

PRÊMIOS DE RISCO DOMINAM A DINÂMICA DO REAL

Independente de outros fatores, a consolidação fiscal é essencial para a apreciação da taxa de câmbio brasileira.

As exportações industriais do RS foram um importante vetor de recuperação da crise. Ao longo deste ano, vimos muitas indústrias conseguindo manter ou até ampliar o seu faturamento através das vendas externas, que, combinadas com a forte depreciação cambial, foram um canal importante de geração de renda e manutenção do emprego em diversas regiões do Estado. De fato, o atual momento de retomada da economia global exigiu da indústria gaúcha provar a sua vocação como importante fornecedora mundial e regional de alimentos, mas também de químicos, máquinas e equipamentos, produtos de metal, móveis e couro e calçados. No entanto, desequilíbrios persistem, alguns setores permanecem com demanda externa abaixo dos níveis de 2019, seja pela situação econômica de parceiros comerciais estratégicos, como a Argentina, seja pela falta de semicondutores na indústria de veículos, e o que se vê é uma continuação de riscos em um ambiente de elevação dos custos internacionais e dos prazos de entrega.

No caso das contas externas do Brasil, o cenário para a Balança Comercial não foi diferente, a retomada da atividade mundial acima de seu potencial impulsionou as vendas externas das indústrias extrativas e de transformação do País. Apesar disso, essa melhora dos termos de troca não foi convertida em uma apreciação cambial, como esperávamos no início de 2021. Seguindo a expressiva desvalorização em 2020, o Real continuou performando entre as moedas mais desvalorizadas do mundo em 2021. Em relação ao Dólar, a moeda brasileira se depreciou 29% em 2020 e 9% até o início de dezembro de 2021, ocupando a terceira colocação no *ranking* de moedas que mais enfraqueceram nesses anos.

A dinâmica recente com as mudanças idiossincráticas no cenário de risco-país alterou as expectativas de uma apreciação da taxa cambial, que deverá se depreciar ainda mais em 2022, a depender, entre outros fatores, dos desenvolvimentos associados à elevação das taxas de juros no Brasil e no Exterior, piora do risco fiscal doméstico, abandono da agenda de reformas e estabilização das contas externas – tudo isso em um ano eleitoral altamente polarizado.

Para 2022, esperamos que a taxa de câmbio termine em US\$ 5,50, mas com a possibilidade de uma forte depreciação durante o percurso. Em particular, isso significa que as perspectivas são de um cenário básico marcado por elevada volatilidade nas condições macroeconômicas. Apesar de vermos um cenário de volatilidade atenuada para o Real com o aumento da taxa Selic até 11,75% no 1ºT/2022, a combinação de juros mais altos no exterior, atividade desacelerando, perda da âncora fiscal e *commodities* estáveis deverá contribuir para a ausência de apreciação ao longo de 2022.

No entanto, reforçamos a possibilidade de um cenário alternativo em que atravessaremos um ano eleitoral em meio a todos esses eventos conjugados, lembrando que, desde a criação do Real, ocorreram somente quatro episódios de desvalorização tão intensa como a de 2020: (i) 53% em 2002, após a eleição do então Presidente Lula, que tinha uma agenda econômica heterodoxa; (ii) 49% em 2015, decorrente da crise fiscal e política durante a administração do Governo Dilma; (iii) 49% em 1999, ao final do regime de câmbio fixo; e (iv) 30% em 2008, decorrente da crise financeira do *subprime*. Além disso, a moeda brasileira se depreciou em relação ao Dólar em todos os anos entre 2011 e 2020. Com exceção de 2016, após o *impeachment* da Presidente Dilma e o estabelecimento do Teto de Gastos e reversão da sua agenda econômica.

Gráfico 5.1. Taxa de Câmbio Real no Brasil
(Em R\$/US\$)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Comércio Exterior do Rio Grande do Sul: Resultado de 2021 provou nossa vocação industrial exportadora, mas desafios setoriais permanecem

Em termos de resultado, de janeiro a novembro de 2021, as exportações da indústria de transformação gaúcha totalizaram US\$ 12,7 bilhões, assinalando um avanço de 35,6% ante o mesmo período de 2020, quando registraram US\$ 9,3 bilhões. Em relação ao mesmo período de 2019 (US\$ 11,5 bilhões), no entanto, o crescimento foi de 9,9%. Pela Tabela 5.1, a análise desagregada mostra que o principal vetor para o ganho de dinamismo das vendas externas do RS foi a aceleração do crescimento econômico mundial, na qual três padrões emergem dessa recuperação: (i) há um forte efeito cíclico e de retomada, que favoreceu alguns setores; (ii) um forte efeito base; e (iii) há um forte efeito dos gargalos da indústria e da crise econômica em parceiros comerciais importantes.

