



MP- São tantas as incertezas no ambiente político e econômico brasileiro e global que gostaríamos de iniciar com sua visão sobre o cenário internacional. Afinal, os EUA e a Europa já saíram da crise iniciada em 2008?

Os EUA muito provavelmente sim. Não quer dizer, é claro, que tudo esteja bem e que a normalização das taxas de juros já esteja na próxima esquina, **mas os sinais têm sido crescentemente positivos.**

Passados os efeitos da consolidação fiscal de 2013, por conta da falta de acordo entre Democratas e Republicanos, o mercado de trabalho tem mantido um ritmo, se não extraordinário, certamente decente, na faixa de 180-200 mil novos postos por mês em média, trazendo a taxa de desemprego para baixo. Com isto, o consumo privado voltou a se expandir e mesmo o mercado imobiliário dá mostras de melhora.

Pelo lado corporativo, as empresas estão bastante líquidas e lucros têm, de maneira geral, evoluído de forma satisfatória. No setor industrial a capacidade ociosa tem caído e, embora ainda esteja um pouco acima da média histórica, parece consistente com alguma retomada dos investimentos. Não bastasse isto, o **“boom” do gás de xisto deu novas condições de competitividade ao setor manufatureiro.**

Já os bancos, o “olho do furacão” quando a crise eclodiu, parecem estar suficientemente em forma para continuar a prover a economia de crédito.

Por fim, o déficit fiscal encolheu enormemente. Se restam desafios importantes para o longo prazo, associados à aposentadoria dos *“baby boomers”*, o custo de seguro-saúde, etc, os espasmos fiscais dos últimos anos não devem se repetir.

Assim, falamos de **expansão na casa de 3% para o PIB americano em 2014 e um ritmo parecido à frente, ainda com inflação abaixo da meta.** Neste contexto, **é de se esperar a redução gradual do ritmo de expansão monetária (“tapering”) ao longo de 2014; aperto monetário propriamente dito, apenas em 2015.**

Já a Europa permanece um ou mais passos atrás. A situação parece ter se estabilizado. Os riscos de uma crise fiscal nos países da periferia se reduziram e estes países têm conseguido baixar o custo de rolagem das suas dívidas, o que reforça o trabalho de consolidação fiscal.

Isto dito, nem todos estão na mesma página, por exemplo, a Irlanda e a Espanha parecem bem à frente da Grécia no quesito “normalização do custo de capital”, mas os progressos são visíveis. O custo disto é o adiamento de questões importantes, em particular as reformas capazes de quebrar o *“círculo vicioso”* entre bancos e estados soberanos, para algum dia no futuro, provavelmente quando algum problema o exigir. Ou seja, a governança continua sendo um problema.

E não é o único. Mesmo tendo estabilizado as condições financeiras, ainda há muito a recuperar, em particular no que respeita ao crescimento e mercado de trabalho. O desemprego permanece elevado e, por conta disto, a inflação tem ficado bem abaixo da meta, de forma que o risco deflacionário não foi totalmente afastado.

Neste sentido, perspectivas são de taxas de juros baixas na Zona do Euro por período ainda mais longo do que nos EUA.

A exceção importante na União Europeia, embora – não por acaso – fora da Zona do Euro, é o Reino Unido, que parece também estar emergindo da crise, este sim apenas um passo atrás dos EUA. O desemprego lá não subiu tanto, embora crescimento tenha sido fraco, mas há sinais mais nítidos de retomada.

MP- E os países emergentes? Devem continuar com altas taxas de crescimento?

Crescimento certamente mais alto que a média dos países maduros, mas não tão forte quanto no passado.

O principal caso (mas longe de ser o único) é o da China. Parece claro que o país ainda há de registrar taxas parrudas de expansão, da ordem de 7-7,5% ao ano; não mais na casa de dois dígitos. E, sim, 7-7,5% dado o tamanho atual da China é mais do que 10-12% ao ano com o tamanho de 10 anos atrás.

Mas há desafios. O endividamento do setor privado, seja pelos bancos, seja pelo *“shadow banking”* foi alto, com a desvantagem que – dada a própria natureza do *“shadow banking”* – não sabemos exatamente a quanto esta conta chega. Há receios no que se refere à postura mais recente do governo, no sentido de deixar que empresas quebrem depois de anos de garantias implícitas. É uma escolha correta, sem dúvida, mas – como sempre – nas atuais circunstâncias traz riscos nada desprezíveis.

Precisamente por não sabermos muito bem como se dá a interconexão entre empresas, bancos e *“shadow banking”*, há riscos de uma falência, mesmo não de grandes proporções, acabar gerando processos de congelamento de crédito não muito distintos do **observado no período pós-Lehman.**

Enfim, a China cresce, mas há riscos e estes me parecem crescentes.

No caso do outro gigante, a Índia, a desaceleração já ocorreu. Reformas são necessárias. O país precisa avançar na liberalização, mas o ambiente político conturbado tem sido um obstáculo. Há algumas esperanças com a provável eleição do líder hindu Narendra Modi, cujo retrospecto econômico em Gujarati é bom, embora politicamente haja preocupação acerca da sua postura nacionalista.

Por conta disto, os preços de commodities têm perdido fôlego, em que pesem exceções (soja, por exemplo), o que não colabora para os demais emergentes, em particular no caso da



América Latina e África, que se beneficiam de preços de commodities mais elevados.

