



**O BALANÇO DE
PAGAMENTOS E
O FLUXO
CAMBIAL**

COMENTÁRIO MACRO



Caminhamos para superávit nas transações correntes em 2021, destaque positivo na recuperação brasileira em curso. No bojo desta melhora, discutimos neste comentário o crescente hiato entre o saldo da balança comercial e o Fluxo Cambial – apelidado pelo mercado de “boca de jacaré”. Partimos do reconhecimento de que os dois demonstrativos relativos do setor externo possuem bases contábeis diferentes: o BP seria um registro econômico de transações entre residentes e não residentes e o fluxo é um registro de contratação de câmbio com diferentes prazos. Assim, a diferença entre a balança comercial e fluxo cambial pode refletir diferimento de pagamento, ou a decisão do exportador de não internalizar o dólar. Desde 2017 há uma redução no fluxo cambial referente às exportações e, mais recentemente, uma redução na diferença entre o fluxo de importação frente às importações embarcadas. A hipótese que julgamos plausível é que a mudança estrutural do patamar de juros no Brasil e a redução do diferencial com os juros internacionais podem ter alterado a atratividade do financiamento do comércio exterior, o que também pode ser reforçado por estratégias empresariais de desalavancagem. Por fim, a despeito da “boca de jacaré”, há sim em 2021 uma mudança muito relevante no fluxo cambial, mas não no segmento comercial e sim no financeiro, sobretudo com a melhora dos ingressos de investimentos em renda fixa e ações.

O BALANÇO DE PAGAMENTOS E O FLUXO CAMBIAL

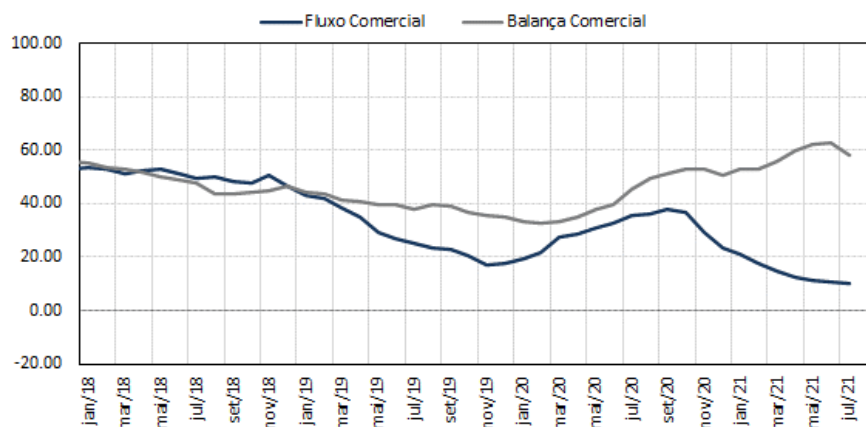
COMENTÁRIO MACRO

A situação das contas externas tem sido um destaque positivo para o Brasil na recuperação econômica em curso, contribuindo para uma moeda menos depreciada e ajudando na recuperação da renda via melhora nos termos de troca. Devemos encerrar 2021 com um pequeno superávit em transações correntes (US\$ 6 bilhões, ou 0,4% do PIB), ao lado de uma conta capital que deve mostrar um ingresso líquido positivo de investimentos em carteira (ações, fundos e renda fixa) pela primeira vez desde 2017. A melhora nos termos de troca, mesmo que às custas de pressão inflacionária, ajuda na situação das contas públicas por meio da arrecadação da União e, também, de Estados e Municípios.

Curiosamente, o quadro anterior à pandemia era bem menos favorável, tendo o Brasil em 2019 incorrido em um déficit em transações correntes de US\$ 65 bilhões (3,5% do PIB). Em nosso comentário de 05/12/19 (“Analisando a piora das contas externas”) chamávamos atenção para dois fatores que haviam contribuído para esse substancial aumento no déficit em transações correntes. Em primeiro lugar, a redução no preço de nossas principais commodities exportadas e o aumento cíclico das importações reduziram o saldo comercial, que fechou 2019 com superávit de US\$ 35,2 bilhões (pela ótica do Ministério da Economia, ME).

