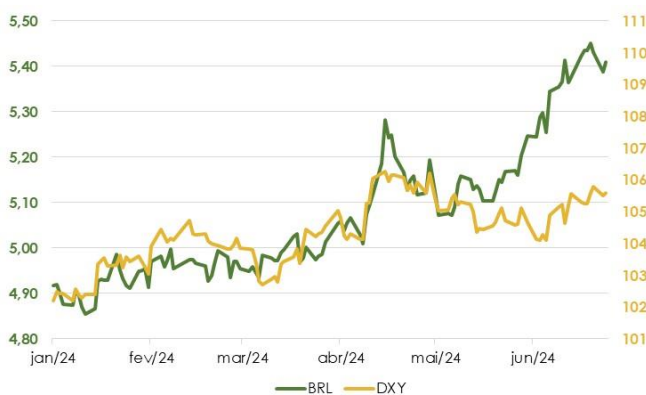


Considerações sobre nossa revisão de taxa de câmbio para R\$ 5,40 em 2024

Andrea Bastos Damico
Thaís Rodrigues

Fatores internos e externos devem contribuir para que o real permaneça em patamar depreciado no restante deste ano. A postergação dos corte das Fed Funds para dezembro - o que favorece o diferencial de juros entre EUA e principais países avançados - contribui para o dólar seguir fortalecido. Desenha-se, assim, um cenário com poucos fatores para o enfraquecimento mais significativo do DXY nos próximos meses. Aqui, o balanço de pagamentos tem sido prejudicado pela queda do saldo comercial de bens e de serviços, com destaque para uma dinâmica bastante forte das importações físicas em quantum. Isso tudo, somado à piora do fluxo financeiro em várias frentes, são elementos que devem atrapalhar a performance da moeda brasileira se comparada com os pares. Adicionalmente, há um cenário de maior aversão ao risco doméstico, possivelmente, explicado pelos ruídos e sinais políticos controversos emitidos pelo planalto no âmbito fiscal nos últimos dois meses. **Diante de todos estes elementos, revisamos nossa projeção de taxa de câmbio de R\$ 5,20 para R\$ 5,40 em 2024.** O déficit em conta corrente deverá atingir 2,0% do PIB neste ano (já excluindo as importações de criptoativos), ou seja, algo próximo de 3% do PIB se compararmos com a estatística vigente atualmente de déficit de 1,8% do PIB nos últimos 12 meses). Ou seja, trata-se de uma piora considerável das transações correntes do Balanço de Pagamentos de agora até final deste ano, mesmo se excluirmos os criptoativos.

Gráfico 1: Real contra DXY



Fonte: Bloomberg, Buysidebrazil

Gráfico 2: Real contra Pré-DI 5 anos



Fonte: Bloomberg, Buysidebrazil

» DXY tende a permanecer fortalecido

Ainda que o Banco Central do Brasil reitere que não há relação mecânica entre as políticas monetárias norte-americana e brasileira, no primeiro quadrimestre deste ano ficou evidente o *spillover* decorrente das surpresas altistas com dados de atividade e inflação nos EUA sobre as moedas de países emergentes. De todo modo, desde meados de maio, as incertezas domésticas foram mais preponderantes para o movimento da moeda brasileira, tendo em vista que o dólar americano (DXY) registrou algum recuo. Portanto, *ceteris paribus*, um impacto baixista sobre o real via cenário externo demandaria um maior enfraquecimento do DXY. Nesse sentido, não vislumbramos tal movimento por ora, pois identificamos: 1) certa resiliência da economia americana (mercado de trabalho ainda forte e condições financeiras frouxas); e 2) diferencial de juros favorável para EUA em relação demais países avançados. No gráfico abaixo, fizemos um exercício que cria um índice de diferencial de juros de 2 anos dos Estados Unidos com os países pertencentes a cesta do DXY (usando a mesma ponderação). Verificamos uma correlação bastante relevante entre a moeda americana e o diferencial de juros calculado desde 2021.



