

## **Pesquisa Global da Knowledge@Wharton mostra o que esperar em 2007**

No fronte financeiro, 2006 foi um ano bom de modo geral. Os mercados acionários de muitos países recuperaram o fôlego, os preços da energia caíram, a inflação ficou relativamente baixa e o crescimento do PIB mostrou-se respeitável e sólido. Contudo, as economias de muitos países enfrentaram também ameaças diversas — algumas previsíveis, outras não — que ainda podem pôr a perder o progresso recente. O que 2007 reserva para os EUA, Índia, Europa, América Latina, China e outras partes do mundo?

### **Espanha e demais países da Europa: os bancos continuarão a crescer**

O mercado acionário espanhol desfruta hoje do quarto ano consecutivo de ganhos substanciais de preços. Mas será que ele continuará a crescer no ano que vem? Embora os especialistas não tenham bola de cristal que lhes permita fazer uma profecia infalível, a maior parte dos analistas consultados pelo jornal *Expansión*, o diário espanhol de notícias econômicas, aposta em um quinto ano de elevação dos preços das ações, durante o qual o Ibex 35 poderá subir cerca de 10%.

Altina Sebastián González, professora de Finanças da Universidade Complutense de Madri, vê com otimismo o desempenho do índice espanhol Ibex. Para ela, em 2007 o Ibex 35 poderá subir cerca de 15.500 pontos ante um nível atual de 14.000 pontos. A previsão, diz a professora, “baseia-se em uma economia ainda em crescimento, e que continuará a crescer no ano que vem, e também na taxa de inflação, que dá sinais de desaceleração apesar de sua dependência dos preços do petróleo”. A demanda externa “continuará de forma sólida”, acrescenta, “graças ao crescimento na zona do euro e nas economias latino-americanas. Todos esses fatores criam um cenário em que os lucros das empresas continuarão a se comportar de maneira positiva”.

Sebastián acredita que a onda atual de aquisições, ofertas públicas iniciais de ações e fusões continuarão em 2007 juntamente com a criação de grandes fundos de capital de risco ansiosos para fazer investimentos.

Já Sergio R. Torassa, professor de Finanças da Universidade Européia, acredita que “no começo do ano que vem, poderemos testemunhar uma correção técnica de alguma intensidade em consequência de distorções criadas pela modificação nas regulamentações tributárias que entrarão em vigor a partir do dia 1º de janeiro. Muitos investidores estão postergando suas decisões de

compra até depois dessa data, já que os ganhos de capital de curto prazo sobre os investimentos relativos a um período inferior a um ano estarão sujeitos a um tratamento substancialmente melhor a partir de janeiro”.

Analisando vários setores, acrescenta Torassa, “é possível que as ações dos bancos e das seguradoras tenham um desempenho acima do desempenho do mercado, o mesmo vale para as empresas de telecomunicações. A elevação das taxas de juros ajudará os bancos e as seguradoras, bem como a demanda crescente por crédito resultante do crescimento do PIB e de um volume menor de pagamentos atrasados por parte dos tomadores de empréstimos”. Com relação às empresas de telecomunicações, explica, “seus baixos índices de preço/lucro, e a atratividade dos seus dividendos, despertarão a atenção dos investidores”.

Sebastián e Torassa não concordam com os que dizem que o setor imobiliário já deu o que tinha de dar. Ambos os estudiosos acreditam que as grandes construtoras espanholas aprenderam a trabalhar em âmbito global e a diversificar suas atividades comerciais. Elas se tornaram conglomerados voltados para a prestação de serviços, conforme demonstram seus investimentos em companhias de eletricidade e de infra-estrutura. “Seria um erro avaliar as ações dessas empresas como se fossem meras construtoras apenas”, observa Sebastián.

Com relação às bolsas de valores europeias, os especialistas falam com muita convicção sobre as perspectivas para 2007. A Espanha ficou para trás em 2006, mas é bem possível que a situação seja diferente no ano que vem. Analistas do Banif, uma instituição bancária subsidiária e de caráter privado do Banco Santander, avaliam que “os preços das ações europeias [fora da Espanha] ou estão baratas ou corretamente valorizadas; ao passo que, na Espanha, elas estão corretamente valorizadas ou caras demais”.

Nos últimos dois anos, observa Sebastián, os mercados acionários europeus comportaram-se muito bem, com uma média de elevação de preços na casa dos dois dígitos. Contudo, diz a professora, “esse desempenho magnífico nada tem a ver com o risco de supervalorização, uma vez que os índices de preço/lucro na Europa estão bem abaixo dos níveis associados aos preços das ações em 2000. Pelo contrário, os mercados continuam a proporcionar índices mais do que simplesmente razoáveis. Com o Ibex em altas históricas, o índice preço/lucro da bolsa espanhola está hoje em 15,75. No tocante às ações europeias, os índices são até mais baixos — 12,58, no caso do Eurostoxx, e 12,45, no caso do FTSE 100”.

