



O SUPERÁVIT NO BALANÇO DE PAGAMENTOS E O REAL

COMENTÁRIO MACRO

ABRIL, 2021



Em meio à piora de fundamentos - crescimento mais lento, inflação em alta e aumento do endividamento público - a situação das contas externas é o único destaque positivo para o cenário econômico brasileiro. Prevemos em 2021 um superávit comercial de US\$ 75 bilhões, com o saldo em conta corrente positivo em US\$ 5 bilhões. Com a retomada do crescimento e robusto cronograma de ofertas de ações e também de leilões de infraestrutura, poderemos ter uma melhora na conta financeira propiciando um fluxo cambial positivo de US\$ 30 a 40 bilhões. Tal cenário mais poderia aliviar as condições financeiras e reduzir as expectativas inflacionárias caso levasse à valorização do real; mas isso depende também, fundamentalmente, da correção dos erros na condução da crise sanitária e também da redução da incerteza quanto à política fiscal e retomada da agenda de reformas.

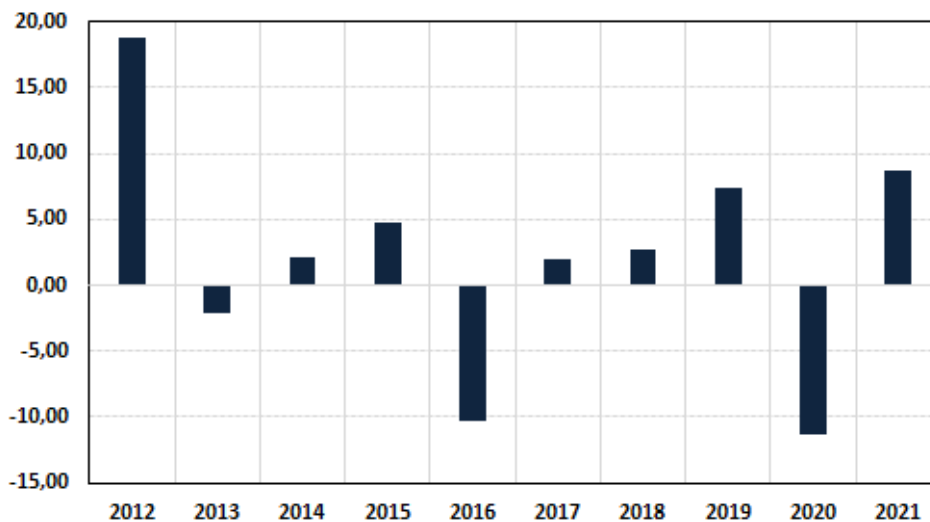
COMENTÁRIO MACRO

Enquanto as previsões econômicas para o Brasil em sua grande maioria têm caminhado na direção negativa – crescimento mais baixo, inflação em alta e deterioração fiscal com mais endividamento –, o ponto a comemorar é a melhora nas projeções quanto à balança comercial e ao fluxo cambial.

Após as mudanças metodológicas recentemente anunciadas para o cômputo da balança comercial (alterando a contabilização de regimes especiais, como plataformas de petróleo), acumulamos um saldo comercial de US\$ 7,9 bilhões no primeiro trimestre do ano. Ainda, com a aceleração dos embarques de soja (houve atraso no plantio), os números do 2T21 devem ser recordes, com o saldo acumulado em 11 dias úteis em abril já tendo atingido US\$ 6,3 bi, com possível superávit de 2 dígitos no mês. Nesse contexto, estimamos na ASA Investments um saldo positivo da balança comercial de US\$ 75 bilhões neste ano. Tal estimativa, consideravelmente acima do consenso Focus (US\$ 57,7 bilhões), alinha-se com outras previsões revistas no período recente, entre as quais do Banco Central (US\$ 70 bilhões), que é normalmente conservador.

Esse comportamento favorável da balança comercial, aliado à melhora até aqui da conta financeira, gerou uma situação favorável do fluxo cambial, que acumula superávit de US\$ 8,7 bilhões no 1T21. Nos últimos dez anos, tal resultado só perde para o saldo acumulado em 2012 (US\$ 18,7 bilhões), quando o país ainda acumulava reservas internacionais em contexto de juros reais muito mais elevados.