Gráfico 3: DXY contra diferencial de juros dos países que o compõem



Fonte: Bloomberg, Buysidebrazil

Isto significa que quanto maior o diferencial de juros entre esses países, maior tende a ser o fortalecimento do índice – cuja composição é influenciada majoritariamente pelo euro. Assim, a decisão do Banco Central Europeu de cortar juros, neste mês, e a expectativa de corte em outros países que compõe o DXY ao longo do segundo semestre contribuem para a manutenção desse diferencial em nível elevado. Na outra ponta, houve uma revisão *hawkish* dos *Dots* (no Resumo das Projeções Econômicas, SEP) do Fed no último FOMC (que indicam apenas um corte em 2024, corroborando nossa expectativa de início de afrouxamento monetário somente em dezembro nos EUA). Acreditamos em alguma reversão deste movimento após cortes de Fed Funds em 2025. Por essa razão, vislumbramos que o real deva ser beneficiado no próximo ano pelo enfraquecimento do dólar, com fechamento em R\$ 5,30 em dezembro.

» Volume de importações em patamar recorde

As importações em valor da balança comercial física (MDIC) mostraram forte alta em valor nos últimos meses, apesar da relevante queda de preços no ano. Isto ocorreu porque o quantum importado cresceu 11,5% de janeiro a maio contra o mesmo período do ano passado e indicam uma alta de aproximadamente 17% no ano, se patamar atual for mantido para frente. Este vetor é sem, dúvida, a principal causa da redução abrupta do saldo comercial dessazonalizado no segundo trimestre do ano.

Gráfico 4: Importações em Quantum com ajuste sazonal – MDIC (índice)



Fonte: MDIC, Buysidebrazil

Gráfico 5: Preço de importações - MDIC (índice)



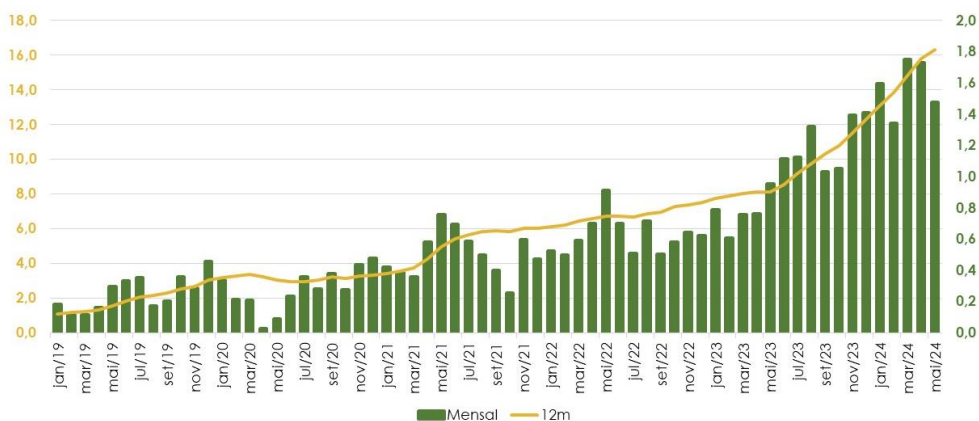
Fonte: MDIC, Buysidebrazil

Além disso, é importante notar que essa dinâmica não reflete um setor ou produto específico. Ao contrário, as importações têm mostrado alta bastante disseminada em quantum, em linha com dados recentes do mercado de trabalho, que mostram rendimentos muito fortalecidos e têm sustentado o consumo. Além disso, os investimentos mostraram relevante recuperação no primeiro trimestre e, provavelmente, continuarão assim no segundo trimestre e podem também estar impulsionando as importações.

Outro ponto relevante vem do fato de que as importações de pequeno valor e de criptoativos, embora não contabilizadas pelo MDIC, têm gerado fluxos cada vez maiores de saída de divisas.

Quanto às importações de pequeno valor, embora tenham mostrado certa estabilidade – em torno de US\$ 10 bilhões no acumulado em 12 meses, neste ano – estão em um nível bastante superior aos valores registrados até 2020. Já as importações de criptoativos têm crescido consistentemente, e já acumulam mais de US\$ 16 bilhões nos últimos 12 meses.

