A TAXA DE JUROS DOS ESTADOS UNIDOS, O PETRÓLEO E O AGRO

FELIPPE SERIGATI[1], ROBERTA POSSAMAI[2]

Os movimentos da taxa de juros dos Estados Unidos (EUA) e do preço do petróleo, como observado nas últimas semanas, influenciaram o comportamento das taxas de câmbio de países emergentes e das commodities *agropecuárias.*

OS DOIS principais ativos transacionados nos mercados financeiros internacionais são os títulos da dívida norte-americana e o petróleo. Nas últimas semanas, os mercados de ambos os ativos movimentaram-se de forma intensa: de um lado, a taxa de juros dos papéis da dívida norte-americana passou a operar no nível mais alto desde 2007, tornando os demais ativos financeiros menos atraentes para os investidores; e, de outro lado, o petróleo tem passado por uma grande volatilidade (sem direção bem definida) desde os atritos envolvendo o Hamas e o exército de Israel.

Os movimentos desses dois ativos principais influenciaram (ou têm o potencial de influenciar) o comportamento de diversos outros ativos, como as taxas de câmbio de países emergentes e as *commodities* agropecuárias. Embora ainda não estejam claras quais são essas novas tendências, já é possível desenhar cenários importantes para o agro brasileiro.

TAXA DE JUROS DE DEZ ANOS NOS EUA

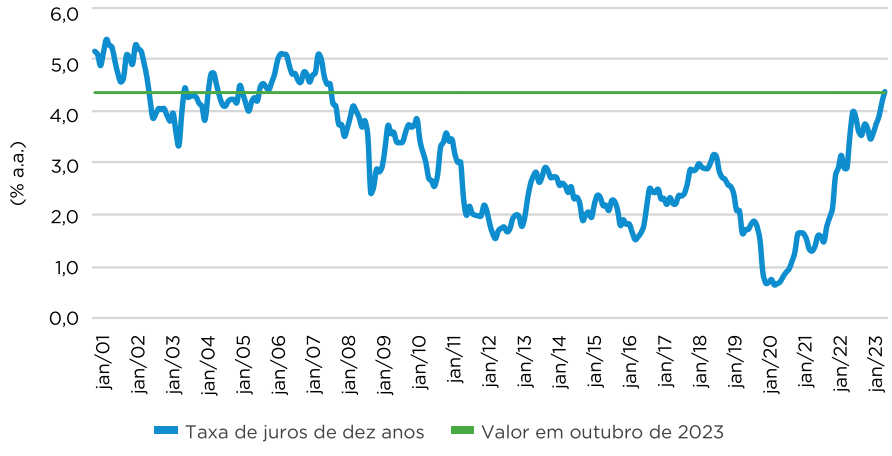
A taxa de juros dos títulos da dívida norte-americana de dez anos está operando no maior patamar desde outubro de 2007, ou seja, período anterior à deflagração dos piores momentos da crise financeira de 2008. Antes de detalhar os fatores que explicam esse cenário, é fundamental entender a relação inversa entre o preço de mercado de um título e a sua respectiva taxa de juros: quanto menor o preço de um título, maior o retorno potencial que ele pode proporcionar (ou seja, maior a sua taxa de juros).

Apresentada a relação entre o preço de mercado e a taxa de juros de um título, por que a taxa de juros de dez anos da dívida norte-americana está tão alta?

- No seu esforço para controlar a inflação, o Banco Central dos EUA (o Fed) está elevando a taxa de juros básica daquela economia (os Fed Funds). No momento em que este artigo é escrito, a taxa de juros básica efetiva dos EUA está em 5,33% a.a., apenas ligeiramente inferior ao pico de fevereiro de 2007 (5,41% a.a.). Caso este último valor seja superado (como sugerem as projeções de mercado), os EUA operarão com a sua taxa de juros no nível mais alto desde o início de 2001. Quando o Banco Central eleva a taxa de juros básica da economia, todas as demais taxas tendem a acompanhar, inclusive as dos papéis com prazo de vencimento mais longo, como os títulos de dez anos da dívida norte-americana.

