

# Ventos externos desfavoráveis

**Até o baixo crescimento de cerca de 1,5% esperado pelo mercado pode ser difícil de alcançar no ano que vem**

**Por Ricardo Barboza e Bráulio Borges**

**Valor, 10/11/2023**

---

Embora o Brasil seja um país relativamente fechado em termos comerciais, ele é bastante impactado pelos eventos externos - somos a “pequena economia aberta” dos livros-texto de macroeconomia. E, neste momento, os ventos vindos de fora despertam preocupações. Senão, vejamos.

Primeiro, temos uma política monetária global altamente restritiva, cujas taxas devem se manter em patamar elevado por um período relativamente prolongado - até que haja sinais claros de que a inflação repousará nas metas de cada país.

Não custa lembrar que uma estimativa do Fed de San Francisco aponta que, desde meados deste ano, a postura efetiva da política monetária nos EUA (considerando juros, retórica/comunicação e aperto quantitativo) é compatível com uma taxa de juros nominal de cerca de 7% a.a., nível não observado nesse mesmo indicador (Proxy FFR) desde o começo dos anos 2000.

Isso é importante porque o Brasil sofre os efeitos contracionistas de uma taxa de juros internacional mais elevada e das condições financeiras mais restritivas associadas a ela. De fato, as funções de resposta ao impulso da versão mais recente do modelo Samba do BCB sugerem que nosso PIB tende a se contrair após choques monetários externos (“ceteris paribus”).

Segundo, a China (nosso principal parceiro comercial) está desacelerando seu crescimento de forma mais permanente, refletindo a perda de dinamismo do setor imobiliário - que foi fundamental para sustentar o desempenho econômico chinês na década passada, substituindo o impulso gerado na década anterior pelas exportações.

Os riscos associados a esse desaquecimento são ainda maiores se considerarmos que cerca de 70% da riqueza das famílias chinesas se encontra

em imóveis. Desse modo, uma crise nesse setor pode deflagrar um efeito riqueza negativo (que gera contração de consumo), além de suscitar temores quanto à estabilidade financeira naquela que é uma das maiores economias do mundo.

Terceiro, os preços internacionais de commodities já caíram 7% esse ano em relação ao ano passado e há previsões de grandes bancos (ainda que esse tipo de previsão deva ser encarada com muita cautela) indicando que o índice CRB de preços de commodities pode recuar cerca de 20% nos próximos dois anos. O Banco Mundial, em seu Commodity Markets Outlook recém-lançado, apresenta uma visão semelhante, de queda nos preços em dólares de boa parte desses produtos em 2024 e 2025.

Já repetimos inúmeras vezes neste espaço, mas cabe insistir: preços de commodities são um importante (e subvalorizado) condicionante para o desempenho econômico brasileiro. Há inúmeros estudos mostrando esses efeitos na nossa atividade, por canais diversos, mas sobretudo via investimento (pelo lado da demanda) e via indústria (pelo lado da oferta). Convém apontar que, na Carta do FGV-Ibre publicada em julho deste ano, foi apresentado um exercício indicando que a alta expressiva da renda primária gerada pelos setores de commodities de 2020 até 2023 explicou, via efeitos diretos e indiretos, parte relevante das surpresas favoráveis consecutivas do PIB brasileiro observadas nesse período. Contudo, também foi apontado naquela publicação que 2024 será um ano de contração da renda gerada por esse setor, tanto por conta de preços menores como de quantidades crescendo menos.

Quarto, a Argentina (o nosso terceiro maior parceiro comercial) está vivendo um verdadeiro caos, sob uma disputa eleitoral que coloca, de um lado, um modelo econômico que provocou inúmeros desequilíbrios e, de outro, um radicalismo político inconsequente.

Resolver a situação econômica argentina envolve políticas contracionistas, sendo que um menor crescimento da absorção interna na Argentina significa menos demanda pelos produtos brasileiros, sobretudo industriais. É verdade que a reversão do choque agrícola muito desfavorável observado em 2023 deverá ajudar os hermanos (a safra de grãos deverá crescer cerca de 70% em 2024), mas, ainda assim, isso não eliminará a necessidade de medidas mais duras para debelar a inflação, que já supera os 140% ao ano.

Quinto, há um mundo em ebulição conflituosa, com mais uma guerra agora no cenário externo, que deve elevar os índices de incerteza internacional, com consequências negativas sobre o nosso PIB. De fato, um box do Relatório de Inflação do Banco Central de setembro de 2019 deixa claro como a incerteza externa tem efeitos contracionistas e duradouros sobre a atividade econômica. Nas palavras do estudo, “a incerteza global tem papel relevante na dinâmica da atividade econômica, sendo que os efeitos da incerteza global podem persistir por longos períodos de tempo”.

Em suma, os ventos externos aparentam bem desfavoráveis no horizonte que se avizinha. A questão é: temos casaco para nos proteger do possível resfriado?

No cenário doméstico a consolidação fiscal doméstica prometida (resultado primário passando de cerca de -1,4% do PIB para perto de zero) deverá implicar contração adicional para o PIB (ainda que um eventual cumprimento da meta fiscal em 2024 possa amenizar esse efeito contracionista “keynesiano”, via melhora das condições financeiras - já que hoje boa parte dos analistas prevê um déficit bem abaixo do limite inferior da meta).

Ou seja, a única “variável de ajuste” para mitigar um maior desaquecimento de nosso PIB gerado pelos fatores listados será, basicamente, a política monetária doméstica. Contudo, o cenário hoje vislumbrado pela maioria dos analistas é tal que a Selic permanecerá em terreno contracionista (isto é, acima do juro neutro, de cerca de 4,5% a.a. em termos reais) até o final do ano que vem, mesmo com a inflação se aproximando do centro da meta no horizonte relevante (que, com a adoção do sistema de metas contínuas a partir de meados de 2023, deveria ser de cerca de 24 meses à frente).

Se assim for, até mesmo o baixo crescimento de cerca de 1,5% esperado atualmente pelo mercado pode se revelar difícil de alcançar no ano que vem.

**Ricardo Barboza é pesquisador associado da FGV-IBRE, professor do IBMEC e Mestre pela PUC-Rio.**

**Bráulio Borges é pesquisador associado da FGV-IBRE, economista sênior da LCA Consultores e Mestre pela USP. As opiniões aqui expressas são estritamente pessoais.**