Gráfico 6: Importações de criptoativos (US\$ bilhões)



Fonte: BCB, Buysidebrazil

» Efeito preço tem prejudicado as exportações

Ao mesmo tempo, preços internacionais de produtos relevantes na pauta exportadora brasileira tiveram queda muito significativa desde o início do ano – minério de ferro, soja e milho recuaram 23%, 13% e 25% YTD, respectivamente. Os preços do petróleo, por sua vez, não foram nessa direção, mas a produção brasileira, reportada pela ANP, tem registrado dados abaixo do esperado. Naquele momento, a expectativa era de contínuo crescimento, que daria suporte a saldos ainda mais robustos para a balança de petróleo (após o superávit recorde de US\$ 21 bilhões em 2023) e compensaria as expectativas de safras menores. Dessa forma, as exportações estão cedendo seja pelo efeito preço, mas também há arrefecimento relevante do quantum exportado no segundo trimestre deste ano.

» Fluxo cambial deve ser negativo em 2024

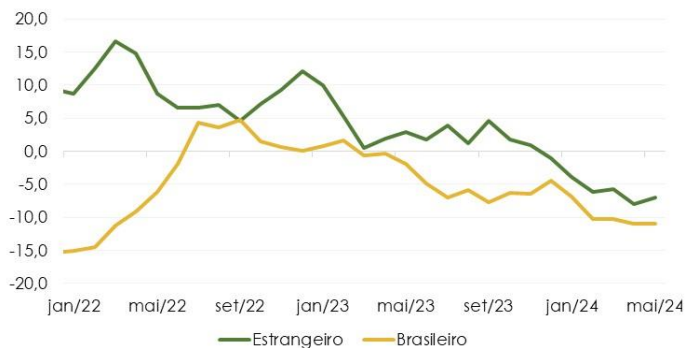
A piora da balança comercial está sendo acompanhada de uma maior internalização de recursos pelo exportador. Em 2023, o diferencial entre o saldo contratado e físico foi US\$ 49,9 bilhões no ano. Já em 2024, esse saldo acumulado encontra-se praticamente zerado, o que implicou na melhora do fluxo contratado comercial.

Porém, no Relatório de Inflação mais recente, o Banco Central abordou esse assunto (nos boxes *Contratos de câmbio e as transações correntes: o hiato de câmbio* e *Contas de exportadores no exterior*) concluindo que o montante não internalizado é usado pelos exportadores em pagamentos de despesas. Ou seja, não há um acúmulo no exterior que indique uma entrada futura, que poderia impactar positivamente o câmbio.

De outro lado, o fluxo financeiro contratado está aprofundando seu déficit – tendência que deve se manter nos próximos meses, principalmente considerando que a sazonalidade indica que as maiores saídas ocorrem no último trimestre (mais especificamente em dezembro). Em abril, o segmento financeiro registrou US\$ -11,2 bilhões, enquanto a maior saída para o mês, desde 2010, tinha sido de US\$ 6,8 bilhões (em 2020, contexto de pandemia). No ano, já são US\$ -26,3 bilhões no câmbio contratado financeiro, enquanto de janeiro a junho do ano passado o acumulado foi de US\$ -14,1 bilhões.

Outros *drivers* relevantes para a saída mais intensa no câmbio contratado financeiro dos últimos meses são os investimentos em portfólio de brasileiros no exterior e a saída de investimentos estrangeiros da bolsa brasileira. Além disso, destacamos os maiores gastos com serviços no Balanço de Pagamentos. Houve, recentemente, uma mudança metodológica que aprofundou o déficit de transportes, por conta de fretes, mas, neste ano, outros serviços também têm ganhado destaque – como serviços de telecomunicação, computação e informações, serviços de propriedade intelectual e serviços culturais, pessoais e recreativos. Assim, a conta “outros serviços” (que exclui transportes, viagens e aluguel de equipamentos) já acumula déficit de US\$ 5,6 bilhões em 2024, contra uma saída de US\$ 2,0 bilhões no mesmo período de 2023 e US\$ -11 bilhões em 12 meses.