GRÁFICO 1 – TAXA DE JUROS DOS TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA DOS EUA COM VENCIMENTO EM DEZ ANOS (% A.A.)

No momento em que este artigo é escrito, a taxa de juros básica efetiva dos EUA está em 5,33% a.a., ligeiramente inferior ao pico de fevereiro de 2007 (5,41% a.a.).



Fonte: Fed

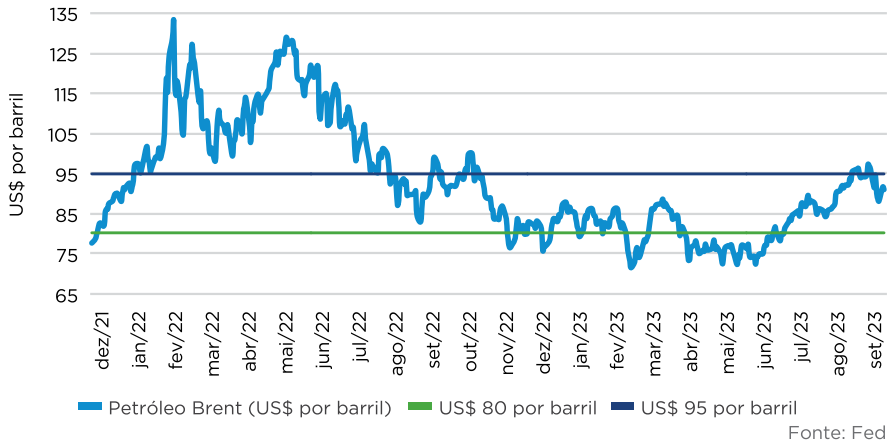
- Desde o início da pandemia, o Fed injetou muita liquidez na economia (ou seja, imprimiu e transferiu dólares para o mercado). Essa injeção de liquidez acontece quando o Banco Central compra títulos das instituições financeiras, adquire os títulos e faz o pagamento em dinheiro, ampliando as reservas de dólares dessas instituições. Passada a pandemia, esse processo de injeção de liquidez precisou ser revertido. Ao longo deste ano, o Fed está vendendo para as instituições financeiras os títulos que havia comprado, recebendo o pagamento em dinheiro e, portanto, reduzindo as reservas de dólares dessas mesmas instituições. Conforme há uma quantidade maior de títulos da dívida norte-americana no mercado, menor é o preço desses papéis e maior é a sua taxa de juros.

- A China, o Japão e a Arábia Saudita, entre outras economias, estão reduzindo os estoques de dívida norte-americana de suas reservas internacionais. A China e a Arábia Saudita estão desfazendo-se desses papéis com o objetivo de diminuir sua exposição ao risco de arbitrariedades dos EUA. Após a potência norte-americana ter "confiscado" as reservas russas no início da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, diversos países passaram a ficar preocupados com a possibilidade de ter suas reservas também congeladas caso desagradem algum interesse dos EUA e adotaram a política de ir paulatinamente reduzindo a participação dos títulos da dívida dos EUA nos ativos que compõem suas reservas internacionais. Naturalmente, conforme esses papéis são vendidos, menor fica seu preço no mercado e, por fim, maior fica a respectiva taxa de juros.

Como descrito anteriormente, há toda uma conjuntura empurrando o preço dos títulos da dívida norte-americana para baixo (e, portanto, empurrando a sua respectiva taxa de juros para cima). Dado que esses papéis são considerados ativos de baixo risco (ao menos, para o setor privado e os aliados dos EUA), quando eles ficam mais rentáveis (mais baratos e, portanto, proporcionando uma taxa de juros mais elevada), diversos outros ativos ficam menos chamativos. Essa dinâmica vale para ações, títulos privados, ativos de economias emergentes e *commodities*. Por exemplo, a alta nos juros norte-americanos acaba impondo uma espécie de teto para a redução da taxa Selic aqui no Brasil; a taxa de juros brasileira não pode ser reduzida ao ponto de se tornar mais atraente investir nos EUA do que deixar o capital por aqui.