Mas havia também um segundo motivo, não relacionado ao fluxo cambial e sim associado a mudanças na mensuração das contas externas, ponto que queremos novamente discutir no contexto atual. Em particular, interessa entender melhor o que poderia explicar a substancial diferença entre o saldo da balança comercial (US\$ 36,7 bilhões no 1S21), pela medida do ME, contra um superávit no fluxo cambial comercial de US\$ 13,3 bilhões no mesmo período. É o que muitos no mercado tem chamado de “boca de jacaré” entre a balança comercial e o fluxo cambial comercial, em particular no que toca às exportações.

Gráfico 1: Fluxo Comercial vs Balança Comercial (Conceito MDIC), Ac. 12 meses (US\$ Bilhões)



Fonte: BCB, Secint, ASA Investments

O entendimento desse comportamento tem como ponto de partida o reconhecimento de que temos dois demonstrativos que possuem bases contábeis diferentes. O balanço de pagamentos (BP) é um registro econômico de transações entre residentes e não residentes, as quais, como veremos, não envolvem necessariamente uma operação de câmbio subjacente. Já o fluxo cambial é o registro de contratação de operação de câmbio, que pode se distanciar no tempo (dias ou mesmo anos) da transação econômica

subjacente. O BP está mais para o balanço patrimonial, no caso da contabilidade empresarial; o fluxo cambial aproxima-se mais de um demonstrativo de fluxo de caixa (embora envolva apenas a contratação, e não a liquidação do câmbio).

No comentário acima citado, tratamos de como a contabilidade do BP no Brasil vinha crescentemente se distanciando das operações de câmbio, cuja necessidade de registro é sobretudo remanescente do nosso passado de controles cambiais. Em países de moeda plenamente conversível, não há, em geral, informações centralizadas e tempestivas de transações cambiais, lançando-se mão de outras fontes e bases de dados para a contabilização do balanço de pagamentos.

Nessa direção, desde 2015, quando da implantação do BPM-6, passamos, entre outras mudanças, a computar o reinvestimento de lucros de subsidiárias estrangeiras como investimento direto no país, contabilizando ao mesmo tempo uma remessa de lucros da subsidiária para a matriz, registros econômicos sem contrapartida no mercado ou fluxo cambial.

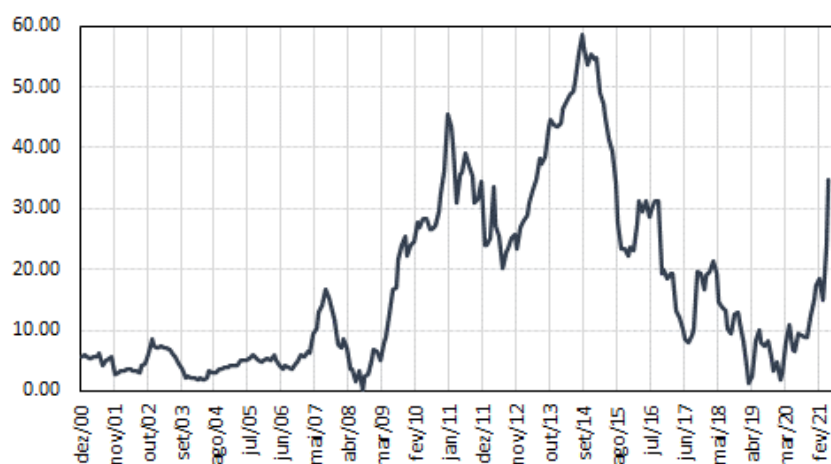
E a partir de 2018, o BC passou a reclassificar saídas na conta capital relativas a residentes, como o crédito comercial ativo (receita do exportador não internalizada) ou investimento direto no exterior, de acordo com usos dados a esses recursos pelo não-residente: pagamento de importações, amortização de empréstimos ou pagamento de serviços. Essa reclassificação passou a ser feita com base em dados disponibilizados por empresas nas declarações do CBE (Capitais Brasileiros no Exterior) e no Censo de Capitais Estrangeiros no País, também podendo envolver informações amostrais de demonstrativos financeiros das empresas.