Observando esses índices, e fazendo uma projeção do crescimento dos lucros das empresas, parece que ainda há espaço para uma elevação maior dos preços das ações. “Os dados relativos à economia”, observa Sebastián, “apontam nessa direção: as últimas previsões do Banco Central Europeu são otimistas; para 2007 e 2008, a instituição projeta um crescimento econômico mais acentuado e menores índices de inflação do que nas previsões anteriores”.

Contudo, observa Torassa, “nos últimos anos, as empresas espanholas demonstraram uma habilidade extraordinária para aumentar os lucros. Até aqui essas empresas, que compõem o Ibex, ganharam quase 29,6 bilhões de euros, ou 33% a mais do que haviam ganho durante o mesmo período em 2005. No decorrer dos últimos três anos, seus lucros dobraram, saltando de um patamar de 15,1 bilhões de euros em 2003. O Ibex subiu 94% de meados de novembro de 2003 até meados de novembro de 2006. Embora as taxas de juros tenham subido 1,25% em 2006, essa elevação acentuada no custo do financiamento não interferiu na taxa de crescimento dos lucros das empresas. Se essa tendência persistir, teremos um novo ano fiscal em que as ações das empresas espanholas superarão o desempenho de suas colegas européias”.

Ambos os especialistas crêem que as companhias espanholas se beneficiarão de outra vantagem: sua estratégia de diversificação geográfica colocou-as em uma posição favorável ante qualquer desaceleração nos mercados espanhóis. “A América Latina proporciona a essas empresas taxas cada vez mais elevadas de atividade e de lucros. Os investimentos recentes dessas empresas na Ásia — casos da Telefônica e do BBVA — conferem a elas acesso a mercados com milhões de consumidores em potencial”, observa Torassa.

Contudo. Nem tudo que reluz é ouro. Existem áreas preocupantes que merecem cuidados por parte da economia espanhola. Entre outras coisas, a rigidez dos mercados de trabalho, o sistema tributário e a baixa produtividade. “A Espanha encabeça a lista dos 15 países da UE onde é mais difícil fazer demissões; e está em terceiro lugar (perdendo apenas para a França e a Grécia) na lista dos países onde é mais difícil contratar”, observa Torassa. O alto nível de tributação, diz o professor, “não tem apenas custos sociais, mas constitui também um desestímulo para as atividades comerciais. Além disso, contribui também para que haja fraudes. Por fim, há uma lacuna de produtividade significativa entre os EUA e a União Européia, e a diferença em relação à Espanha é ainda maior”.

Sebastián cita diversas razões pelas quais não deverá haver recuo algum no ritmo frenético de fusões e aquisições em 2007:

- A globalização dos mercados exige que as empresas façam um esforço significativo para se internacionalizar.
- A criação de um mercado único europeu ainda não se concretizou. Embora algumas barreiras nacionalistas continuem a existir, a lógica do mercado e a pressão da União Européia atuam como catalisadores de novos acordos entre empresas, tanto no plano doméstico quanto no internacional.
- Nos últimos anos, as empresas espanholas fizeram um grande esforço para melhorar sua administração, e o resultado foi bastante “tangível”, avalia Sebastián.
- A estratégia de crescimento adotada pelas companhias espanholas foi escudada por uma política empresarial em que as aquisições são um meio para a obtenção de sinergias operacionais com base em economias de escala e/ou receitas maiores.

### **Perspectiva para os EUA**

Nos EUA, a perspectiva para 2007 é, em geral, boa, de acordo com vários professores da Wharton, embora alguns se mostrem preocupados com o declínio do mercado de imóveis residenciais e com a propensão protecionista do congresso democrata. Uma dificuldade inesperada na China também pode repercutir no resto do mundo. Deslocamentos políticos para a esquerda podem dificultar o crescimento na América Latina, enquanto a burocracia pode tolher o progresso na Índia, onde as ações podem estar na iminência de uma desvalorização.

Nos EUA, “o PIB deverá crescer menos, cerca de 2,5%” em 2007, prevê [Jeremy Siegel](#), professor de Finanças. O PIB cresceu a uma taxa anualizada de 5,6% no primeiro trimestre de 2006, depois caiu para 2,6% no segundo trimestre e para 2,2% no terceiro. “Acredito que os mercados terão um bom desempenho. As ações americanas deverão crescer 10% no ano que vem. As taxas de juros ficarão estáveis — não creio que o Fed pretenda reduzi-las a curto prazo, não pelo menos até o segundo semestre de 2007. Acho que o dólar terá um comportamento tranquilo, e não prevejo nenhum grande colapso ou coisa semelhante.” As ações estrangeiras deverão ter um desempenho igualmente satisfatório, diz. Trata-se de um quadro muito bom, sobretudo para os investidores americanos, já que uma trajetória descendente da moeda valoriza os investimentos feitos em dólares.

