

## Conjuntura Macro Econômica

Apesar de os dados do setor real das economias desenvolvidas, principalmente da economia americana, assim como, mesmo que em menor grau, das economias européias e japonesa, continuarem a mostrar fortalecimento, os acontecimentos no mercado de dívida na Europa fizeram com que os riscos para um cenário benigno aumentassem de forma significativa.

Por um lado, a economia americana voltou a gerar empregos, a renda começou a dar sinais de crescimento e o setor imobiliário parece ter chegado, enfim, ao fundo do poço. Pelo outro lado, os dados de expectativas continuam a mostrar otimismo por parte das empresas. Na Europa, a taxa de crescimento do produto interno, ainda que menor do que nos Estados Unidos, se mostrou positiva, no primeiro trimestre de 2010, e o sentimento das empresas tem sinalizado uma melhora significativa. Finalmente, no Japão, o aumento do consumo, pela primeira vez em mais de 15 anos, começa a afetar a produção.

Apesar destes desenvolvimentos positivos, três fatores têm apresentado deterioração e começam a preocupar. Em primeiro lugar, a economia chinesa começa a dar sinais claros de superaquecimento e o seu governo tem adotado medidas administrativas cada vez mais no sentido de combater este fenômeno. Duas são as preocupações das lideranças chinesas: o aparecimento de uma bolha imobiliária e as pressões inflacionárias, algumas já explícitas. O problema consiste na extrema dificuldade de se fazer um “ajuste fino” na política econômica através de medidas administrativas, que são as preferidas do governo chinês. Portanto, a probabilidade de um ajuste exagerado, que reduza o crescimento do PIB acima do necessário, não pode ser desconsiderada - o que afetaria a demanda por *commodities* e, desta forma, os preços destes bens nos mercados internacionais.

O segundo fator importante é a crise da dívida grega, que começou a preocupar os mercados no início de 2010 e que se agravou substancialmente, tendo se transformado em uma crise européia. A União Européia (EU) e o Banco Central

Europeu (BCE) anunciaram um pacote de ajuda de quase US\$ 1 trilhão para os países que tiverem dificuldades de financiar suas dívidas. Além disso, o BCE passou a comprar títulos destes países, para assim, tentar reduzir os spreads de juros e, desta forma, o custo de refinanciamento das dívidas.

A questão que se coloca é se a Grécia e outros países europeus - como Portugal, Espanha, Irlanda, Itália, entre outros - serão capazes de honrar seus compromissos financeiros sem ter que reestruturar suas dívidas. O problema é que todos eles têm uma relação dívida/PIB e *déficits* públicos como proporção de seus respectivos PIB's elevados. Isso significa que o aumento de impostos e/ou o corte de gastos fundamentais que geram os recursos necessários para honrar seus compromissos são vistos por muitos analistas como praticamente impossíveis de serem realizados.

Por outro lado, caso um ou mais destes países tenham que reestruturar suas dívidas, qual será o efeito sobre a saúde financeira dos bancos detentores de seus títulos e sobre o mercado de crédito mundial? O receio de um novo evento de colapso no mercado de crédito, como em setembro de 2008, está deixando os mercados extremamente nervosos. Este é um risco realmente importante e deverá permanecer no horizonte por algum tempo.

Finalmente, o terceiro fator são as propostas de aperto nas regras que regulam o funcionamento do mercado financeiro. Na medida em que os problemas se agravam, maiores são as pressões políticas para que as regulações sejam mais rígidas, com proibição de determinadas operações, como ocorreu recentemente na Alemanha. Como conseqüência disto, haverá uma diminuição nos lucros bancários e uma redução da capacidade dos bancos de conseguirem se re-capitalizarem após as perdas do final de 2008, diminuindo a oferta de crédito e, portanto, o crescimento no futuro.

Nossa avaliação é que, a partir do segundo semestre, a economia chinesa comece a sentir de forma mais clara os efeitos das medidas de ajuste adotadas, com redução do crescimento, o que poderá afetar a demanda por *commodities*. Entretanto, não

acreditamos que o efeito será tão forte a ponto de gerar um problema sério para a balança comercial brasileira.

As questões da Grécia e da Europa parecem ser, em nossa análise, mais sérias. Os países da periferia europeia, principalmente Grécia, Portugal e Espanha, terão mais dificuldades para fazer o ajuste fiscal. Estes são países que têm baixa produtividade, o que significa que a desvalorização do euro provavelmente não será suficiente para compensar a redução de despesas e aumento de impostos exigidos pelo ajuste fiscal. Com isto o PIB deve entrar em trajetória de crescimento negativo, o que dificulta ainda mais o ajuste.

As compras de títulos dos governos por parte do BCE constituem em uma “janela” para a saída dos bancos privados desta dívida, evitando um problema similar ao ocorrido em setembro de 2008. No final, os países terão que arcar com os custos, principalmente a Alemanha e, talvez, a França. O resultado final de tudo isto será certamente menor crescimento na Europa (a Alemanha talvez consiga se sair melhor devido à forte desvalorização do euro e ao fato de que é uma grande exportadora de produtos industriais para os Estados Unidos e para a China) e, provavelmente, crescimento negativo no segundo semestre de 2010.

Sendo assim, o cenário que se constitui é bastante difícil. Quais os efeitos sobre a economia brasileira? Os principais canais de contágio são o comércio e o mercado de crédito. No comércio, China e Europa são os dois principais parceiros comerciais do Brasil, após a América Latina. Portanto, o menor crescimento da China e da Europa afeta a balança comercial brasileira na medida em que gera pressão baixista sobre os preços de commodities, principalmente minérios, e reduz as exportações brasileiras para a Europa. Por outro lado, a desvalorização do euro aumenta a competitividade da Alemanha e da Europa em geral, e aumenta suas exportações para o Brasil e para o resto do mundo (China e EUA). Isso significa um menor *superávit* na balança comercial e maior *déficit* em conta corrente.

O crescimento da economia brasileira está, fundamentalmente, baseado em aumento da demanda interna (consumo mais investimentos) que está

crescendo muito mais rapidamente do que a oferta. O aumento da aversão ao risco decorrente do cenário internacional descrito acima, vai exigir uma redução importante da taxa de crescimento da demanda, para evitar pressões inflacionárias vindas de uma possível desvalorização da taxa de cambio, caso não haja uma substancial redução da oferta de crédito para o país. O que indica um cenário de menor crescimento, pressão inflacionária e aumento de juros nos próximos meses. O risco para este cenário é que a questão da dívida europeia gere um colapso no mercado de crédito internacional similar ao que aconteceu em setembro de 2008. Mas isto nos parece pouco provável, no momento.

**JOSÉ CLÁUDIO SARDINHA** - Sócio Diretor da Valormax Consultoria Financeira.