Gráfico 1 - Fluxo cambial acumulado no 1T (US\$ Bi)

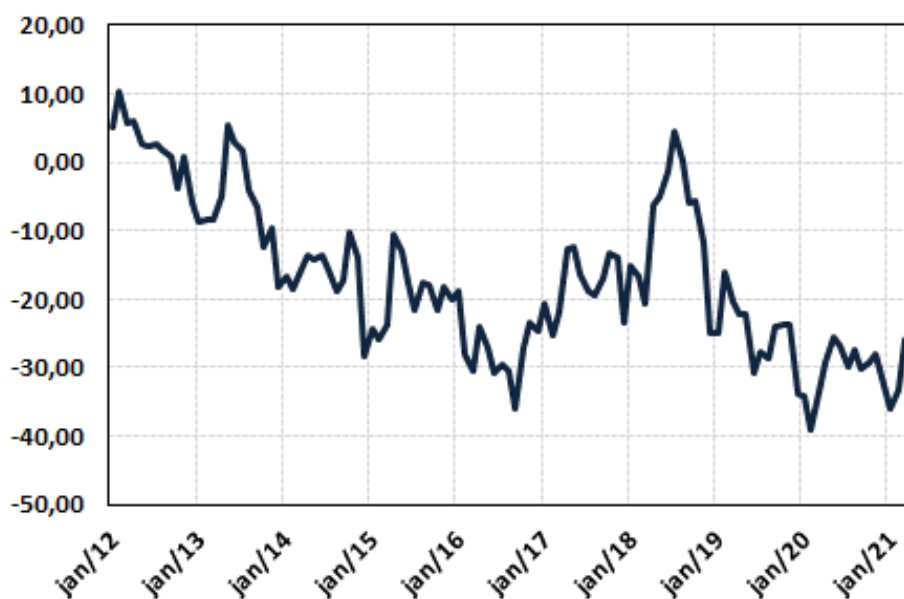


Fonte: BCB E ASA Investments

Se olharmos o balanço de pagamentos sobre a ótica do “hiato financeiro”, (tabela 2 da Nota do Setor Externo), que elimina operações que não impactam o mercado de câmbio (como por exemplo o reinvestimento de lucros locais por empresas estrangeiras, juros incidentes sobre reservas internacionais), e que usa o câmbio liquidado, temos até fevereiro um superávit no balanço de pagamentos de US\$ 0,4 bilhão. Este valor é inferior ao saldo do fluxo cambial do primeiro bimestre (US\$ 7,1 bi, medido base no câmbio contratado), mas deve ser ajustado com a correção no saldo da balança comercial no período, confirmando a obtenção de um superávit no nosso balanço de pagamentos no primeiro trimestre, ao menos sob a ótica das operações que afetam o mercado de câmbio.

Como expressão da melhora do fluxo cambial, tem havido redução na posição vendida dos bancos no mercado spot de câmbio. Esta situava-se em US\$ 35,8 bilhões ao final de 2020 e atingiu US\$ 25,7 bi ao final de fevereiro último. Com a turbulência nos mercados vista em março, o BC atuou vendendo US\$ 6,6 bilhões no mercado spot, o que reduziu adicionalmente a posição vendida dos bancos, que atingiu US\$ 21,1 bilhões ao final de março.

Gráfico 2 - Posição cambial dos bancos (US\$ Bi)



Fonte: BCB E ASA Investments

Ao carregar uma posição vendida em dólar em sua posição spot, os bancos neutralizam essa exposição cambial via aquisição de dólar futuro, para evitar a necessidade de alocação de capital adicional no balanço. A queda da posição vendida no spot observada esse ano leva à necessidade de redução de igual valor na compra de dólar futuro. Se a oferta de dólar do BC via swap se mantém, o fluxo cambial positivo se transforma, via bancos, em um excedente de oferta de dólar futuro no mercado.

O SUPERÁVIT NO BALANÇO DE PAGAMENTOS E O REAL

COMENTÁRIO MACRO

Nas estimativas da ASA Investments, o saldo exuberante da balança comercial deverá levar a um superávit em conta corrente de US\$ 6 bilhões. Estimar o saldo do balanço de pagamentos é mais desafiador, dada a maior volatilidade da conta financeira. Desde 2019, passamos a ter alguns fatores que pesaram negativamente na conta financeira: i) o repagamento de passivos externos pelo setor empresarial, com o aumento da atratividade do mercado de capitais doméstico, pela queda estrutural da taxa de juros; ii) pelo mesmo motivo, houve redução da entrada de capitais na renda fixa e via “carry trade” e iii) diminuição do fluxo de investimento direto no país a partir da pandemia, seguindo a tendência de queda nos fluxos globais de FDI de 43% em 2020, que voltaram aos níveis dos anos 1990, segundo dados da UNCTAD.