“Acredito que o fator mais positivo entre todos para o mercado acionário são as taxas de juros baixas”, acrescenta Siegel. “O

crescimento nos mercados emergentes foi bom, e na Europa foi razoável. O Japão continua a tropeçar aqui e ali, mas sua situação não é tão ruim quanto antes.”

Embora haja ameaças a esse panorama positivo, nenhuma delas parece séria demais. Com os democratas no controle do Congresso, existe a possibilidade de que entrem em cena tarifas e outras medidas protecionistas, mas as perspectivas não parecem tão sombrias assim. mesmo que o salário mínimo suba, isto não constituiria ameaça para os EUA, diz Siegel. Os democratas não deverão estender o prazo de aplicação do corte de impostos decretado por Bush no início da década, acrescenta, mas isso não será problema em 2007, porque os cortes só deverão expirar em 2010.

### **A queda no setor de moradia**

“De modo geral, o cenário é bastante otimista para o futuro próximo”, concorda [Richard Marston](#), professor de Finanças. A maior parte dos economistas, diz ele, acredita que a possibilidade de recessão é de 30%, o que não seria motivo de alarme. O salto nos preços da energia em 2005, e no começo de 2006, mostrou que o setor sozinho não é capaz de paralisar a economia como antes fazia — e, desde então, os preços da energia vêm caindo.

Marston, porém, demonstra bastante preocupação com a possibilidade de que a queda verificada no setor de moradia dos EUA iniba o gasto do consumidor, o que resultaria em dificuldades econômicas concretas. “Acredito realmente que haverá um declínio mais prolongado do que as pessoas imaginam”, diz ele, ressaltando que depois da queda dos preços no setor imobiliário, em 1989, várias regiões do país foram atingidas e a recuperação só veio em meados dos anos 90.

O setor de moradia é particularmente delicado em razão do uso disseminado em anos recentes de hipotecas corrigidas por índices atrelados à taxa de juros e de empréstimos contratados a juros acima dos patamares preferenciais, acrescenta. Vários dos empréstimos a taxas variáveis contratados em anos recentes estão agora ajustando seus valores de acordo com taxas de juros mais elevadas, acarretando com isso aumentos nos valores das prestações mensais dos tomadores. “Nossos mercados financeiros se tornaram tão eficientes que qualquer família hoje pode cavar o buraco onde ela mesma será enterrada.”

As recessões, via de regra, surgem na esteira de grandes ganhos com os preços dos ativos, assinala Marston. A recessão de 2001, por exemplo, veio depois de grandes realizações de lucros com ações em

fins da década de 1990. De alguns anos para cá, os ganhos com os preços dos ativos migraram para o setor de moradia. Por outro lado, a inflação não parece constituir ameaça séria, diz Marston, portanto o Federal Reserve poderá cortar as taxas de juros de curto prazo em 2007, estimulando a economia e compensando dessa forma os prejuízos impostos ao setor de moradia.

[Franklin Allen](#), professor de Finanças, teme igualmente as ameaças provenientes do setor de moradia. Em anos recentes, boa parte do crescimento mais significativo dos gastos do consumidor foi alimentado pelo dinheiro oriundo do refinanciamento de hipotecas, o que só foi possível graças à disparada dos preços dos imóveis residenciais. Agora que esses preços estão caindo em várias partes do país, haverá menos gente interessada em refinar seu imóvel. É uma torneira de gastos do consumidor que se fecha. “A taxa de poupança é muito baixa já há algum tempo, isto porque as pessoas estariam ganhando dinheiro com seus ativos”, observa. “O principal ativo é a casa própria. Se esse quadro mudar, não será um bom sinal.”

De modo geral, porém, Allen vê com otimismo 2007. Ele acha que o dólar continuará a cair, e as taxas de juros e a inflação poderão aumentar, mas não o bastante para causar prejuízos sérios.

Ele também não espera que Washington aprove quaisquer alterações drásticas na política econômica que possam perturbar os mercados. “É provável que o governo não tome medida alguma nesse sentido, o que seria bom.”

## **China**

O assunto mais importante de 2007 talvez seja a economia chinesa e sua política cambial. Muitos políticos americanos querem que a China deixe sua moeda, o renminbi, ou RMB, se valorizar diante do dólar. Isto tornaria os produtos chineses mais caros no mercado externo, permitindo a outros países concorrer em situação mais confortável com os produtos mais baratos produzidos na China.

