ECONOMIA BRASILEIRA

O CENÁRIO EXTERNO E OS PREÇOS DAS *COMMODITIES*

CLEMENS NUNES
Professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV-EESP)

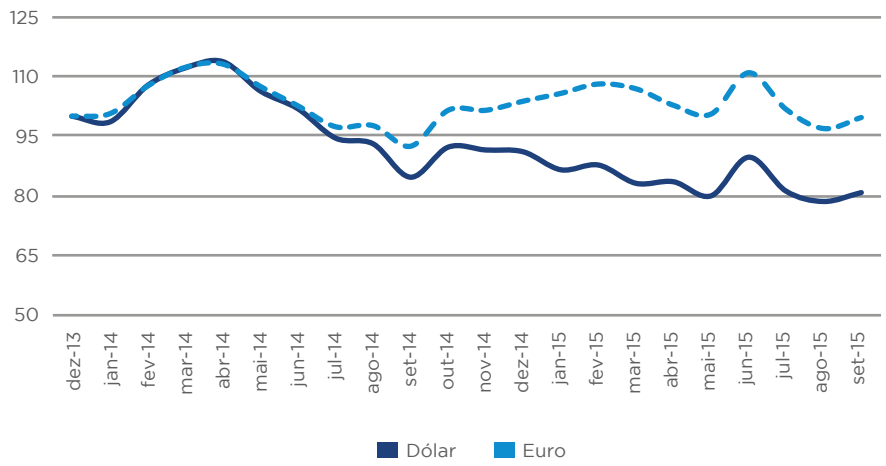
EM MEIO às incertezas na economia doméstica, o cenário externo foi relegado a segundo plano. No entanto, devido à sua importância para a economia brasileira, iremos discutir suas perspectivas considerando três aspectos. Em primeiro lugar, a perspectiva de crescimento global; em segundo lugar, o cenário para política monetária; e, finalmente, discutiremos como estes elementos estão relacionados aos preços das *commodities*, mostrando, nesse caso, que as luzes estão vermelhas.

As perspectivas de crescimento global para 2015 foram reduzidas de 3,3% para 3,1%, na revisão feita pelo FMI em outubro. Para 2016, a redução foi de 3,8% para 3,6%. Essa perspectiva é acompanhada de uma mudança no padrão de crescimento. Enquanto, até 2013, o crescimento foi puxado pelas economias emergentes, a partir de 2014, as economias desenvolvidas passaram a dominar. A desaceleração nos emergentes está relacionada, principalmente, à queda dos preços das *commodities* e a fatores domésticos em grandes economias como China e Brasil. Nas economias desenvolvidas, os Estados Unidos continuam sua recuperação em direção ao novo normal, crescendo próximo de 2,5% a.a; a economia da Zona do Euro volta a crescer a taxas mais robustas (1,5% em 2015), aproveitando uma taxa de câmbio mais competitiva e condições de crédito mais favoráveis, enquanto a economia japonesa voltou a exibir taxas de crescimento levemente positivas (0,6% em 2015). Desenvolvimentos recentes acentuam os riscos de revisão para baixo nesse cenário. Entre estes riscos, temos uma brusca desaceleração da economia chinesa e seus impactos sobre a economia global.

Com relação à política monetária, o panorama também não é uniforme. De um lado, os Bancos Centrais do Japão e da Zona do Euro prometem mais ações de afrouxamento quantitativo. De outro lado, os Bancos Centrais da Inglaterra e dos Estados Unidos (Fed) sinalizam aumento de juros para normalizar as condições monetárias. No caso americano, essa perspectiva pode ser adiada. Temendo impacto de possíveis choques deflacionários, o Fed decidiu não subir a taxa de juros em setembro. Este choque viria, principalmente, de uma queda brusca da economia chinesa. Outro fator que contribui para adiar a alta de juros é a trajetória benigna da inflação. Embora a taxa de desemprego tenha caído substancialmente, a inflação encontra-se abaixo da meta implícita de 2% a.a. A causa deste fenômeno pode estar ligada a efeitos deflacionários transitórios, como a queda do preço das *commodities* e a valorização do dólar, bem como a mudanças estruturais do mercado de trabalho.

De que maneira o crescimento global e as taxas de juros estão relacionadas ao preço das *commodities*? Inicialmente, é importante destacar que o preço de cada *commodity* depende das condições específicas de seu mercado. No entanto, fatores macroeconômicos afetam o desempenho desta classe de ativos como um todo, como pode ser observado no período de 2000 a 2008 e nos anos 70. Tipicamente, o crescimento global tem uma correlação positiva com o preço das *commodities*. Porém, o grau de correlação depende da compo-

ÍNDICE BLOOMBERG DE COMMODITIES AGRÍCOLAS



Fonte: Bloomberg

sição deste crescimento. O crescimento baseado na produção industrial e na urbanização tende a produzir efeitos importantes nos preços, já que são intensivos em *commodities*. Caso típico é a economia chinesa. No cenário corrente, a economia chinesa desacelera, enquanto as economias americana e europeia, menos intensivas em *commodities*, recuperam-se. Essa dinâmica afeta de modo desigual a economia brasileira. Enquanto a recuperação das economias americana e europeia tende a beneficiar a indústria de transformação nacional, a desaceleração dos emergentes tende a prejudicar os produtores de *commodities*.

Com relação à taxa de juros, é importante destacar que a taxa de juros real – aquela obtida descontando-se os efeitos da inflação – é que afeta diretamente os preços das *commodities*. Este efeito ocorre em quatro dimensões, ao se considerar tudo o mais constante. Em primeiro lugar, a taxa de juros real afeta a decisão de extração. Um aumento da taxa de juros real eleva o custo de oportunidade de manter reservas não exploradas e, assim, incentiva o aumento da oferta, levando à queda dos preços. Em segundo lugar, o aumento da taxa de juros real eleva o custo de manter estoques, incentivando sua venda e levando à queda de preços. Em terceiro lugar, o efeito está ligado à característica das *commodities* como uma classe de ativos financeiros. Ao aumentar as taxas de juros reais, ativos concorrentes como títulos de renda fixa tornam-se marginalmente mais atrativos, reduzindo a demanda por *commodities* e, por consequência, seus preços. Finalmente, o quarto motivo deve-se ao movimento das taxas de câmbio associado ao das taxas de juros correspondentes. Um aumento da taxa de juros real de uma moeda tende a apreciá-la frente às demais, tudo o mais constante. A apreciação tende a reduzir o preço das *commodities* em unidades daquela moeda.

Um exemplo está no gráfico que mostra o Índice Bloomberg de Commodities Agrícolas. Desde 2014, o índice perdeu 20% em dólar e, no entanto, manteve-se praticamente inalterado em euro. A razão disso é a apreciação do dólar frente ao euro no período. Nesse cenário de taxas de juros, como os preços das *commodities* reagiriam a uma elevação de juros inesperada do Fed? Com o PIB crescendo à taxa atual, o impacto dependerá do contexto no qual o Fed subirá os juros. Uma subida de juros decorrente do aumento da inflação será algo neutro para as *commodities* caso a taxa de juros real de longo prazo não se altere. No entanto, caso ocorra uma surpresa inflacionária, com o Fed atrasado em seu movimento de juros, isso será benéfico para o preço das *commodities*; e caso o Fed suba os juros, mesmo com a inflação baixa, haverá um impacto negativo sobre os preços das *commodities*. ■