Tabela 5.1. Exportações Industriais – Desempenho Setorial RS
(Acumulado de janeiro a novembro | Em US\$ milhões FOB)

Setores	Resultado acumulado				Taxas de crescimento %		Var. em milhões de US\$	
	Média 15-19	2019	2020	2021	21/20	21/19	21/20	21/19
Alimentos	2.991,9	2.706,0	3.073,4	4.104,0	33,5	51,7	1.030,6	1.398,0
Produtos de metal	421,7	447,5	461,1	769,3	66,9	71,9	308,2	321,8
Máquinas e equipamentos	800,3	709,8	617,7	980,7	58,8	38,2	363,0	271,0
Químicos	1.581,5	1.473,7	963,5	1.559,2	61,8	5,8	595,7	85,5
Móveis	171,3	182,0	156,3	263,2	68,4	44,7	107,0	81,3
Madeira	174,7	213,5	241,8	288,4	19,3	35,1	46,6	74,9
Coque e deriv. petróleo	90,8	178,1	119,7	244,9	104,7	37,5	125,2	66,8
Couro e calçados	846,5	790,9	577,4	839,5	45,4	6,1	262,1	48,6
Metalurgia	114,8	128,7	109,3	150,4	37,6	16,8	41,1	21,7
Borracha e plástico	275,5	274,8	242,0	293,0	21,0	6,6	50,9	18,1
Vestuário e acessórios	42,0	42,6	40,3	59,2	46,8	39,1	18,9	16,6
Bebidas	12,8	15,6	20,4	30,3	48,5	93,8	9,9	14,7
Máq., ap. e mat. elétricos	161,3	145,9	115,1	148,0	28,6	1,5	32,9	2,1
Minerais não metálicos	75,3	63,6	52,3	61,9	18,3	-2,7	9,6	-1,7
Têxteis	52,3	38,5	28,0	31,5	12,7	-18,3	3,5	-7,0
Celulose e papel	659,6	1.270,3	619,6	930,6	50,2	-26,7	311,0	-339,7
Veículos automotores	1.068,5	1.012,1	603,6	584,6	-3,2	-42,2	-19,0	-427,6
Tabaco	1.504,9	1.665,1	1.148,0	1.108,4	-3,5	-33,4	-39,6	-556,8
Total da Ind. de Transformação	11.209,1	11.526,4	9.346,8	12.671,5	35,6	9,9	3.324,7	1.145,1
Total RS*	15.941,2	15.923,9	12.863,7	19.264,3	49,8	21,0	6.400,6	3.340,4

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em relação com o acumulado de janeiro a novembro 2020, com exceção de Veículos automotores (-3,2% ou -US\$ 19 mi) e Tabaco (-3,5% ou -US\$ 40 mi), todos os grandes setores exportadores avançaram. A Tabela 5.1 também mostra que esses dois segmentos foram mais afetados pelas sequelas da pandemia em relação ao período acumulado de 2019 e sobre as médias dos 5 anos anteriores a 2020.

Entre os destaques positivos do resultado das exportações industriais do RS em 2021, estão aqueles setores que sentiram mais os efeitos cíclicos positivos e de reabertura da economia mundial. O setor de Alimentos foi o que mais cresceu em termos de valor exportado (33,5% ou +US\$ 1,0 bi), beneficiado pela demanda externa por carnes e de óleo e farelo de soja. Em seguida, destacam-se, nessa ordem, os avanços de Químicos (61,8% ou +US\$ 596 mi), Máquinas e equipamentos (58,8% ou +US\$ 363 mi), Celulose e papel (50,2% ou +US\$ 311 mi), Produtos de Metal (66,9% ou +US\$ 308 mi), Couro e calçados (45,4% ou +US\$ 262 mi), Coque e derivados do petróleo (104,7% ou +US\$ 125 mi) e Móveis (68,4% ou +US\$ 107 mi).