Com isso, ficou claro que não havia um grande acúmulo de recursos de exportadores no exterior a partir do fim da cobertura cambial (obrigatoriedade de internalizar os dólares recebidos em exportações) em 2006. Os recursos têm sido usados para operações diversas das empresas, o que acabou inclusive por elevar o patamar do déficit em transações correntes, na medida em que parte relevante do fluxo de capital de residentes para não residentes foi “recarimbado” como alguma transação ligada à importação de bens ou serviços. Em 2018, por exemplo, o déficit em transações correntes foi elevado em 1,4% do PIB mediante tal reclassificação.

Voltemo-nos então para a questão da discrepância entre o fluxo cambial comercial vis-à-vis o saldo comercial registrado no BP. Ela pode refletir, em primeiro lugar, o mero diferimento no pagamento (crédito do exportador ao importador, podendo ser internalizado ou não no futuro), na prática como uma venda a termo. A segunda alternativa pode ser o recebimento dos dólares em uma conta do exportador no exterior, que opta em não os internalizar. Ambos os casos são contabilizados como crédito comercial ativo, pois refletem uma exportação que, ao menos temporariamente, não teve contrapartida na internalização de recursos.

Após a reclassificação feita pelo BC a partir de 2018, hoje percebemos que o montante não internalizado não resulta em acúmulo expressivo de disponibilidades no exterior. Em 2018, o montante do crédito comercial ativo era inicialmente de US\$ 51,2 bilhões e teve seu valor reduzido para US\$ 7,3 bilhões com a referida reclassificação. A média anual da rubrica “demais ativos” dentro da conta financeira, que incorpora os créditos comerciais ativos, foi de US\$ 32,2 bilhões entre 2011 e 2017, reduzindo-se para US\$ 11,2 bilhões no triênio 2018/20.

Gráfico 2: Demais Ativos (inclui Créditos Comerciais), Ac. 12 meses (US\$ Bilhões)

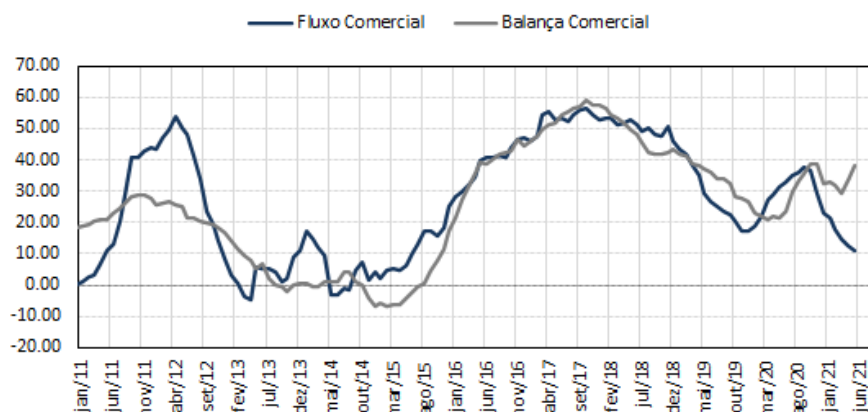


Fonte: BCB, ASA Investments

Há, ainda, uma terceira possibilidade. A discrepância (a “boca de jacaré” entre o fluxo e a balança) pode refletir que exportações que estejam sendo feitas (ou “embarcadas”) hoje tenham tido contratação (ou mesmo liquidação) do câmbio no passado, mesmo muitos anos atrás. Isto pode ocorrer por meio do “pagamento antecipado” (PA), que é uma rubrica discriminada nas divulgações do fluxo cambial, no caso de a contratação do câmbio ter sido feita por empresa não-financeira (o próprio importador ou um intermediário, como uma “trading company”). Esse pagamento antecipado, no fluxo cambial, pode por exemplo corresponder, no balanço de pagamentos, a um empréstimo inter companhia, que pode ser liquidado até anos após o embarque da mercadoria.