Tabela 1 - Balanço de Pagamentos (US\$ Bilhões)

Balanço de Pagamentos - U\$ bi	Projeção 2021
Transações Correntes	6,0
Balança Comercial	70,0
Exportações	255,0
Importações	190,0
Serviços	-24,0
Renda Primária	-42,4
Renda Secundária	2,4
Conta Capital + Financeira	44,1
Investimento Brasileiro no Exterior	-31,4
Investimento Direto	-21,0
Investimento em Carteira	-7,4
Outros Investimentos	-3,0
Investimento Estrangeiro no Brasil	75,5
Investimento Direto	65,0
Ações	13,0
Renda Fixa	10,0
Emp. e Títulos LP Negociados Exterior	-7,0
<i>Taxa de Rolagem</i>	<i>90%</i>
Emp. e Títulos CP Negociados Exterior	-8,5
Outros	3,00
Derivativos	0,0
Ativos de Reserva e/ou redução de ativos de bancos	50,1

Fonte: BCB E ASA Investments

O SUPERÁVIT NO BALANÇO DE PAGAMENTOS E O REAL

COMENTÁRIO MACRO

É possível que estejamos entrando em um momento mais favorável. O processo de redução de passivos externos de algumas grandes empresas (como Petrobras) já estaria mais avançado. Com isso, esperamos uma taxa de rolagem da dívida externa mais próxima dos níveis pré-pandemia (90%), após uma performance muito ruim no ano passado (79%).

Adicionalmente, desde meados de 2020 temos assistido uma recuperação dos saldos de investimento de portfólio (ações e renda fixa). Com a expectativa de elevação da taxa Selic este ano (estimamos que alcance 6% ao final do ano), teríamos no 2º semestre uma taxa de carregamento do real similar à observada em México e África do Sul, retirando a desvantagem observada pela nossa moeda no período recente. As curvas de juros locais indicam juros nos próximos 12 meses em 4,35% no Brasil e em 4,53% e 4,73% no México e na África do Sul, enquanto os juros de 3 meses ainda mostram um carry significativamente mais baixo no Brasil, (3,10%), do que nesses outros dois países, respectivamente em 4,30% e 4,58%.

Assistimos já no primeiro bimestre deste ano uma recuperação dos saldos de investimento direto no país, que atingiram US\$ 10,8 bilhões, mais do dobro do valor para o mesmo bimestre de 2020. A UNCTAD, em suas previsões para o fluxo global de FDI, não é otimista para a recuperação dos fluxos ligados a projetos novos (“greenfield”) mas há expectativa mais positiva com aquele ligado a fusões e aquisições (M&A). Esperamos que o IDP este ano se situe em US\$ 65 bilhões.

Concorre para esse cenário mais positivo de investimentos em portfólio e diretos o cronograma robusto de ofertas de ações, assim como a expectativa favorável quanto aos leilões de concessão em infraestrutura, que podem envolver novas licitações no pré-sal e a banda 5G em telecom.

Com uma conta corrente mostrando um modesto superávit e com expectativa de uma conta financeira mais robusta, é possível que tenhamos um superávit no balanço de pagamentos na faixa de US\$ 30 a 40 bilhões, se medido pelo hiato financeiro (mais próximo do fluxo cambial), com a conseqüente redução da posição cambial vendida dos bancos, que poderiam até passar a uma posição comprada, levando a ajuste na posição comprada em derivativos.

Mas, embora haja este contexto potencialmente mais favorável, fica evidente que o comportamento recente do real está descolado dos fundamentos do setor externo. Em relatório divulgado esta semana (“Introducing Compass BEER: medium-term EM FX valuation”, de 19 de abril), o Bank of America mostrou que o real, no contexto dos países emergentes, é a moeda que está mais subvalorizada (24%) contra uma estimativa de valor justo (“fair value”). Esta situação decorre, é claro, do aumento do risco-país em contexto da postura desastrosa do governo na condução da pandemia, ao lado da tentação com o populismo fiscal e constante ameaças ao nosso arcabouço fiscal, como nós (e muitos outros) temos apontado insistentemente.

O SUPERÁVIT NO BALANÇO DE PAGAMENTOS E O REAL

COMENTÁRIO MACRO

Ao lado dos elementos de risco doméstico, o cenário internacional mostra-se menos convidativo à diversificação de risco na direção de ativos emergentes, notadamente pela tendência de elevação dos juros globais e fortalecimento do dólar nos últimos meses. Mas a pior performance relativa do real poderia ser ao menos em parte corrigida se os fatores de risco doméstico fossem atenuados, propiciando uma apreciação do real para níveis mais próximos ou abaixo de R\$ 5,00/US\$. Com isso, teríamos um alívio inflacionário importante ao lado de condições financeiras mais estimulativas, e possivelmente menos risco de um aperto monetário mais expressivo.

Nesse contexto, avaliamos como adequada a solução encontrada para o orçamento de 2021, não obstante o elevado nível do gasto extra-teto. Infelizmente, prevaleceu um orçamento com um volume excessivo de emendas parlamentares, em detrimento de gastos que poderiam contribuir para aliviar os efeitos da pandemia na população mais afetada, contribuindo também para uma recuperação mais rápida da economia.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com