Já em relação com o acumulado de janeiro a outubro 2019, a análise mostra que alguns setores cresceram fortemente em relação aos níveis anteriores a crise, enquanto outros reequilibraram as perdas de 2020 ou ainda permaneceram em terreno negativo nessa base de comparação. Nessa leitura, apresentada também na Tabela 5.1, chama a atenção um efeito base importante, principalmente, em Químicos (5,8% ou +US\$ 85 mi), Couro e calçados (6,1% ou +US\$ 49 mi) e Borracha e plástico (6,6% ou +US\$ 18 mi). Dos que assinalaram decréscimo, além de Tabaco (-33,4% ou -US\$ 557 mi) e Veículos automotores (-42,2%, ou -US\$ 428 mi), estão as indústrias Têxteis (-18,3% ou -US\$ 7 mi) e de Minerais não-metálicos (-2,7% ou -US\$ 2 mi). Celulose e papel também apresentaram recuo (-26,7% ou -US\$ 340 mi), mas permanecem acima das médias pré-pandemia.

Mas, apesar de que essa recuperação das vendas externas do Estado parece continuar em curso, como vimos na Tabela 5.1, salta aos olhos contrações importantes, em especial, a queda mais intensa do setor de Veículos automotores. As perdas sobre a demanda de Veículos ficam mais evidentes quando analisamos a contração dos embarques para os principais parceiros comerciais com mais detalhe na Tabela 5.2.

Tabela 5.2. Exportações de Veículos pelo RS – Principais destinos
(Acumulado de janeiro a novembro | Em US\$ milhões FOB)

Destino	2019	2020	2021	21/19 (%)	21/19 (US\$)
Argentina	206,6	175,3	133,3	-35,5	-73,3
Estados Unidos	139,8	104,6	107,7	-22,9	-32,1
Chile	226,5	97,4	93,0	-58,9	-133,5
Colômbia	110,7	22,2	31,4	-71,6	-79,3
Uruguai	37,4	29,8	28,2	-24,6	-9,2
Alemanha	21,5	23,6	25,9	20,7	4,5
México	43,7	21,1	25,9	-40,8	-17,8
Paraguai	29,5	17,2	25,4	-13,8	-4,1
Peru	70,1	21,4	19,3	-72,5	-50,9
China	11,2	16,2	16,0	42,2	4,7
Angola	1,1	12,7	11,9	1.032,4	10,9
Bolívia	21,6	10,7	10,9	-49,7	-10,8
Equador	20,4	10,5	9,5	-53,5	-10,9
Rep. Dem. Congo	1,0	8,4	8,5	742,7	7,5
África do Sul	9,5	5,8	5,3	-43,8	-4,2
Total do grupo	950,7	577,0	552,4	-41,9	-398,3
Total Veículos automotores	1.012,1	603,6	584,6	-42,2	-427,6

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em relação ao acumulado de janeiro a novembro de 2019, além das quedas nos dois principais destinos das vendas do segmento, como a Argentina (-35,5% ou -US\$ 73 mi) e os

Estados Unidos (-22,9% ou -US\$ -32 mi), as quedas abruptas dos embarques para Chile, Colômbia e Peru determinaram aproximadamente 60% do resultado agregado. Além disso, sob mesma base de comparação, se observa na Tabela 5.3 que o resultado negativo dependeu também da dinâmica dos principais produtos exportados: a maior queda em termos de valor foi concentrada nas vendas de Automóveis (-80,2%, ou -US\$ 306 mi), seguido por Chassis e carroçarias (-46,1% ou -US\$ 73 mi), Ônibus (-73,1% ou -US\$ 59 mi) e Autopeças (-8,1% ou -US\$ 20 mi). As vendas de Reboques e Partes de motores, por outro lado, cresceram 54,3% e 12,2% no período, respectivamente.

Tabela 5.3. Exportações de Veículos pelo RS – Principais produtos
(Acumulado de janeiro a novembro | Em US\$ milhões FOB)

	2019	2020	2021	21/19 (%)	21/19 (US\$)
Automóveis	381,0	128,6	75,3	-80,2	-305,7
Chassis e carroçarias	158,7	94,1	85,4	-46,1	-73,2
Ônibus	80,5	75,7	21,7	-73,1	-58,9
Autopeças	247,1	169,6	226,9	-8,1	-20,1
Partes de motores	84,0	91,8	94,3	12,2	10,3
Reboques, semi-reboques	58,4	44,3	90,1	54,3	31,7

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Tabela 5.4. Principais Destinos das Exportações do RS
(Acumulado de janeiro a novembro | Em US\$ milhões FOB)