GRÁFICO 2 – COTAÇÃO DO PETRÓLEO DO TIPO BRENT (US$ POR BARRIL)

No momento em que este artigo é escrito, a cotação do petróleo Brent opera na faixa entre US$ 80 e US$ 95 por barril.



Fonte: Fed

PETRÓLEO SEM TENDÊNCIA DEFINIDA

O mercado de petróleo é bastante sensível às perspectivas de crescimento da economia global (se há a projeção de que o mundo vai desacelerar, as cotações do petróleo passam a operar em níveis inferiores, e vice-versa) e aos fatores geopolíticos em importantes regiões produtoras (desde a guerra entre a Rússia e a Ucrânia até os atritos envolvendo o Hamas e o exército de Israel). Além disso, para manter a cotação do petróleo em patamares adequados, os países produtores, especialmente aqueles representados pela versão estendida da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP+), podem combinar um aumento ou uma redução na produção diária de barris.

Com os atritos entre o Hamas e o exército de Israel, a cotação do petróleo passou a operar com uma grande volatilidade, mas sem uma tendência definida. No momento em que este artigo é escrito, a cotação do petróleo Brent continua a operar na faixa entre US$ 80 e US$ 95 por barril, tal qual observado desde o início de julho último, com exceção de alguns breves períodos. Todavia, é fundamental recordar que esse mercado tem operado com um elevado nível de estresse, seja devido aos conflitos bélicos, seja devido à incerteza com relação à velocidade com que a economia mundial deverá desacelerar e à decisão de cortes da produção diária de barris (principalmente, pela Arábia Saudita). Diante disso, é possível delimitar alguns cenários:

- Caso os conflitos bélicos fiquem ainda mais turbulentos, a cotação do petróleo deve subir;

- Caso o cenário de desaceleração da economia mundial se agrave (seja devido à elevação dos juros

SHUTTERSTOCK



dos EUA, ao desaquecimento da economia chinesa ou aos efeitos de segunda ordem das próprias turbulências geopolíticas), há espaço para redução na cotação do petróleo;

- Ainda assim, os países-membros da OPEP+ podem decidir ajustar sua produção para tentar manter a cotação do petróleo no nível que eles desejam.

COMO AS TURBULÊNCIAS CHEGAM AO AGRO?

De forma mais imediata, o principal canal de transmissão dessas turbulências no cenário internacional para o universo agro é a taxa de câmbio brasileira. Caso aumente a aversão ao risco no mercado internacional (por exemplo, com a deterioração dos atritos geopolíticos) ou a taxa de juros nos EUA passe a operar em patamares ainda mais altos, a taxa de câmbio aqui no Brasil tende a subir.

"De forma mais imediata, o principal canal de transmissão dessas turbulências no cenário internacional para o universo agro é a taxa de câmbio brasileira."

Outro canal de transmissão importante é a influência da cotação do petróleo sobre os custos de produção do universo agro. Embora possa haver alguma defasagem na transmissão desse choque de custos, o agro tem, em geral, grandes dificuldades para repassar um aumento de despesas para o consumidor final (seja quem ele for). Com isso, via de regra, um choque adverso de custos resulta em uma compressão de margens para o setor.

Por fim, há pressões baixistas para as cotações das *commodities* agrícolas seja do lado financeiro (como a elevação na taxa de juros dos EUA), seja do lado macroeconômico (via desaquecimento da economia mundial), seja do lado dos fundamentos (das grandes *commodities* agrícolas, talvez apenas açúcar e algodão acumulem uma alta em dólares neste ano). ■

1 Professor e pesquisador do Centro de Agronegócio da Fundação Getulio Vargas (FGV Agro) – felippe.serigati@fgv.br
2 Pesquisadora do FGV Agro – roberta.possamai@fgv.br