Gráfico 7: Investimentos em portfólio acumulados em 12 meses (US\$ bilhões)



Fonte: BCB, Buysidebrazil

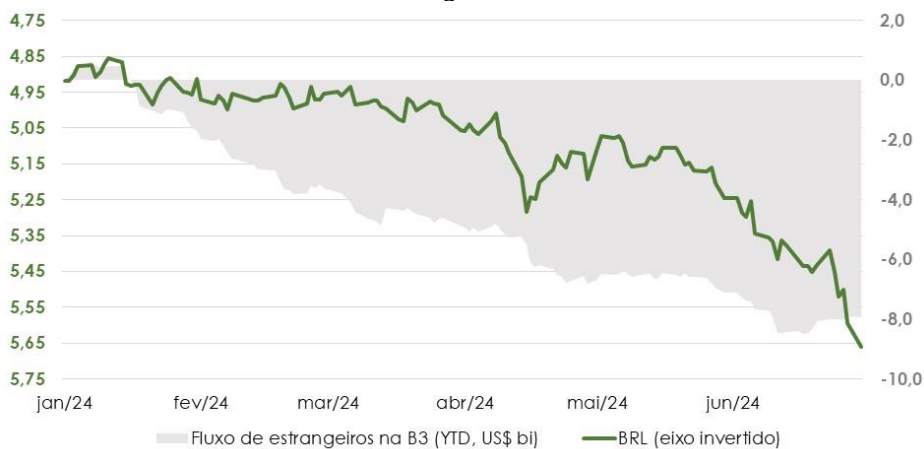
Gráfico 8: Outros serviços acumulados em 12 meses (US\$ bilhões)



Fonte: BCB, Buysidebrazil

Por sua vez, os investimentos estrangeiros em renda fixa no país devem ser modestos nesse ano – até maio, houve entrada líquida de somente US\$ 2,8 bilhões, mesmo com o diferencial elevado de juros. E, embora a captação líquida de empréstimos das empresas esteja positiva (com uma taxa de rolagem efetiva de 145% no ano), os dados diários de estrangeiros na bolsa brasileira mostram a crescente aversão ao risco doméstica, com impactos na taxa de câmbio, dentre outros ativos brasileiros.

Gráfico 9: Real contra fluxo de estrangeiros na bolsa brasileira



Fonte: B3, Bloomberg, Buysidebrazil

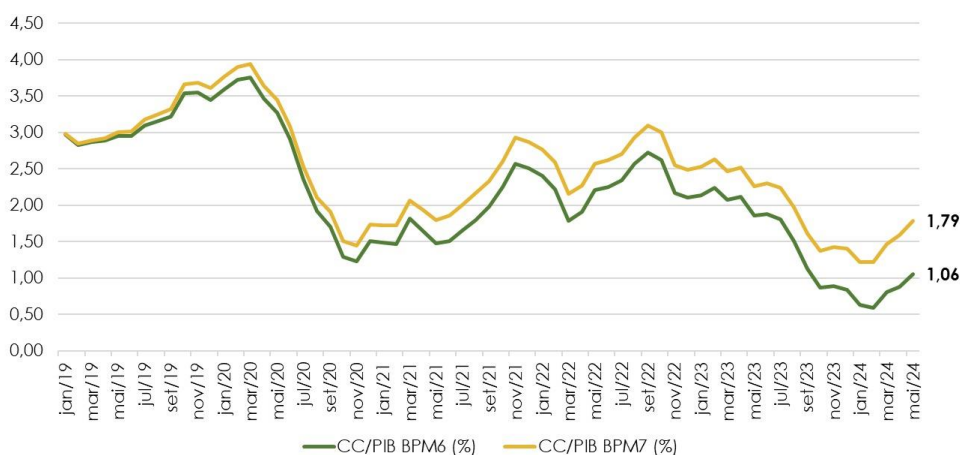
Contribuem para essa dinâmica também fatores políticos e fiscais internos. A conjuntura ficou mais ruidosa nos últimos meses por vetores como (i) a mudança do arcabouço fiscal, (ii) a mudança da meta do resultado primário de 2025, (iii) as sinalizações de intervencionismo na Petrobras, (iv) os recorrentes questionamentos quanto à atuação e à autonomia do BCB por parte do governo, (v) a devolução da Medida Provisória que limitava compensação de créditos de PIS/Cofins e (v) a resistência do Planalto a ajustes fiscais via corte de gastos. Tudo isso acentuou a piora dos ativos internos nos últimos 2 meses, o que foi parcialmente revertido com o anúncio desta semana de cortes de despesas obrigatórias em 2025 e contingenciamento em 2024.