Destino/Setor	Resultado acumulado				Taxas de crescimento %		Var. em milhões de US\$	
	Média 15-19	2019	2020	2021	21/20	21/19	21/20	21/19
China	4.875,2	5.227,9	4.085,6	7.457,8	82,5	42,7	3.372,2	2.229,9
Agricultura e pecuária	3.845,9	3.669,5	2.818,7	5.606,5	98,9	52,8	2.787,8	1.937,0
Alimentos	196,8	318,9	704,3	784,7	11,4	146,1	80,4	465,9
Celulose e papel	248,5	501,0	182,8	261,5	43,0	-47,8	78,6	-239,5
Tabaco	240,9	385,6	68,4	147,6	115,6	-61,7	79,1	-238,0
Químicos	149,7	153,7	91,0	118,3	30,1	-23,0	27,4	-35,4
Couro e calçados	54,4	52,3	63,0	109,9	74,4	110,1	46,9	57,6
Produção florestal	5,2	15,3	22,1	77,2	248,7	404,9	55,1	61,9
Madeira	30,7	45,5	65,9	72,3	9,8	59,1	6,5	26,9
Estados Unidos	1.188,5	1.361,1	1.111,1	1.587,9	42,9	16,7	476,8	226,8
Produtos de metal	154,0	176,7	221,2	294,2	33,0	66,5	73,0	117,5
Químicos	215,2	217,8	113,7	163,0	43,4	-25,1	49,3	-54,8
Couro e calçados	131,9	129,9	101,3	162,4	60,2	25,0	61,0	32,5
Máq. e equip.	51,7	105,4	75,8	141,3	86,4	34,1	65,5	35,9
Celulose e papel	57,5	110,1	71,8	133,0	85,3	20,8	61,2	22,9
Veículos automotores	118,0	139,8	104,6	107,7	3,0	-22,9	3,1	-32,1
Alimentos	31,8	44,4	55,8	91,3	63,4	105,6	35,4	46,9
Madeira	33,8	52,3	65,5	85,6	30,7	63,7	20,1	33,3
Tabaco	158,8	147,5	88,0	85,3	-3,1	-42,2	-2,7	-62,2
Argentina	1.270,9	878,4	749,1	923,2	23,3	5,1	174,2	44,9
Químicos	260,3	206,2	155,6	268,3	72,5	30,1	112,7	62,1
Veículos automotores	421,8	206,6	175,3	133,3	-23,9	-35,5	-42,0	-73,3
Máq. e equip.	195,3	119,3	106,7	125,8	17,9	5,4	19,1	6,5
Produtos de metal	60,6	58,9	57,8	84,7	46,3	43,8	26,8	25,8
Borracha e plástico	69,9	63,7	66,7	80,4	20,5	26,1	13,7	16,6
Couro e calçados	63,6	50,2	28,2	43,9	55,6	-12,4	15,7	-6,2
Tabaco	29,2	31,0	44,8	37,0	-17,4	19,4	-7,8	6,0
Celulose e papel	26,2	33,4	21,0	32,1	52,7	-3,8	11,1	-1,3
Metalurgia	32,0	30,3	22,4	31,7	41,9	4,7	9,4	1,4
Total do grupo	7.334,7	7.467,3	5.945,7	9.968,9	148,7	64,4	4.023,2	2.501,5
Total Geral RS	15.941,2	15.923,9	12.863,7	19.264,3	49,8	21,0	6.400,6	3.340,4

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Ainda sobre os resultados do comércio internacional do RS, a Tabela 5.4 apresenta os principais destinos e seus respectivos segmentos. Analisando o desempenho das exportações

para a China, com base no acumulado de janeiro até novembro de 2021, as vendas aumentaram 82,5% (+US\$ 3,4 bi), quando comparadas sobre o mesmo período de 2020. Entre os segmentos que mais exportaram para a economia chinesa, podemos destacar os avanços da Agricultura e pecuária (98,9% ou US\$ 2,8 bi) e do setor de Alimentos (11,4% ou US\$ 80 mi). Por trás desses resultados, estão os embarques de Soja em grãos (98,9% ou +US\$ 2,7 bi) e de Carne suína (7,1% ou +US\$ 32 mi).

As exportações para os Estados Unidos, no acumulado de janeiro a novembro de 2021, registraram crescimento de 42,9% ante os onze primeiros meses de 2020 (+US\$ 477 mi). Com uma pauta industrial mais ampla, as vendas para a economia americana cresceram fortemente em todos os principais setores, com exceção de Veículos (3,0%). Entre os principais avanços, estão: Produtos de metal (33,0% ou +US\$ 73 mi), Máquinas e equipamentos (86,4% ou +US\$ 65 mi), Couro e calçados (60,2% ou +US\$ 61 mi) e Químicos (43,4% ou +US\$ 49 mi).