[Marshall W. Meyer](#), professor de Administração, acredita que o governo chinês deixará o RMB se valorizar, mas só um “pouquinho” no futuro próximo, e só quando a questão estiver em debate — por exemplo, durante a visita que fará este mês ao país Henry Paulson, secretário do Tesouro americano.

Marston diz que a China poderá, em última análise, deixar o RMB subir ainda mais em resposta à pressão internacional, e acha também que “Paulson é a pessoa ideal para isso”. A medida não será boa apenas para os países que disputam mercados com a China, mas

também para os próprios chineses, porque reduzirá o incentivo que hoje os leva a investir seus superávits em títulos do Tesouro americano. Em vez de ganhar parcos 4,5% com os títulos, os chineses investirão em casa, prevê Marston.

Contudo, ele adverte que se a China deixar sua moeda flutuar livremente, os resultados poderão ser decepcionantes para o resto do mundo. A China continuará a ser um concorrente difícil mesmo que o RMB suba 30% ou 40% em relação ao dólar. “Para mim, a economia chinesa é tão competitiva que chega até a assustar um pouco quando paramos para pensar no que ela já causou a outras economias do mundo.”

Na verdade, boa parte da atual fragilidade econômica que se vê no México e em outras nações latino-americanas decorre do fato de que esses países não são capazes de concorrer com a China, diz Marston. “As economias latino-americanas estão basicamente estagnadas.”

No entanto, por mais fabulosa que seja, a economia chinesa tem seus problemas —alguns sérios a ponto de constituir uma provável ameaça ao resto do mundo, diz Meyer. Os mercados de capitais do país estão paralisados, o que obriga as empresas chinesas a buscar capitais em Hong Kong. Conseqüentemente, os chineses não têm muitas oportunidades de investir em coisas básicas, como educação e aposentadoria. Têm de se conformar com cadernetas de poupança que oferecem juros medíocres.

Muitos bancos chineses não têm estabilidade, acrescenta Meyer. Eles não foram modernizados da mesma forma que outras indústrias. Por isso, muitos empréstimos são decididos com base em influências políticas; além disso, boa parte dos empréstimos jamais será paga. “A magnitude dos empréstimos não realizáveis pode até ser maior do que o volume divulgado”, observa Meyer. “Qualquer que seja o montante, nada indica que deva diminuir; pelo contrário.”

De alguns anos para cá, o governo permitiu à população transferir grandes somas de dinheiro para o exterior. Na pior das hipóteses, isso poderia fazer com que os chineses mais temerosos tirassem seu dinheiro do banco em busca de investimentos mais seguros, o que, por sua vez, poderia causar uma corrida aos bancos semelhante às que foram registradas em outros países asiáticos na década de 1990. O governo poderá então recorrer à obtenção de capital vendendo as enormes reservas em títulos do Tesouro americano, fazendo com que as taxas de juros disparem nos EUA e em outros países. “Não creio que sejam grandes as chances de que isso aconteça”, diz Meyer. No entanto, essa possibilidade pode estar crescendo, uma vez que os bancos não têm controle sobre os empréstimos não realizáveis, acrescenta. Embora o governo chinês não negue o problema, não se

sabe ao certo se ele será capaz de agir com a velocidade necessária em uma hora de crise.

Em outras partes do mundo, Allen acredita que os problemas persistentes no Iraque e nas demais regiões do Oriente Médio podem gerar surpresas mais negativas do que positivas para os mercados financeiros. A economia e os mercados financeiros da Índia têm se desenvolvido de forma impressionante, diz Siegel, mas ainda é preciso reformar muita coisa. As regulamentações, antes muito rígidas, estão agora mais flexíveis, e hoje é mais fácil abrir uma empresa. “Contudo, ainda há muita burocracia na Índia”, observa Siegel. As ações indianas têm hoje um desempenho excelente, mas os preços estão de tal forma elevados que os tornam muito vulneráveis a possíveis quedas.

Siegel também se diz preocupado com a América Latina, onde uma tendência à esquerda poderia desestimular os investimentos necessários à região. Para a América Latina, bem como para o resto do mundo, vale um conselho muito simples, diz Siegel: “Na economia globalizada de hoje, é preciso ser simpático ao capital.”

### **A viagem de ida e volta dos capitais à América Latina**

Hugo A. Macías Cardona, diretor do Centro de Pesquisas CIECA da Universidade de Medellín, na Colômbia, discorre sobre a situação vivida pelos mercados da América Latina da seguinte maneira: em meados de 2006, diz Macías, “os trabalhadores latino-americanos que tinham parte de suas economias depositadas em fundos de pensão, fundos de demitidos — onde são depositados os pagamentos dos trabalhadores com contrato de trabalho vencido —, ou simplesmente em fundos fiduciários que especulam na bolsa, tiveram o saldo de suas contas reduzido de forma significativa, a ponto de acudirem em massa a diferentes instituições para sacar seus recursos. Os trabalhadores assumiram diretamente parte da crise na economia especulativa”.