Na década passada tivemos um período em que o fluxo cambial comercial normalmente superava em valor o resultado da balança comercial, mesmo havendo a possibilidade de manutenção dos recursos das exportações no exterior, a partir do fim da cobertura cambial. Entre 2011 e 2016, observou-se um hiato positivo médio de US\$ 6,7 bilhões/ano, em média, entre o fluxo cambial comercial e o saldo da balança comercial medido no BP. Isso refletia uma situação em que o fluxo cambial da exportação (entrada) era pouco menor do que a exportação embarcada e em que o fluxo cambial de importação (saída) era sistematicamente menor do que a importação física.

Gráfico 3: Fluxo Comercial vs Balança Comercial (Conceito BC), Ac. 12 meses (US\$ Bilhões)



Fonte: BCB, ASA Investments

Sabemos que foi um período marcado por juros estruturalmente mais elevados, com grande diferencial com os juros internacionais após a crise financeira de 2008. É plausível, assim, imaginar que operações de pagamento antecipado de longo prazo se tornavam mais vantajosas, de um lado, enquanto o financiamento da importação (que não impacta o fluxo comercial em operações maiores de um ano) fossem também atrativas, de outro. No caso da relação entre matrizes e filiais (ou o inverso), estimulava-se a maximização do caixa devido no Brasil, frente a um diferencial de juros atraente.

A partir de 2017 observa-se um comportamento diferente, com o saldo do fluxo cambial abaixo do saldo comercial embarcado (-US\$ 4,6 bi/ano, em média). Há uma redução no fluxo cambial referente às exportações e, mais recentemente, uma redução na diferença entre o fluxo de importação frente às importações embarcadas. Como consequência, o fluxo comercial a partir de 2019 cai de patamar, apesar da melhora do saldo comercial embarcado.

A mudança estrutural do patamar de juros e a redução do diferencial com os juros internacionais teria possivelmente alterado o padrão de financiamento do comércio exterior, tornando menos atraente o PA da exportação (ou outras formas de financiamento), reduzindo o fluxo de entrada, de um lado, reduzindo a atratividade do financiamento das importações, elevando o fluxo de saída, de outro.

A possibilidade de o comportamento do fluxo comercial estar mais relacionado à evolução do patamar estrutural do juro e não da sua evolução conjuntural recente (pós-pandemia) parece ser uma explicação plausível. Isto porque, ao longo de 2021, esta discrepância se ampliou exatamente em momento em que a política monetária começou seu movimento de normalização. A diferença entre o saldo comercial registrado no fluxo cambial e o saldo embarcado (dado do ME) era positivo em US\$ 3,3 bilhões no 1S20 (ou seja, saldo maior no fluxo e menor embarcado), contra diferença negativa de US\$ 23,4 bi no 1S21.

Do ponto de vista microeconômico, a mudança do fluxo comercial em contexto de juros domésticos mais baixos pode também refletir políticas de redução de endividamento de grandes empresas (como a Petrobras), que nesse esforço podem também ter reduzido a exposição a créditos comerciais e outras formas de financiamento de comércio exterior.

Cabe fazer alguns comentários específicos quanto ao ano de 2021, com os dados disponíveis até maio para o BP. Em primeiro lugar, há uma discrepância muito acentuada entre o superávit comercial no conceito do BC, divulgado nas contas externas, e aquele na contabilização do ME. Essa diferença reflete sobretudo a inclusão do programa do Repetro - mais notadamente, via importações fictas de plataformas de petróleo - na apuração do BC, que não entram no cômputo do ME. Daí termos um superávit no fluxo comercial até maio de US\$ 11,5 bilhões, superior àquele registrado na balança comercial do BC, mas muito inferior ao que efetivamente se verificou na balança comercial “embarcada” no conceito ME.

