

**CONTAS EXTERNAS
MENOS FAVORÁVEIS
EM 2022**

COMENTÁRIO MACRO



Apesar de toda a incerteza vivida nesse ano quanto à evolução da atividade econômica, inflação e trajetória da taxa de juros, no contexto de deterioração do arcabouço fiscal e da incerteza política pré-eleitoral, tivemos um ano atipicamente benigno no que toca as contas externas. O fluxo cambial pode encerrar o ano com saldo positivo e a entrada de investimento de portfólio é a mais alta em quase dez anos. Contudo, o cenário se apresenta mais desafiador para 2022, com a normalização mais rápida do que o esperado da política monetária dos países desenvolvidos, ao lado de um comportamento menos favorável no que toca os preços das commodities. O quadro ainda é positivo quanto ao saldo da balança comercial, dadas as expectativas favoráveis quanto à safra agrícola e menor crescimento das importações no contexto de uma economia estagnada ou mesmo em recessão. Assim, o diferencial de crescimento da economia brasileira com o resto do mundo deve arrefecer o apetite do investidor estrangeiro, resultando em menor fluxo de investimento direto e também de portfólio, criando ambiente pouco favorável à apreciação do real, mesmo que este já esteja em patamar bastante depreciado. Assim, prevemos o câmbio a R\$ 5,50/US\$ ao final do ano que vem, mas com risco de ultrapassar R\$ 6,00/US\$ no primeiro semestre de 2022.

COMENTÁRIO MACRO

Em um ano marcado por grandes oscilações nas previsões de crescimento, inflação e juros, ao lado de enorme incerteza quanto à evolução das contas públicas, o balanço de pagamentos (BP) exerceu um papel coadjuvante, não envolvendo grandes emoções. Em boa parte do ano o Brasil foi favorecido por um cenário muito favorável quanto a preços de commodities e condições de liquidez internacional benéficas a ativos de risco, favorecendo o fluxo de capitais para países emergentes.

Isso se manifestou em um fluxo cambial até aqui positivo no ano (US\$ 16,1 bilhões até o final de novembro) o que não se verificava desde 2015. Nos últimos dias o Banco Central voltou a intervir no mercado spot, provavelmente refletindo a sazonalidade negativa do fluxo cambial em dezembro. Mas a venda de spot só ocorreu até aqui em volume significativo no mês de março, quando da ocasião da crise do orçamento de 2021. É possível que encerremos o ano com reservas internacionais (sem excluir swaps) da ordem de US\$ 350 bi, patamar não muito diferente do que tínhamos antes da pandemia.

O Banco Central divulga conciliação entre o fluxo cambial liquidado e o balanço de pagamentos (Tabela 2 da Nota à Imprensa das Estatísticas do Setor Externo) na qual exclui do BP rubricas que não têm impacto no mercado de câmbio (como lucros de empresas não-residentes reinvestidos no Brasil ou juros pagos a não-residentes sobre a dívida pública interna). Tal ajuste leva ao conceito de "hiato financeiro", que é o resultado do balanço de pagamentos em termos de seu impacto no fluxo cambial liquidado.

Em 2021, o hiato financeiro de janeiro a outubro mostrou resultado positivo de US\$ 4,9 bilhões, indicando que a entrada líquida de capitais mais do que financiou o déficit em transações correntes do período. Em um ano tão turbulento sob a ótica da elevação do risco ligado à trajetória fiscal, incluindo o desmanche do teto de gastos e fragilização da LRF, o quadro mais favorável das contas externas parece ter cumprido um papel de evitar uma maior depreciação do real, que, até aqui, teve performance não muito diferente de outros emergentes.

Quais as perspectivas para as contas externas em 2022? Do ponto de vista da balança comercial, o quadro permanece ainda positivo, a começar pelas projeções favoráveis quanto à safra de grãos, que deve retomar patamar semelhante ao da safra 2019/20, após a expressiva redução daquela colhida este ano, por clima desfavorável. Ainda, com nossa expectativa de PIB negativo no ano que vem (-0,5%), a taxa de crescimento das importações deve se reduzir expressivamente.

COMENTÁRIO MACRO

Contudo, ainda esperamos alta relevante das importações, refletindo a demanda para recomposição de estoques na indústria e pressões de preços, sobretudo em insumos industriais e energia. Chama atenção que o índice de preços de importação medido pela Funcex acumula alta de 25,2% nos doze meses encerrados em outubro, a maior alta dos últimos 13 anos.

Estimamos que a balança comercial "embarcada", divulgada pela Secex, apresente superávit de US\$ 50 bilhões, valor abaixo daquele que estimamos para 2021 (US\$ 62 bilhões). Na conciliação feita pelo BC com o conceito FMI, utilizada na contabilização do BP, a introdução das importações de pequeno valor (via correios) e as importações líquidas de criptoativos devem reduzir esse superávit para US\$ 40 bilhões, patamar ligeiramente mais positivo do que os US\$ 37 bilhões previstos para esse ano.

