

Economia Mundial – A Melhora nos Mercados e os Fundamentos Macroeconômicos

O ano de 2012 teve início de forma bastante positiva nos mercados de ações, commodities e bônus, em quase todas as economias do mundo. A pergunta mais relevante, como sempre, é sobre as perspectivas: essa tendência é sustentável? E a única forma de tentar respondê-la é procurando avaliar até que ponto esse movimento se apóia numa melhora consistente dos fundamentos macroeconômicos.

Dada a gravidade e duração da crise, ao final de 2011 os preços das ações no mundo estavam fortemente deprimidos e os prêmios de risco em geral muito elevados. Num ambiente de grande liquidez e taxas de juros reais excepcionalmente baixas isto favorece sobremaneira a ocorrência de movimentos que refletem a tentativa dos agentes econômicos de se *anteciparem* a sinais de melhoras nos fundamentos. Mas isso torna também mais elevado o risco de frustrações. Essas frustrações já ocorreram várias vezes ao longo dessa crise, o que se traduz também como um aumento da volatilidade. Desta vez será diferente?

O que se pode afirmar – adiantando a conclusão, antes de justificá-la – é que o movimento dos mercados nesse início de ano é perfeitamente justificado, quando compreendido dessa forma: como uma tentativa de se antecipar, frente a alguns sinais suficientemente animadores – particularmente na economia americana. Mas ainda são enormes os desafios para superação da crise na Europa, enquanto se acumulam motivos para cautela quanto ao risco de diminuição significativa na taxa de crescimento da economia chinesa.

Estados Unidos

Especialmente ao longo dos últimos dois meses os indicadores correntes e antecedentes da atividade econômica nos Estados Unidos têm vindo positivos, em geral superando as expectativas dos analistas. E como destacou Paul Krugman em artigo recente, a essa altura já ocorreu uma redução significativa do endividamento das famílias americanas e o preço médio dos imóveis residenciais já retornou para os níveis de 2003. É uma ajuste importante, que poderá contribuir para a ocorrência de um círculo virtuoso de sustentação da demanda agregada do setor privado.

Já a taxa de desemprego ainda em nível próximo das

máximas recentes e a ausência de um plano crível para lidar com o desequilíbrio fiscal no médio e longo prazo, são os fatores que atuam no sentido contrário. O resultado mais provável deverá ser uma recuperação lenta, mas sustentada, da atividade econômica e do emprego – o que já seria uma novidade bastante alvissareira.

Sem dúvida, o desempenho recente da economia americana por si só justificaria pelo menos uma parte da melhora recente dos mercados.

Zona do Euro

Em certo sentido se pode afirmar que o Banco Central Europeu, durante os últimos meses sob o comando de Trichet, estava sub-estimando a gravidade e o potencial da crise na Zona do Euro. Não pelo fato de estar se apegando rigorosamente ao mandato único de manter a inflação sob controle e cumprir todas as restrições dos Tratados que regulam aquela zona de integração (final, este seria mesmo o seu papel). Mas por fazer, ao que tudo indica, um diagnóstico viesado sobre o próprio balanço de riscos para a trajetória da inflação. Observe-se que o BCE *elevou* a taxa de juros ainda em 2011, e a manteve em 1,5%, significativamente acima da praticada nos Estados Unidos e no Japão.

Ao final do mandato de Trichet o sistema bancário europeu já enfrentava uma grave crise de liquidez e não era desprezível o risco atribuído pelo mercado à possibilidade de quebra de algum banco de tamanho relevante. Ou seja, o fantasma de um novo episódio Lehman Brothers vagava com certa desenvoltura entre os meandros da crise na Europa.

O italiano Mário Draghi se apresentou com um discurso que chegou a mexer ainda mais com os nervos dos mercados, sinalizando uma postura no mínimo tão rígida quanto à de Trichet. Mas suas iniciativas logo se mostraram bem mais realistas e pragmáticas. Foi assim que na primeira oportunidade ele reduziu a taxa básica de juros em 25 pontos base. E em seguida, no dia 08 de dezembro, anunciou que o BCE emprestaria um volume ilimitado de dinheiro aos bancos europeus por um prazo de três anos, em duas operações com datas já definidas (a chamada LTRO, a primeira anunciada para o dia 21 de dezembro e a segunda para 29 de fevereiro). Além disso, ele ampliou o leque de ativos a serem aceitos

como garantias para esses empréstimos, passando a incluir *mortgage backed securities* (títulos hipotecários) que haviam sido *originalmente* emitidos com *triple A* (o melhor grau de avaliação de risco).

Nesta primeira operação 523 bancos tomaram emprestados do BCE um montante de 489 bilhões de Euros, elevando o balanço do banco central europeu para mais de 2,5 trilhões de Euros, montante significativamente superior ao do Federal Reserve americano (com todas as suas operações de *quantitative easing*). Alguns analistas acreditam que o volume de dinheiro adicional a ser tomado na operação de 29 de fevereiro poderá vir a ser ainda maior, tendo em vista que desta vez os bancos terão mais tempo para se programarem.

Até agora ainda não é possível avaliar com precisão quanto desse dinheiro passou a ser usado pelos bancos europeus para se carregarem ainda mais com títulos soberanos emitidos por países em dificuldades como Itália e Espanha. Mas o impacto positivo, seja direto ou indireto, dessa operação, sobre a demanda por esses bônus, parece evidente na fortíssima queda que se observou nas taxas de juros de mercado desses papéis (principalmente sobre aqueles de prazo não superior a três anos, que foi o prazo da LTRO).