Para Macías, a explicação para a crise está na conjuntura externa. “Um empregado com um trabalho não qualificado não podia imaginar, cinco anos atrás, que uma decisão do Fed dos EUA, ou de uma junta do Banco Central Europeu afetaria de forma substancial suas finanças pessoais em um nível profundo e de forma tão imediata. O fato”, observa Macías, “é que estamos em uma economia globalizada e determinadas decisões podem afetar o bolso de todos, e bem depressa”.

Macías observa que muitos capitais migraram para os países em desenvolvimento em busca de melhores níveis de rentabilidade, já que na Europa e, principalmente nos EUA, as taxas de juros estavam

em níveis bastante baixos em princípios de 2005. Por causa disso, “as bolsas de valores latino-americanas tiveram uma valorização média de 45% ao longo de 2005, e continuaram a se valorizar até a primeira semana de maio de 2006”. Contudo, com o aumento gradual das taxas de juros nas áreas de maior influência, os capitais começaram sua viagem de volta ao lar.

“Boa parte desse dinheiro estava investido em títulos de renda variável, que são de alto risco, mas também de alto rendimento”, observa Macías. Como queriam levar de volta seus recursos para os países desenvolvidos, acrescenta Macías, “os investidores foram aos mercados vender seus ativos, mesmo que por pouca coisa, o que fez os preços despencarem. Assim, todos os que tinham recursos investidos na região perderam somas importantes. Seja como for, as perdas foram menores do que os lucros que esses mesmos capitais obtiveram no ano anterior”.

Na primeira quinzena de junho de 2006, o índice geral da Bolsa de Valores da Colômbia (IGBC) apresentava uma desvalorização de cerca de 35%, a maior parte resultante do acúmulo das três últimas semanas da primeira metade do ano. Pela primeira vez desde que as três bolsas do país se fundiram, observa Macías, “o pregão foi suspenso em razão de uma queda de mais de 10% em apenas um dia [...] registrando-se assim o maior nível de incerteza dos últimos 15 anos. Essa queda significativa no preço das ações e dos TES (títulos da dívida pública) foi acompanhada pela saída de um número importante de investidores, principalmente de pessoas físicas, cujos títulos foram comprados por investidores institucionais, principalmente fundos de pensão”.

Macías explica que foram tomadas decisões importantes para dar tranquilidade ao mercado: eliminou-se a obrigatoriedade de manter no país, pelo prazo de um ano, os recursos ali investidos; foi autorizada a antecipação do vencimento das operações a prazo, por mútuo acordo entre as partes, sempre que tais operações gerassem prejuízos.

Para a Colômbia, como para os demais países latino-americanos, essas medidas não foram boas, assinala Macías. “Normalmente, as taxas de juros sobem em resposta ao crescimento vigoroso da economia, e esse crescimento se converte em aumento de preços. Desta vez, porém, surgiram pressões inflacionárias em meio a uma evidente desaceleração mundial. O efeito sobre a América Latina foi duplamente negativo porque, por um lado, os recursos migraram em busca de maiores rendimentos; por outro, a menor demanda resultante da desaceleração fez com que os preços dos produtos exportados para as economias desenvolvidas caíssem.”

Para Macías, não foi boa a decisão de eliminar a permanência mínima dos capitais estrangeiros em países como a Colômbia. O Chile, considerado o país mais aberto da América Latina, disse Macías, “não abriu mão do controle de capitais para evitar a especulação, diferentemente do que ocorreu com a abertura posta em vigor na Argentina, que tornou o país muito mais vulnerável e o converteu em motor de reciclagem de todas as crises internacionais”. Para o professor da Universidade de Medellín, “permitir abertamente a especulação no país não garante, obviamente, que os capitais entrem no país e ali permaneçam; é, isto sim, expor a economia aos vaivéns internacionais, aumentando de maneira significativa a volatilidade da economia e fragilizando-a diante de choques externos. No plano interno, são tomadas decisões que também levam à volatilidade”.

Para 2007, espera-se uma maior estabilidade, já que os recursos que permaneciam temporariamente na região regressaram a seus mercados de origem. Além disso, Macías crê que no ano que vem é bastante possível que a região receba recursos de longo prazo por meio de investimentos estrangeiros diretos.

Carlos Esteves, economista e professor de Finanças Internacionais da Universidade de Ciências Empresariais e Sociais (UCES), da Argentina, também associa a evolução das bolsas de valores latino-americanas em 2007 à política financeira do Federal Reserve. “Se as expectativas relativas ao comportamento futuro da taxa de referência forem as que hoje conhecemos, isto é, de estabilidade ou de queda, o futuro para os mercados poderá ser promissor. Além disso, é possível que, apesar do que foi dito anteriormente, a desaceleração da economia americana seja mais intensa. Se assim for, embora as taxas permaneçam estáveis, poderá haver perturbações que repercutirão nos mercados.”