O segundo ponto diz respeito ao valor elevado da rubrica de créditos comerciais ativos (por valor), diversamente do verificado a partir de 2018, com a reclassificação do uso desses recursos pelo BC. Conforme descrito acima, isso pode refletir, em um primeiro momento, o mero diferimento do pagamento pelo importador, a ser liquidado ao longo do tempo, com o montante sendo atipicamente mais alto em função da notável expansão das exportações em 2021 (US\$ 135,9 bilhões, +35% no 1S21 comparado ao 1S20). Ainda, tais montantes serão tempestivamente reclassificados pelo BC de acordo com possíveis usos do exportador, não nos parecendo provável que tais dados tenham destino muito diferente do que tem sido visto desde 2018.

Se estamos vivendo um movimento mais estrutural ou conjuntural, no tocante ao comportamento do financiamento do comércio exterior e da postura das empresas envolvidas no comércio internacional, o tempo dirá. Mas já é possível ao menos concluir que (i) o hiato da balança comercial frente ao fluxo (“boca de jacaré”) não parece ser substancialmente ligado a um acúmulo no exterior de receitas de exportação, que não se mostra significativo, como apurado pelo BC a partir de 2018. E (ii) o fluxo comercial mais fraco relativamente ao saldo da balança comercial “embarcada” não parece refletir um movimento conjuntural ligado aos juros baixos praticados desde a pandemia, pois é um movimento que o antecede e que inclusive se intensificou em 2021.

E se há uma redução de endividamento em curso que reflete um comportamento mais estrutural, ele é finito no tempo, com as empresas atingindo, em algum momento, o novo patamar desejável de endividamento. E, ao longo do tempo, o BC deverá poder capturar esse movimento por meio das abordagens acima descritas, via CBE, Censo do Capital Estrangeiro ou demonstrativos financeiros de empresas.

Por fim, a despeito da “boca de jacaré”, há sim em 2021 uma mudança muito relevante no fluxo cambial, mas não no segmento comercial e sim no financeiro. Encerramos o primeiro semestre do ano com um fluxo financeiro positivo em US\$ 2,0 bilhões, o melhor resultado desde 2012. Mesmo em um contexto de retomada lenta do investimento direto no país pós-pandemia, é notável a já citada melhora no ingresso de investimento de portfólio e das taxas de rolagem de dívidas. Isso depende essencialmente das

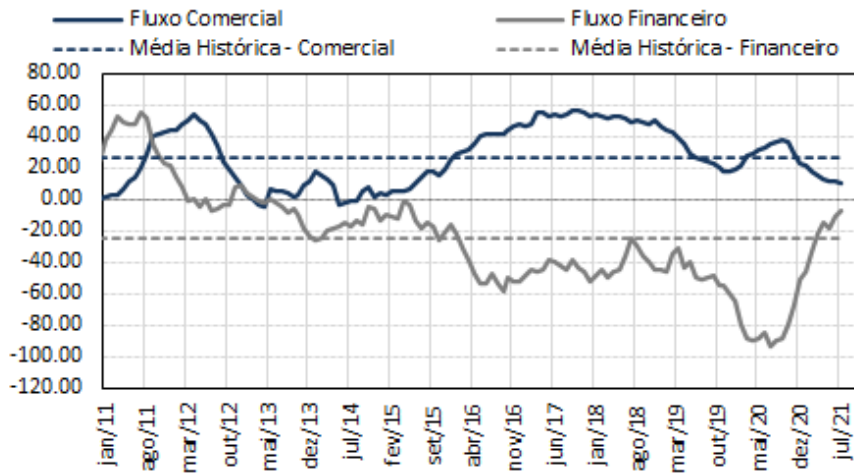
O BALANÇO DE PAGAMENTOS E O FLUXO CAMBIAL

COMENTÁRIO MACRO



expectativas de crescimento e equilíbrio fiscal. Novamente, fatores estruturais, a depender dos fundamentos de longo prazo e reformas.

Gráfico 4: Fluxo Comercial vs Fluxo Financeiro, Ac. 12 meses (US\$ Bilhões)



Fonte: BCB, ASA Investments



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com