» **Portanto, o déficit em conta corrente deve se aprofundar, sem contraparte suficiente da conta financeira para garantir uma apreciação cambial**

Vale mencionar, por fim, que a conta corrente do balanço pagamentos será mais deficitária tanto pela piora da balança comercial de bens, como a de serviços, além do avanço das despesas com juros. Porém, apesar das despesas com as remessas de lucros e dividendos estarem menores na comparação interanual, esse patamar ainda é forte. Assim, nossas projeções apontariam para um déficit em conta corrente mais próximo a 3,0% do PIB (incluindo criptoativos, compatível com acumulado em 12 meses atual de 1,8% do PIB). Contudo na última Nota do Setor Externo, o BCB comunicou uma nova metodologia a ser incorporada para a rubrica de criptoativos (BPM7). Neste sentido, os criptoativos deixarão de fazer parte da balança comercial de bens e passarão a integrar a conta capital do balanço de pagamentos, deixando, portanto de fazer parte do déficit externo. A seguir, apresentamos uma simulação do histórico do déficit da conta corrente em proporção do PIB, excluindo as importações de criptoativos:

Gráfico 10: Déficit em conta corrente em proporção do PIB (efetivo e simulado, excluindo criptoativos)



Fonte: BCB, Buysidebrazil

Considerando que as operações de criptoativos, no restante desse ano, sigam a média mensal registrada até maio – o que é uma premissa relativamente conservadora, dada a crescente trajetória de aceleração recente – teríamos algo em torno de US\$ 19 bilhões no acumulado de 2024. Excluindo esse montante da balança comercial de bens, portanto, projetamos conta corrente de -2,0% do PIB, após nova metodologia a ser incorporada na próxima divulgação.

De todo modo, o fluxo cambial negativo gerado pelas operações com criptoativos permanece, apenas deixará de ser contabilizado nas importações contratadas e passará para o câmbio financeiro vendas. Ou seja, nada muda para na dinâmica do fluxo total e, conseqüentemente, para a moeda.

Feitas todas essas considerações, e levando em conta nosso modelo mais aderente de *fair value* (que utiliza DXY, risco-país, *commodities* e o vértice de 5 anos do DI), acreditamos que o câmbio deve fechar o ano em R\$ 5,40. Acreditamos que há algum espaço para apreciação cambial em 2025, a saber, pela expectativa de algum enfraquecimento do dólar, dada a provável queda de Fed Funds, porém, isto pode não se materializar, caso o prêmio de risco doméstico volte a subir.

Nossa equipe

Andrea Bastos Damico
Mirella Hirakawa
Gustavo Rostelato
Thaís Rodrigues
Rita Milani
Ítalo Faviano
Rafaela de Sousa
Adam Tasca
Pedro Tempel

Economista chefe e CEO
Economista coordenadora e sócia
Economista e sócio
Economista e sócia
Economista
Economista
Economista
Analista macroeconômico
Estagiário

andrea@buysidebrazil.com
mirella@buysidebrazil.com
gustavo@buysidebrazil.com
thais@buysidebrazil.com
rita@buysidebrazil.com
italo@buysidebrazil.com
rafaela@buysidebrazil.com
adamtasca@buysidebrazil.com
pedro@buysidebrazil.com

Esse relatório foi elaborado e publicado pela Buysidebrazil. Os dados e opiniões aqui expressos refletem as visões da equipe na data de publicação do documento. Não é permitida a reprodução e distribuição desse relatório, exceto nos casos de autorização por parte da Buysidebrazil. Não nos responsabilizamos por decisões tomadas a partir das projeções e informações fornecidas em nossos relatórios.