Mas as mudanças radicais não se limitaram ao BCE. Várias outras medidas, já dotadas ou em andamento, demonstram claramente que o espaço cedido pela Alemanha em relação às posições até recentemente adotadas foi enorme:

1. Redução das exigências de reservas bancárias de 2% para 1%;
2. Exigências de que os bancos viabilizem a recapitalização por meio da incorporação de lucros;
3. Criação de uma agência europeia de avaliação de risco soberano para se contrapor às já existentes;
4. Tendência de flexibilizar certas exigências do Acordo da Basiléia III;
5. Possível aceitação por Bruxelas de ampliação do teto de déficit público da Espanha para o corrente ano;

A nova postura do BCE também eliminou definitivamente qualquer dúvida que ainda pudesse existir sobre a possibilidade de ocorrência de um novo episódio Lehman

Brothers na Europa. O que o BCE de Mário Draghi passou a fazer ainda não pode ser chamado de *quantitative easing* (nos moldes do que já fez o FED de Bernanke), porque na Zona do Euro ainda há um bom espaço para redução da taxa de juros. Mas, a essa altura, ninguém mais tem dúvidas de que isso será feito, caso as circunstâncias para tal venham a ser criadas.

O que pode ter causado uma mudança tão radical na forma de lidar com a crise, especialmente por parte da Alemanha? Parece-nos que a resposta envolve, pelo menos, os seguintes pontos:

1. a gravidade atingida pela crise, que começava a ameaçar seriamente a continuidade de todo o projeto da União Européia, e abria uma avenida para eventos profundamente traumáticos;
2. as trocas de governo na Espanha e principalmente na Itália, seguidas da elaboração de programas de ajuste um pouco mais profundos, o que aumentou o poder de barganha desses governos frente à Alemanha;
3. a perda do grau de investimento AAA pela França, no critério da S&P, e do Fundo de Estabilização, o que elevou os riscos da substituição de Sarkozy por um líder socialista cujas idéias provocam arrepios de medo nos demais líderes das nações do norte;

Os efeitos, pelo menos de curto prazo, de um conjunto tão forte de medidas, não poderia ser de pouca monta. Além da redução nas taxas de juros para rolagem das dívidas soberanas de curto prazo, já há sinais de alguma reativação do mercado interbancário e do retorno de aplicações de Fundos de *Money Market* americanos no mercado financeiro europeu. Já os resultados de longo prazo ainda são duvidosos, uma vez que a maioria das novas medidas não lida com a questão fundamental da perda de competitividade de vários países da região.

É muito pouco provável que os técnicos e líderes políticos que antes se opunham a uma postura como essa tenham mudado suas convicções pessoais. Essas decisões foram tomadas sob a pressão de uma crise que estava se tornando demasiadamente ameaçadora. O que ocorreu, a nosso ver, foi a decisão de tomar uma dose muito maior de riscos para lidar com a crise, uma vez que os riscos da própria crise haviam atingido um patamar excessivamente elevado.

Sem Alívio para o Sofrimento Grego

Depois de uma queda dramática da renda e do emprego durante anos seguidos o drama da economia grega parece longe de terminar. Nesse momento a Grécia ainda encara um *déficit* primário da ordem de 3% do PIB e a economia segue em depressão. Isso significa que a economia continuaria em crise mesmo que viesse a obter um perdão – ou decidisse unilateralmente por um calote – de 100% da sua dívida.

No momento em que escrevemos esses comentários segue uma difícil negociação por meio da qual o país tenta obter um desconto *voluntário* da ordem de 70% para a parcela da sua dívida em poder desses bancos.

Todos sabem que a Grécia não poderá pagar nem mesmo uma pequena parte da sua dívida. O que ainda não se sabe são duas coisas: 1. se o menor dos males será que ela permaneça ou saia da Zona do Euro; 2. se a evolução da crise nesse pequeno país ainda poderá ter algum tipo de contágio sobre outras economias, como Portugal, Espanha e mesmo Itália.

De qualquer maneira, a probabilidade de rupturas na Zona do Euro, com graves efeitos negativos sobre a economia mundial, foi praticamente eliminada pelas medidas recentes, num horizonte de alguns meses, talvez até mesmo de 2012. E o desempenho econômico será favorecido pela melhora da economia americana. Não obstante, os riscos num horizonte de médio e longo prazo permanecem muito elevados e

podem até ter aumentado. Mas isso não se refletirá tão cedo no comportamento dos mercados.

Brasil – Novas Influências sobre a Taxa de Câmbio

O efeito da valorização do dólar frente ao euro costumava ser negativo também para a moeda brasileira, uma vez que estava associado a aumento de aversão ao risco e fuga para a qualidade. Recentemente houve uma mudança significativa nesse padrão. Muitos gestores que estão prevendo a queda do euro frente ao dólar passaram a montar operações de *carry trade* por meio da qual tomam dinheiro (agora cada vez mais abundante) na Europa para aplicar no Brasil. Ou seja, vendem euros e compram reais. Esta operação é plenamente justificada pelos diferenciais de risco e de taxas de juros que se observam nessas duas economias.

A forte expansão da liquidez que passou a ocorrer também na Europa mudou substancialmente a expectativa para a entrada de capitais no Brasil, ao longo dos próximos meses. Isso melhora as condições para a queda da inflação e o próprio crescimento econômico. Se, além disso, a economia chinesa continuar administrando com sucesso o seu *soft landing*, o Brasil poderá conseguir uma taxa de crescimento entre 3 e 4% em 2012, com uma pequena queda da inflação, comparada à de 2011. A probabilidade deste cenário bastante positivo se torna mais elevada diante da decisão recentemente anunciada pelo governo de perseguir a meta “cheia” para o *superávit* primário.