Cenários para 2014

PARA ONDE O AGRONEGÓCIO DEVE OLHAR?

Felippe Serigati*

HÁ DIVERSOS eventos macroeconômicos que podem alterar a rentabilidade do agronegócio brasileiro em 2014. Porém, os principais giram em torno do mesmo ponto: migração de capitais de ativos cujo retorno está associado aos movimentos dos preços das *commodities* para ativos associados ao desempenho das economias desenvolvidas (notadamente, os Estados Unidos). Esta migração de capitais contribuiria para a queda dos preços de diversas *commodities* em 2014, como sugerem as previsões do FMI.

Entre esses eventos, dois merecem a atenção dos tomadores de decisão no universo agro:

- Mudanças na política monetária norte-americana; e
- Risco de deflação na Zona do Euro e testes de estresse nos bancos da região.

Além desses pontos, os agentes do universo agro também deverão prestar atenção no mercado cambial brasileiro, pois há a possibilidade de encontrarmos uma combinação indesejável entre saída de capitais, maior exposição do nosso balanço de pagamentos e possível *downgrade* na avaliação da percepção de risco dos títulos da dívida brasileira. Esta desfavorável combinação tem sido chamada de "tempestade perfeita". A seguir, cada um destes eventos será analisado.

Mudanças na política monetária norte-americana

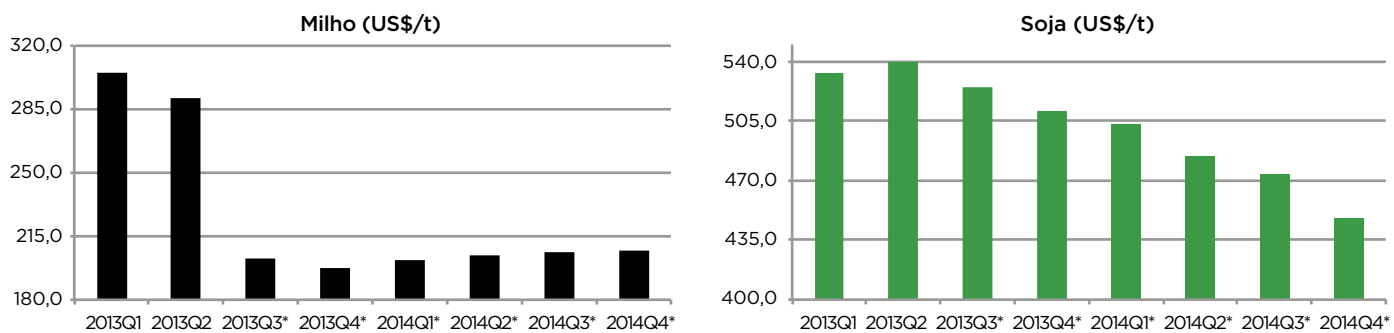
Em primeiro lugar, os agentes do universo agro têm que estar atentos às mudanças na política monetária norte-americana. Atualmente, ela é operada por meio de dois instrumentos principais.

O primeiro deles é uma taxa de juros em patamares muito baixos: a Fed Funds Rate, a taxa de juros de referência para a economia norte-americana, tem oscilado em uma banda entre 0 e 0,25% a.a desde o final de 2008. Para se ter uma ideia de como estes valores são baixos, basta lembrar que a Selic, a taxa de juros de referência para a economia brasileira, atualmente, está em 10% a.a. Uma taxa de juros tão baixa tem como objetivo tornar o crédito o mais barato possível, estimulando a atividade econômica e reduzindo a taxa de desemprego. Porém, como a taxa de juros sozinha não tem sido suficiente para alcançar os resultados desejados, o Fed, há tempos, tem lançado mão de outro instrumento.

Essa segunda alternativa é a compra sistemática de ativos: o Fed tem comprado mensalmente um volume de US$ 85 bilhões em ativos das instituições financeiras. Com isso, o Fed injeta dólares diretamente nos balanços destas instituições, na esperança de que ao menos uma fração seja repassada sob o formato de crédito para o setor produtivo, impulsionando o crescimento econômico.

> "AS EXPORTAÇÕES DO AGRONEGÓCIO SERÃO UM IMPORTANTE COLCHÃO PARA A ECONOMIA BRASILEIRA."

PREVISÕES TRIMESTRAIS DO FMI PARA *COMMODITIES* (MILHO E SOJA)



* Previsão
Fonte: FMI

Obviamente, não há qualquer garantia de que esse volume de recursos tenha como destino final a oferta de crédito para o setor produtivo. Os agentes do mercado financeiro aplicam esses recursos nos ativos que lhe proporcionam a melhor relação retorno-risco. Os ativos, cuja valorização está associada à variação dos preços das *commodities*, estão entre os principais destinos destes recursos. Por isso, os preços das *commodities* agrícolas e minerais operaram em patamares tão acima da sua média histórica mesmo durante o desenrolar da crise de 2008.