Para o professor argentino, os setores mais atraentes para os investimentos são os vinculados à energia, infra-estruturas, comunicações, agroindústria, turismo e insumos básicos. De modo geral, observa Esteves, “são várias as oportunidades significativas de investimentos na região de acordo com cada país. Com a situação política estabilizada, essas tendências tendem a se aprofundar”. Em alguns casos, observa Esteves, os processos eleitorais ocorridos em determinados países importantes da região trouxeram incertezas em 2006.

## **Índia**

Os mercados acionários da Índia parecem ter tudo a seu favor: um PIB sólido, crescimento dos investimentos externos diretos (IEDs), empresas lucrativas e uma taxa de inflação razoável. O principal índice financeiro, o Sensex da Bolsa de Valores de Bombaim, mais do

que dobrou nos últimos dois anos, e os mais otimistas crêem que ele dobrará de novo dentro de seis anos.

A Índia registrou um crescimento do PIB de 9,1% na primeira metade do corrente ano financeiro; o investimento externo direto foi de 12 bilhões anuais (ante 7,7 bilhões de dólares no ano passado); os lucros das empresas deverão crescer 25% este ano, e os investidores institucionais externos estão invadindo as bolsas indianas.

A maior parte dos bancos de investimentos e corretoras crêem que os mercados indianos operarão em alta em 2007. Ratnesh Kumar, analista de pesquisas do Citigroup, em sua perspectiva para o mercado acionário em 2007, diz que o ágio atual das ações indianas deverá persistir, dada a "crença generalizada no crescimento estrutural de longo prazo no país e em fluxos financeiros robustos". Para Kumar, os influxos de IEDs deverão ser, em média, de dez bilhões de dólares ao ano, ante os atuais cinco bilhões, em decorrência "de um crescimento econômico positivo e do relativo isolamento do país em face de uma desaceleração mundial", ajudados ainda por decisões persistentes de liberalização econômica por parte do governo, além de uma perspectiva otimista para a indústria de terceirização de processos empresariais. "O impacto de uma mudança de escala nos influxos de IEDs [...] contribuirá para que a Índia possa fazer frente aos aumentos dos preços do petróleo e à volatilidade dos influxos dos investimentos externos", assinala Kumar.

De modo geral, o mercado acionário está em alta, graças principalmente aos estímulos oriundos do setor de tecnologia da informação (TI), indústria de automóveis e de commodities. Arjuna Mahendran, economista e estrategista chefe da região Ásia-Pacífico do Credit Suisse, de Cingapura, diz que houve uma mudança a partir de 2005 nos fundamentos da economia. Agora, o setor de serviços contribui com boa parte do crescimento incremental. A alta atual, observa, é resultado do crescimento dos ganhos auferidos pelas companhias indianas de capital aberto. As empresas indianas listadas em bolsa tiveram, no ano passado, um crescimento médio de ganhos de mais de 23%, o mais alto da Ásia, observa Mahendran.

Um cenário favorável de juros globais e de avanços tecnológicos que muito contribuiu para a indústria de terceirização de processos empresariais foi fundamental para a expansão do mercado acionário, observa Anantha Nageswaran, chefe de pesquisas de investimentos (região da Ásia-Pacífico e Oriente Médio) do Banco Julius Baer, de Cingapura, especializado na administração de fortunas e com sede em Zurique, na Suíça. "Não se deve subestimar a importância desses dois fatores casuais para a Índia", diz.

Mahendran acredita que as empresas indianas não só continuarão a crescer, como também ampliarão sua fatia de mercado. Kumar, do Citigroup, concorda, e observa que as companhias indianas terão ganhos de crescimento de 25% até março de 2007; depois disso, esses ganhos serão de 15% a 20% no resto do ano. Ele diz que a contenção observada no mercado de crédito e a elevação das taxas de juros serão dois dos fatores principais do crescimento dos lucros das empresas na segunda metade de 2007.

Será que os capitais estariam em busca de quaisquer ativos disponíveis? E seria a Índia a bola da vez? Não é bem assim, diz Nageswaran, ressaltando que os mercados acionários também estão crescendo em países que não ostentam os mesmos índices de crescimento da Índia. Contudo, os investidores institucionais estrangeiros não deverão ampliar seus investimentos na Índia em 2007. De acordo com Mahendran, a elevação das alocações já ocorreu. "No momento, a tendência é de reavaliação da situação."

Nessa reavaliação, a maior parte dos participantes desse mercado ficarão atentos aos rumos das taxas de juros americanas. Muitos analistas acreditam que os mercados acionários já tenham computado um corte nas taxas do Fed para 2007. Nageswaran, do Julius Baer, diz que uma elevação nas taxas de juros dos EUA poderia levar muitos fundos a migrar dos mercados acionários dos países emergentes para o mercado de ações americano.