Na balança de serviços, a expectativa é de um substancial crescimento dos gastos líquidos com viagens internacionais, com a normalização pós-Covid, e alguma pressão na remessa de lucros e dividendos, em função da maior lucratividade das empresas. Assim, estimamos um déficit em serviços de US\$ 29,0 bilhões em 2022, bem superior aos US\$ 16,5 bilhões esperados para esse ano. Assim, teríamos um déficit em transações correntes para o próximo ano de US\$ 36,0 bilhões (2,3% do PIB), acima dos US\$ 26,5 bilhões (1,7% do PIB) que prevemos para 2021.

Enquanto a piora no déficit em transações correntes é relativamente modesta, esperamos que haja mudanças mais significativas na conta financeira. Teremos um contexto de considerável diferença entre o (não) crescimento esperado para a economia brasileira e a expansão ainda robusta da economia global, incluindo os países emergentes, não obstante o processo de crescente normalização das políticas monetárias. Esse ponto mereceu destaque, inclusive, em apresentação recente do presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, com o crescimento esperado da economia brasileira em 2022 inferior ao da China, Malásia, Rússia, México, Chile, Colômbia, Argentina e África do Sul.

O diferencial de crescimento econômico, mais do que diferenciais de taxa de juros, nos parece ser o fator mais importante a influenciar (negativamente) a atratividade dos fluxos de capitais para o Brasil. E isso se dá em contexto de fragilização da institucionalidade fiscal e incerteza eleitoral, em campanha presidencial provavelmente dominada pelo populismo dos dois principais candidatos. Nesse contexto, o diferencial de juros mais elevado que o Brasil adquiriu ao longo deste ano reflete, em boa medida, o aumento do prêmio de risco.

COMENTÁRIO MACRO

Deste modo, julgamos que o ingresso líquido de investimento direto no País possa continuar em patamar inferior àquele verificado nos anos anteriores à pandemia (média de US\$ 65 bilhões de 2010 a 2019), atingindo US\$ 50 bilhões, também refletindo o menor patamar do investimento direto no plano global.

Tivemos em 2021 até aqui um quadro muito favorável no que toca o ingresso de investimentos de portfólio de não residentes, com US\$ 5,8 bilhões em ações/fundos de investimento e US\$ 17,4 bilhões em renda fixa (acumulado até 22 de novembro), o melhor resultado desde 2015. Não esperamos que tal comportamento favorável se repita com a economia estagnada e em ciclo eleitoral, nos levando a prever um fluxo de portfólio de não-residentes zerado em 2022, patamar condizente com o ocorrido nos anos de 2016 a 2019.

No caso do investimento em portfólio dos residentes em ativos no exterior, julgamos mais provável um cenário em que continue a diversificação de investimentos de residentes em direção a ativos "offshore", com saída líquida de US\$ 20 bilhões, patamar semelhante ao visto esse ano (US\$ 18 bilhões até outubro).

Com isso, a conta financeira pode mostrar resultado ao redor de zero ou mesmo algum déficit, mesmo levando em conta a rolagem integral dos empréstimos e emissões em títulos, contrastando com um valor positivo de US\$ 17,2 bilhões em 2021, no acumulado até outubro. Com isso, estimamos um BP com um déficit de cerca de US\$ 30 bilhões, quadro que não favorece um movimento de apreciação do real mesmo em contexto de patamar já bastante depreciado em termos históricos.

O quadro desfavorável das contas externas deve ser mais intenso no primeiro semestre do ano, coincidindo com o quadro de polarização eleitoral em torno dos candidatos com propostas até aqui populistas. Não será surpresa se a taxa de câmbio atingir nível significativamente superior a R\$ 6,00/US\$, em variação porcentual condizente com as duas eleições presidenciais passadas. Após as eleições, imaginando que o vencedor adote discurso de compromisso com responsabilidade fiscal e reformas, o dólar pode voltar a níveis semelhantes aos vistos na média de 2021, em torno de R\$ 5,40/US\$.

Assim, o quadro mais desafiador de nossas contas externas provavelmente trará pressões adicionais para a desvalorização do real. Isso dificultará o trabalho do Banco Central de reancorar expectativas inflacionárias e de trazer a inflação para a meta em 2023, mantendo a política monetária em modo contracionista por mais tempo.