Como a economia norte-americana está com perspectiva de crescimento razoável para uma economia desenvolvida (1,6%, em 2013, e 2,6%, em 2014), os mercados estão prevendo uma reversão dessa política em 2014. Inicialmente, provavelmente ao longo do segundo semestre de 2014, o Fed passaria a reduzir paulatinamente o volume de compras de ativos, e, talvez em 2015, a taxa de juros sofreria seu primeiro aumento. Os agentes do universo agro têm que estar atentos a essa mudança: ela implicaria uma migração de recursos de ativos relacionados às *commodities* agrícolas para ativos financeiros mais "tradicionais" e, com isso, seria observada a queda nos preços das *commodities*, como previsto pelo FMI.

Embora provável, ainda não está certo se realmente haverá, em 2014, essa reversão na política monetária dos Estados Unidos. O principal entrave ainda é a resistência da alta taxa de desemprego. Apesar de todo o esforço já realizado e da razoável expansão da atividade econômica, o mercado de trabalho dos Estados Unidos tem apresentado desempenho abaixo do desejado: a taxa de desemprego prevista ao fim de 2013 é de 7,6 e ao fim de 2014, de 7,4%.

Brasil e a tempestade perfeita

No final de 2013, muito se falou do risco do Brasil ser atingindo pela "tempestade perfeita". Este foi o nome dado pela combinação indesejável entre três fatores. O primeiro deles é a queda do saldo da balança comercial: até outubro de 2013 (último dado disponível), o Brasil aumentou o valor das importações em um ritmo maior do que o valor das exportações, registrando um déficit de US$ 1,8 bilhão na balança comercial. Como o País é estruturalmente deficitário na balança de serviços (déficit de US$ 68 bilhões), registramos um déficit em transações correntes de US$ 67 bilhões.

O segundo fator é a queda no saldo da conta capital e financeira: como estamos com déficit em transações correntes, o balanço de pagamentos está sendo "fechado" pela entrada de dólares para investimento direto (produtivo) e investimento em carteira (especulativo), acumulando um superávit de US$ 66 bilhões.

A maior fragilidade é que este saldo está em queda (superávit de US$ 70 bilhões, em 2012, e de US$ 112 bilhões, em 2011) e a tendência para 2014 é cair ainda mais: assim que o Fed sinalizar mais claramente mudanças na política econômica dos Estados Unidos, deve ser observada uma saída de capitais do Brasil, buscando menor risco em ativos associados à economia norte-americana. Esse cenário por si só já seria suficiente para justificar uma tendência de desvalorização do real frente ao dólar ao longo de 2014.

Porém, o terceiro fator pode intensificar ainda mais esse processo. Trata-se do possível rebaixamento da nota dos títulos da dívida brasileira: caso o mercado incorpore a expectativa de que os títulos brasileiros serão realmente rebaixados de BBB para BBB- (ainda dentro do limite para ser considerado "grau de investimento"), a saída de recursos pela conta capital e financeira será ainda mais intensa. Mesmo que o rebaixamento não ocorra, a tendência de deterioração do balanço de pagamentos é clara, bem como a depreciação da taxa de câmbio. As exportações do agronegócio serão um importante colchão para a economia brasileira.

Risco de deflação e solidez do balanço dos bancos europeus

Do outro lado do Atlântico, os agentes do setor devem permanecer atentos a dois pontos. O primeiro é o risco de deflação na Zona do Euro: devido ao longo período de baixo crescimento, as economias da Zona do Euro apresentaram, em 2013, uma redução nas respectivas taxas de inflação. Esse cenário é perigoso, porque um ambiente com deflação desestimularia ainda mais o consumo das famílias e do setor privado (por que adquirir um bem hoje se em breve ele deverá estar mais barato?), além de aumentar o valor nominal das dívidas do setor público e privado.

Se esse quadro deteriorar-se, não é improvável que o Banco Central Europeu (BCE) inicie uma política de injeção de liquidez, tal qual ainda faz o Fed. Mudanças na taxa de juros são pouco prováveis e pouco efetivas, afinal esta já opera em patamares muito baixos (0,25% a.a.). De qualquer forma, uma injeção de liquidez poderia atenuar a queda no preço das *commodities*, pois haveria um volume maior de capital circulando pelo mercado internacional em busca de ativos com razoável valorização.

O segundo ponto são os testes de estresse sobre os bancos europeus: eles estão no centro da crise do euro, havendo no mercado a suspeita de que uma fração significativa destes bancos ainda esteja com os balanços deteriorados e que alguns estejam, inclusive, insolventes. O BCE pretende submeter diversas instituições financeiras a testes de estresse – provavelmente, ao longo do primeiro semestre de 2014 – para descobrir quais precisam ser capitalizadas e quais não têm alternativa que não seja a liquidação.

Caso estes testes revelem um sistema mais fragilizado do que o esperado pelo mercado, o BCE terá que injetar ainda mais liquidez nos mercados financeiros europeus. Esse movimento, novamente, também poderá atenuar a queda no preço das *commodities*. ■

* Doutor em Economia pela Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV), professor e pesquisador do GV Agro (felippeserigati@gmail.com)