No caso da América Latina, quem se preparou (Chile, Colômbia, Peru e, num contexto distinto, México) parecem mais preparados para sofrer menos. Dívida baixa, contas públicas em ordem e inflação sob controle permitem que estes países deixem suas moedas flutuar mais livremente, o que ajuda a “isolá-los” de um ambiente externo menos favorável.

Já quem desperdiçou o período de bonança (Argentina, Venezuela), agora, como a cigarra da fábula, paga o preço. Crescimento baixo, inflação alta e, conseqüentemente, desordem social.

MP- E como esse cenário afeta o Brasil? Os insistentes baixo crescimento econômico e alta inflação são conseqüências do cenário externo como nossa presidente já insinuou?

Obviamente o Brasil também é afetado. Ficamos no meio do caminho: não sérios como Peru, Colômbia e Chile, nem tão irresponsáveis como Argentina e Venezuela. Mais próximos dos primeiros até 2008 e bem mais perto dos últimos a partir de então.

Destruímos nosso superávit primário, seja pela ação do governo federal, seja pelos incentivos errôneos a estados e municípios, causando uma forte expansão fiscal. Medido em termos livres de contabilidade criativa, nosso superávit primário veio de mais de 3% do PIB para algo entre 0.5-1.0% do PIB.

O BC abandonou a meta de inflação para, durante muito tempo, perseguir metas para a taxa de juros e taxa de câmbio, permitindo uma aceleração inflacionária considerável.

Para lidar com o problema da inflação, adotamos controles de preços, principalmente os chamados “preços administrados”, com efeitos danosos para o resto da economia. Assim a Petrobrás se tornou a única empresa petrolífera da galáxia cujo valor de mercado se move no sentido oposto do preço do petróleo, sangrando caixa há anos e sendo obrigada a um programa de investimentos que não tem como financiar senão por uma expansão irresponsável do seu endividamento. Há quem estime que isto nos tenha custado 1% do PIB em investimentos, apenas no que tange à Petrobrás.

Os efeitos secundários, seja no caso dos fornecedores da empresa, seja no setor de álcool combustível, não foram menos destrutivos.

No caso do setor elétrico, a mão pesada do governo está presente. Embora a seca agrave os problemas, as distribuidoras sofrem por não terem conseguido fechar contratos que garantissem suprimento a preços estáveis e agora também sangram caixa. As geradoras sofrem com a intervenção governamental.

Políticas de incentivos localizados, além de ajudar a destruir o superávit federal, ainda criaram incentivos errados: lobby no lugar de investimentos, proteção ao invés de produtividade.

A verdade é que o crescimento da produtividade perdeu fôlego considerável, caindo de algo como 2% ao ano em meados da década passada para menos de 1% ao ano nos últimos anos, ao que se

soma a redução do crescimento da população em idade ativa, de cerca de 2,5% ao ano para algo como 1% ao ano. Com investimentos se mantendo na faixa de 18-19% do PIB, apesar de caminhões de dinheiro público subsidiados despejados pelo BNDES, a verdade é que a capacidade de crescimento do país hoje é baixa, na casa de 2-2,5% ao ano.

Como o governo não reconhece isto e segue com políticas de expansão da demanda, em particular consumo, o resultado que se colhe é inflação alta e piora das contas externas. O mundo não colabora mais, mas a piora de desempenho é “made in Brazil”.

MP- E o dólar? Nossos clientes sempre perguntam até que ponto a cotação do dólar x real pode chegar no cenário atual e consideradas as exposições anteriores?

Ao contrário de crises anteriores, o balanço do país e do governo é menos afetado pela desvalorização da moeda. O setor público em particular ainda é credor em moeda estrangeira (pouco menos de US\$ 200 bilhões no final do ano passado versus mais de US\$ 300 bilhões um ano antes), o que limita o estrago da desvalorização nas contas públicas (na verdade, uma desvalorização **melhora** as contas públicas).

Por conta disto, acredito ser difícil um processo de desvalorização descontrolada do real. R\$ 2,50, R\$ 2,60, até mesmo R\$ 2,70 por dólar parecem possíveis, mas, mais do que isto, soa improvável, pelo menos num horizonte para este ano. Seria necessária uma crise externa muito grave que, pelas colocações anteriores, não é meu cenário central.

MP-E a bolsa brasileira? A recente aproximação do governo federal ao empresariado para ganhar credibilidade nos mercados pode trazer resultados concretos e beneficiar a bolsa?

Eu não entendo de Bolsa, mas – feita esta ressalva – permaneço cético sobre esta aproximação. O governo entende aproximação como “favores” (talvez o empresariado também): incentivos, crédito sob condições favorecidas, proteção, etc. Obviamente beneficia as empresas contempladas (nem todas listadas, diga-se), senão elas sequer procurariam o governo, mas não beneficia a economia como um todo.

Obviamente sei que a Bolsa também não é uma amostra representativa da economia como um todo, com peso desproporcional atribuído à Vale e à Petrobrás, mas precisamente por este motivo condições macroeconômicas não me parecem tão relevantes para entender a dinâmica dos preços de ações.

De qualquer forma, não vejo esta aproximação como motivo para otimismo sobre o desempenho econômico em geral; pelo contrário. Agora, se alguém consegue antecipar quem irá se beneficiar do favor governamental, parabéns...

MP- Para terminar, como definiria, numa única palavra, o cenário atual do ponto de vista de um investidor?

Desafiador...