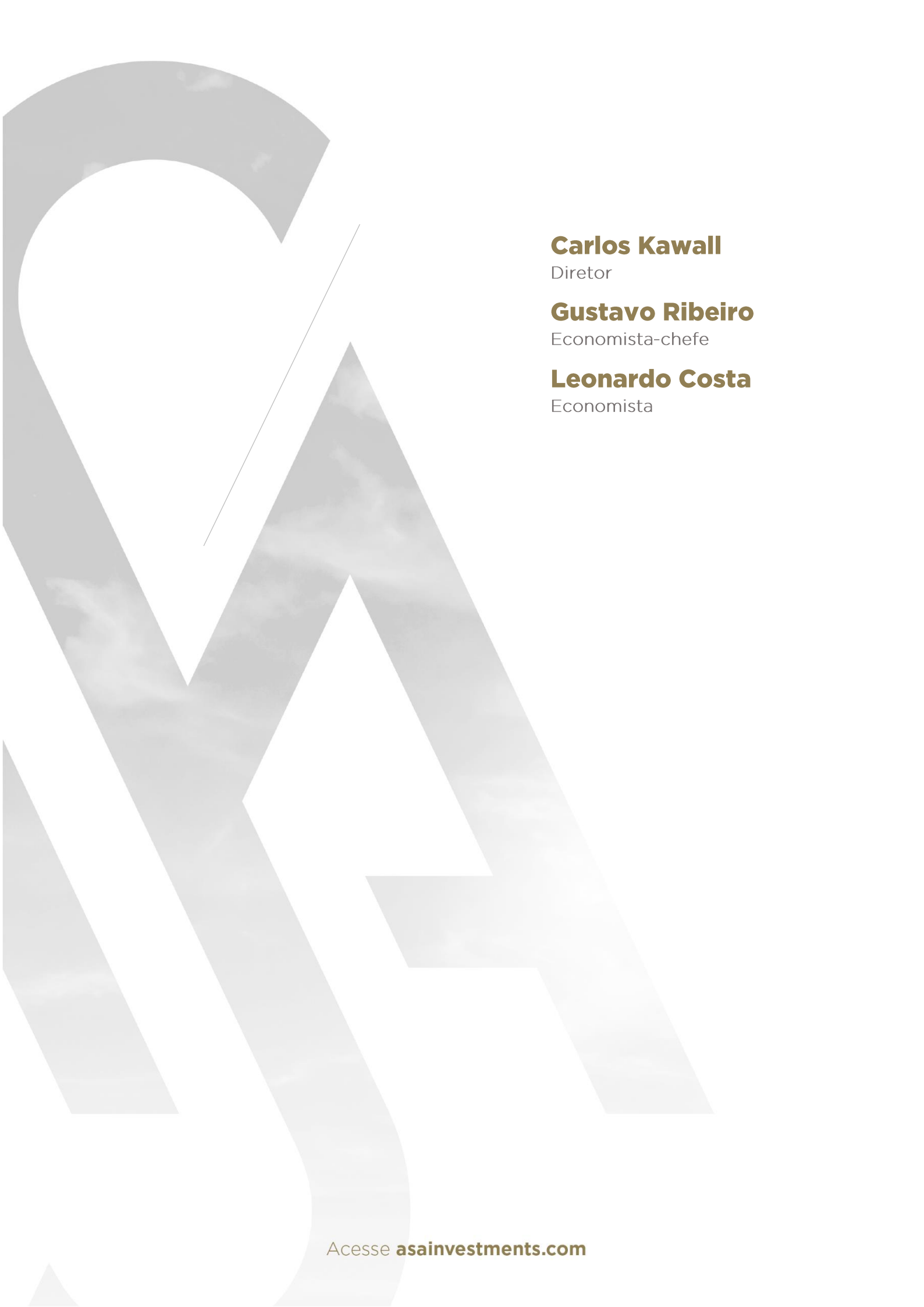
CONTAS EXTERNAS MENOS FAVORÁVEIS EM 2022

COMENTÁRIO MACRO

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

Balanço de Pagamentos - US\$ bi	2020	Projeção 2021	Projeção 2022
Transações Correntes	-24.1	-26.5	-36.0
Balança Comercial	32.4	37.0	40.0
Exportações	210.7	283.0	291.0
Importações	178.3	246.0	251.0
Serviços	-20.6	-16.5	-29.0
Viagens	-2.3	-2.3	-10.0
Transportes	-3.2	-4.0	-6.0
Aluguel de Equipamentos	-11.9	-6.7	-10.0
Outros	-3.4	-3.5	-3.0
Renda Primária	-38.3	-50.0	-50.0
Juros	-21.6	-25.0	-22.5
Lucros e Dividendos	-16.8	-25.0	-27.5
Renda Secundária	2.4	3.0	3.0
Conta Capital + Financeira	9.8	13.0	-4.0
Investimento Brasileiro no Exterior	-1.9	-76.0	-52.0
Investimento Direto	-16.4	-26.0	-20.0
Investimento em Carteira	10.9	-20.0	-20.0
Outros Investimentos	3.6	-30.0	-12.0
Investimento Estrangeiro no Brasil	11.0	89.0	48.0
Investimento Direto	34.2	55.0	50.0
Ações	-5.9	8.0	0.0
Renda Fixa	0.0	22.0	0.0
Emp. e Títulos LP Negociados Exterior	-3.9	6.0	0.0
Taxa de Rolagem	-93%	-	-
Emp. e Títulos CP Negociados Exterior	-3.9	-4.0	-4.0
Outros	-13.4	2.0	2.0
Derivativos	5.4	-2.0	2.0
Ativos de Reserva e/ou redução de ativos de bancos	-14.2	-13.5	-40.0

Fonte: BCB E ASA Investments



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Leonardo Costa

Economista