A volatilidade do mercado acionário indiano não se deve apenas ao comportamento dos fundos de longo prazo. A indústria de fundos de hedge, em grande parte não regulamentada, tem desempenhado um papel importante em países como a Índia. O papel dos fundos de hedge no mercado financeiro mundial, diz Nageswaran, "tem sido subestimado porque [...] o centro das atenções são os ativos administrados". Embora os fundos de hedge sejam menores se comparados com os fundos mútuos de longo prazo, acrescenta Nageswaran, eles têm acesso a um capital relativamente mais barato. Mahendran, do Credit Suisse, prevê que "se a reavaliação em curso parar, a volatilidade poderá aumentar à medida que os investidores começarem a realizar transações diárias".

Outras sombras espreitam o horizonte dos mercados de ações indianos. Kumar, do Citigroup, acredita que a Índia enfrentará um "possível vento contrário" decorrente da desaceleração da oferta de crédito, da escassez de talentos, e também em virtude das eleições em Uttar Pradesh, maior estado do país, bem como em razão do esmorecimento dos apetites globais por riscos. Para Kumar, a inflação de salários é uma ameaça substancial aos lucros das empresas em 2007, e ele prevê que os setores de serviços serão mais vulneráveis à elevação dos salários. Contudo, a escassez cada vez maior de

talentos e a migração de profissionais da média gerência para o setor de serviços poderiam fomentar os aumentos de salários no setor de produção.

O primeiro passo para a contenção do crédito já foi dado no momento em que o Reserve Bank da Índia aumentou os encaixes obrigatórios dos bancos. Isso poderia retirar 13.500 crore (3 bilhões de dólares) do sistema, elevando as taxas de juros e desestimulando os empréstimos em segmentos como os de finanças pessoais, empréstimos para aquisição de moradia e de automóvel.

As perspectivas de um aumento nas taxas de juros parecem mais certas do que antes, sobretudo porque os níveis de inflação de 5% não dão mostras de descontrole. O governo indiano já cortou os preços dos combustíveis, permitiu que as empresas particulares importassem trigo e manteve a proibição à exportação de açúcar, entre outras medidas — tudo isso com o objetivo de combater a inflação. No entanto, essas medidas poderão, em última análise, se revelar insuficientes para manter os preços inalterados. “A escassez mundial de trigo pode fomentar a inflação”, observa Mahendran. “As taxas podem subir, o que afetaria as finanças do consumidor.”

Swaminathan Aiyar, colunista do *Sunday Times of Índia*, discorre sobre possíveis cenários negativos que poderiam estragar a festa do mercado acionário indiano. “Alguma coisa vai acontecer. O mercado de moradia nos EUA pode entrar em colapso provocando uma reação recessiva em cadeia que se espalharia pelos países que exportam para os EUA. A maior ameaça de todas seriam novos ataques terroristas aos EUA. É só uma questão de tempo até que homens-bomba, tão comuns no Oriente Médio, comecem a explodir nos EUA, e não mais na Palestina ou no Iraque.”

A longo prazo, porém, Aiyar aposta no crescimento da Índia. “A trajetória da economia mundial e dos mercados acionários é semelhante a uma montanha-russa [...], mas é preciso ter fé no futuro da Índia. Aí então, é só comprar o bilhete e fechar os olhos.”

### **China: ponto de vista interno**

Zheng Chaoyu, diretor do Instituto de Pesquisa Econômica da Universidade de Renmin, de Pequim, observa que, em 2007, a China terá baixos níveis de inflação e um índice de crescimento de 9.25%, portanto um percentual maior do que os 8% previstos, porém inferior a 10%, “porque o índice de crescimento em investimentos em ativos fixos continuará a cair, e o crescimento da exportação será menor por causa de fatores tais como a valorização do RMB”. Zheng crê também que o governo dará prosseguimento à sua “política financeira e

cambial moderada e estável [...] Não se esperam mudanças drásticas”.

De acordo com um relatório que contou com a participação de Zheng, “Macroeconomia e política chinesa: 2006 e 2007”, o índice de valorização anual do RMB será de 6% entre 2006 e 2010. “Nossa estimativa talvez seja ousada demais”, observa. “Contudo, desde o começo da reforma cambial, a mudança efetiva da taxa foi de 2% a 3% mais elevada do que a expectativa de muita gente.”

Zheng acredita que a tendência de alta nos IEDs na China persistirá em 2007. “Temos um mercado enorme e uma mão-de-obra barata, o que é muito atraente para os investidores.” Os custos de mão-de-obra, reconhece ele, estão “subindo, mas não terão impacto negativo a curto prazo”. A longo prazo, acrescenta, não sabemos se o crescimento da produtividade neutralizará o impacto dos salários mais elevados. O relatório parte do princípio de que os salários crescerão 10% ao ano.

