comparado com especialistas). Os autores do livro, corroborando a visão de Kahneman e Lovallo, falam que os *Superforecasters* – como o grupo é chamado – começam o processo de previsão pela “visão de fora”, justamente para criar uma boa âncora, e a partir dela ajustam o número pela “visão de dentro”, com os detalhes e características daquele caso específico.

“El cambio es posible”⁵?

Essa abordagem pode ser aplicada ao caso recente de mudança política na Argentina.

No dia 22 de novembro de 2015, Mauricio Macri - empresário e então prefeito de Buenos Aires - foi eleito presidente com 51,34% dos votos. Macri, em sua campanha, defendeu medidas de ajuste para revitalizar a economia, como convergência do câmbio oficial e do câmbio de mercado; negociação com os *holdouts* que detém a dívida

¹Trecho retirado e traduzido de Kahneman and Lovallo (1993)

²As ideias de *Inside View* e *Outside View* já haviam sido apresentados por Kahneman and Tversky (1973)

³“Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking”

⁴Ver *Cultivating Your Judgment Skills* – Mauboussin and Callahan (2013)

⁵Ver Copper et al. (1988) e Dun and Bradstreet (1967)

⁶Slogan da campanha à presidência de Mauricio Macri em 2015

externa argentina; diminuição e posteriormente fim dos grandes subsídios a setores da economia; aperto monetário para conter a inflação; entre outras medidas.

A vitória de Macri acabou sendo uma surpresa para muitos analistas que imaginavam que Daniel Scioli – candidato apoiado pelo governo incumbente – se elegeisse. Esses analistas provavelmente deram bastante peso à “visão de fora”, talvez devido ao histórico de continuidade de governos na América Latina.

Em um artigo de outubro de 2014 ao Financial Times, Daniel Lansberg-Rodriguez, professor de negócios da América Latina na Kellogg School of Management, escreveu sobre as eleições brasileiras daquele ano e levantou algumas informações interessantes sobre a reeleição do presidente incumbente na América Latina: “(Na América Latina) Olhando desde o século XIX, apenas dois presidentes em exercício – Daniel Ortega em 1990, na Nicarágua, e Hipólito Mejía em 2004, na República Dominicana – não conseguiram se reeleger quando concorreram.”. No caso ele estava certo e a presidente Dilma Rousseff foi reeleita.

Quando passamos para a perspectiva da “visão de dentro”, chegamos à pergunta: a situação da Argentina parecia única ou é comparável às outras situações na América Latina? Nessa hora entra a análise detalhada da situação.

Após doze anos de governos Kirchner – um mandato do Nestor e dois da Cristina –, a situação econômica da Argentina se encontrava extremamente fragilizada. Câmbio artificialmente apreciado, forte restrição de fluxo de capitais, inflação galopante, dívida externa bastante elevada (com *default* técnico), além de dados oficiais não confiáveis, foram algumas das consequências de anos de má política econômica.

Além disso, o caso argentino não era exatamente de reeleição. Daniel Scioli, apesar de apoiado pela então incumbente Cristina Kirchner, não tinha tanta proximidade com ela ou com seu governo, especialmente durante o período de eleições. No próprio artigo do FT citado anteriormente, o autor pondera que na América Latina quando a figura do incumbente está fora da disputa, o que era o caso, o partido incumbente geralmente perde a eleição (em dois terços das vezes foi assim na região).

Neste caso, portanto, um peso maior para a “visão de dentro” se revelou mais adequado.

Desde que assumiu, Macri vem implementando algumas das medidas citadas acima. Além disso, após a negociação com os *holdouts*, o governo argentino pretende voltar ao mercado de dívida estrangeiro. Por outro lado, a capacidade política relativamente frágil do governo pode tornar algumas medidas bastante difíceis de

serem implementadas. De fato, por mais que seja a maior coalizão no Congresso, o *Cambiamos*, que apoia Macri, precisa de mais 37 cadeiras para ter a maioria simples. No Senado, o FPV, coalizão que apoia Cristina Kirchner, é maioria. Além disso, algumas medidas, como diminuição dos subsídios governamentais a determinados setores, podem fazer com que a inflação suba substancialmente, gerando impopularidade entre várias partes da população.

Quais as variáveis políticas e econômicas que podem influenciar a capacidade de fazer reformas e a popularidade do presidente? A Argentina terá capacidade de pagar a dívida externa? As empresas vão abrir capital no mercado argentino? Como estará a situação política no final do mandato de Mauricio Macri, daqui a quatro anos? As métricas econômicas – como atividade, inflação, desemprego – estarão equalizadas? Macri terá condições de ser reeleito?

Essas são algumas questões a serem respondidas para quem quiser entender e melhor prever como será o cenário para Argentina nos próximos anos. Neste caso, temos um conjunto de políticas impopulares, como retirada de subsídios e controle de inflação via alta de juros, que devem provocar baixo crescimento econômico. A “visão de fora” pode sugerir que implementar importantes reformas de longo-prazo nesse contexto vai ser extremamente difícil. Por outro lado, podemos argumentar usando a “visão de dentro” que, no caso específico da Argentina, a situação econômica chegou a tal ponto que uma mudança em direção aos ajustes – ainda que impopulares no curto-prazo – geram uma expectativa de melhora que é antecipada pelos agentes econômicos, animando empresários e investidores de tal forma que os efeitos positivos se sobrepõem aos negativos rapidamente.

Neste texto, não temos a intenção de prever o cenário argentino para os próximos anos. O importante para nós, com este exemplo, é justamente ilustrar como é fundamental combinar e equilibrar a “visão de fora” (estatísticas) com a “visão de dentro” (detalhes). Como investidores, temos que entender as diferentes abordagens para a previsão de cenários futuros e minimizar os vieses no processo. Estes vieses podem fazer com que gestores e alocadores tomem riscos indevidos ou se mantenham por tempo demais em algumas posições. ■

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.



TURIM

Rio de Janeiro (21) 2259-8015
São Paulo (11) 3071-3329
Belo Horizonte (31) 3347-8353
www.turimbr.com