Com relação aos sistemas chineses de regulamentação, Zheng salienta que “os estrangeiros sempre se queixam do rigor das normas impostas aos negócios de fora; mas o fato é que elas são mais severas ainda para com as empresas chinesas”. Futuramente, Zheng diz que “os gestores de políticas darão mais atenção à obediência às regras”. Inúmeras políticas, acrescenta, “são implantadas a muito custo, e não são tão inflexíveis quanto as pessoas imaginam”. Zheng se diz muito impressionado com a “capacidade que têm as empresas estrangeiras de encontrar uma forma de contornar as barreiras impostas”.

As companhias chinesas continuarão a se expandir pelo exterior em 2007, diz Zheng. As principais áreas de crescimento “serão o setor de recursos e os mercados emergentes. Contudo, o número de empresas que se lançarão ao exterior não será muito grande, já que o governo preocupa-se bastante com a fuga de capitais, com a corrupção e o fluxo externo de ativos de empresas estatais”. Ao mesmo tempo, acrescenta, a onda de ações de empresas listadas no exterior não diminuirá de ritmo, “principalmente no caso das estatais, dado o apoio do governo”.

A previsão de Zheng de uma média de 9% de crescimento nos próximos dez anos baseia-se nos vastos recursos de mão-de-obra do país, no elevado índice de poupança e no potencial de avanços tecnológicos e de mudanças institucionais. “Os trabalhadores da província de Guangdong trabalham dia e noite por um salário mensal não inferior a 150 dólares. Para ser sincero, não creio que haja ‘milagre’ algum acontecendo na economia chinesa”, diz ele em apoio à idéia de que a diligência do povo das províncias do país é a

responsável pelo crescimento da China, e não um “milagre” qualquer, conforme alguns meios de comunicação se referem às recentes conquistas chinesas.

Scott Zhu, diretor executivo de investimentos da Wanjia Asset Management, propõe outra perspectiva para 2007. Os mercados de capitais de chineses tiveram um “crescimento explosivo” em 2005 e 2006 que “persistirão no decorrer dos próximos três a cinco anos”, observa Zhu citando três causas principais para essa melhoria substancial. Em primeiro lugar, os últimos 25 anos foram de crescimento contínuo e sustentável do PIB — uma média de 9,6% ao ano — e que ele descreve como “fenomenal”. Muitos economistas acreditam que “o PIB chinês crescerá pelo menos 7% ao ano no decorrer dos próximos cinco a dez anos”, acrescenta. “Em segundo lugar, há uma expectativa crescente de valorização do RMB em relação ao dólar e a outras moedas. Em terceiro lugar, o governo chinês deu início a um programa de conversão de ações não negociáveis em ações negociáveis. Do total de ações disponíveis no mercado, 90% já é constituído por ações negociáveis.”

Zhu cita outros fatores que, segundo ele, teriam ajudado os mercados de capitais a levantar vôo e confirmam seu otimismo em relação à persistência do crescimento do mercado de ações no ano que vem:

- O retorno, este ano, de diversas companhias estrangeiras de primeira linha ao mercado interno.
- Prosseguimento do processo de privatização das companhias estatais, como mostra a listagem das ações do Banco Industrial e Comercial da China, em outubro.
- Um novo padrão contábil reconhecido internacionalmente e que entrará em vigor em 2007.
- Novas regulamentações a serem anunciadas no ano que vem, e que facilitarão às empresas a concessão de opção de ações à gerência sênior, além de outros incentivos.
- Expansão da cota QFII (Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados, na sigla em inglês) em 2007, que abrirá ainda mais as portas do país para os estrangeiros.
- A divulgação, pelos órgãos reguladores e pela bolsa de valores, de novos produtos, como negociação de margem, garantias, opções de ações e contratos de futuros baseados em índices, tudo isso em 2007.

De acordo com Zhu, "o montante de fundos levantados nos mercados de ações da China este ano foi o terceiro maior do mundo. Se combinássemos os mercados acionários de Xangai, Shenzhen e Hong Kong, o número ultrapassaria os fundos levantados na Bolsa de Valores de Nova York pela primeira vez na história".

Outro número fortaleceu também a confiança de Zhu no desempenho do mercado acionário chinês. "Até a primeira semana de dezembro de 2006, a capitalização total do mercado acionário chinês estava acima de 7,3 trilhões de RMB, mais do que o dobro da capitalização do ano passado e o equivalente a cerca de 36% do PIB do país. Acredito que, em 2010, a capitalização total do mercado acionário chinês esteja em torno de 50% do PIB do país."