Por fim, no que diz respeito às vendas industriais do Estado para a Argentina, de janeiro a novembro de 2021, verifica-se um aumento de 23,3% comparado ao mesmo período de 2020 (+US\$ 174 mi). Entre os segmentos que mais exportaram para o país vizinho, podemos destacar os avanços/quedas de Químicos (72,5% ou +US\$ 113 mi), Veículos (-23,9% ou -US\$ 42 mi), Produtos de metal (46,3% ou +US\$ 27 mi) e Máquinas e equipamentos (17,9% ou +US\$ 19 mi).

As importações do RS, por sua vez, apresentaram forte avanço em relação ao mesmo período do ano passado, acumulando US\$ 10,8 bilhões de janeiro a novembro de 2021 (+55,1% ou +US\$ 3,8 bi). Segundo as grandes categorias, todas apresentaram crescimento, sendo o avanço em Bens intermediários (+US\$ 2,9 bilhões) determinante para o resultado agregado.

Tabela 5.5. Importações do Rio Grande do Sul por CNAE 2.0

(Em US\$ milhões FOB)

	jan-nov/20	Part. (%)	jan-nov/21	Part. (%)	Var. (%)	US\$ milhões
Bens intermediários	4.234	61,0%	7.179	66,7%	69,6%	2.945,0
Bens de capital	1.204	17,3%	1.794	16,7%	49,0%	590,0
Combustíveis e lubrificantes	861	12,4%	1.033	9,6%	19,9%	171,6
Bens de consumo	640	9,2%	773	7,2%	20,8%	133,3
Bens não especificados anteriormente	2	0,0%	5	0,0%	212,3%	3,2
Total Geral	6.940	100,0%	10.762	100,0%	55,1%	3.822

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em vista de toda essa conjuntura, esperamos que o fluxo de comércio internacional do Rio Grande do Sul seja mais equilibrado em 2022, na esteira do cenário de crescimento global acima dos níveis potenciais, ainda que em menor intensidade. Dito isso, esperamos que a Balança Comercial do Estado alcance *superávits* de US\$ 9,0 bilhões nesse ano e US\$ 9,6 bilhões no próximo, puxados pelos avanços de US\$ 13,9 bilhões (32,4%) e US\$ 15,1 bilhões (8,8%) das exportações industriais, respectivamente.

Tabela 5.6. Perspectivas o Comércio Exterior do Rio Grande do Sul

(Acumulado no ano em US\$ milhões FOB)

	2019	2020	2021	2022
Exportações	18,3	14,1	20,9	22,4
Industriais	15,1	10,5	13,9	15,1
Importações	10,9	7,6	11,9	12,8
Balança Comercial	7,4	6,5	9,0	9,6

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Balanço de pagamentos e Comércio exterior do Brasil

No ano passado, alcançamos um resultado equilibrado em decorrência de um comércio internacional pujante, mas com evasão de divisas e perda de investimento estrangeiro, que se deu com o estabelecimento da incerteza e a busca por ativos mais seguros. Por outro lado, em 2021, o cenário de incerteza no ambiente internacional foi parcialmente revertido, não conseguimos diminuir a forte tendência de perda de investimento de 2020, e esse momento foi aproveitado para consolidar a posição das vendas externas do Brasil.

De janeiro a outubro de 2021, o saldo em Transações Correntes (TC) registrou um *déficit* acumulado de US\$ 15,8 bilhões, ante *déficit* de US\$ 13,5 bilhões no mesmo período de 2020. Nos dez meses encerrados em outubro de 2021, a Balança Comercial de Bens foi superavitária em US\$ 35,9 bilhões, ante *superávit* de US\$ 32,6 bilhões em 2020. Embora a análise aponte para a manutenção do quadro de Transações Correntes do país, a análise nos mostra um hiato mais equilibrado dessa conta em relação aos ciclos de ajustamento de crises anteriores, em que os impactos sobre as Rendas Primária e Secundária e a Balança de serviços foram maiores nesse último ciclo. Isso justifica o resultado deficitário do saldo em Transações Correntes, mesmo frente aos bons resultados da Balança Comercial do País.

Tabela 5.7. Balanço de Pagamentos

(Acumulado em US\$ milhões)

	jan-out/20	jan-out/21	Diferença
TRANSAÇÕES CORRENTES	-13.571	-15.783	2.213
Balança Comercial	32.624	35.942	3.319
Exportações	174.585	238.534	63.949
Importações	141.961	202.592	60.631
Serviços	-17.443	-13.619	-3.824
Renda Primária	-30.756	-40.916	-10.160
Renda Secundária	2.004	2.809	-805
CONTA CAPITAL	346	187	-159
CONTA FINANCEIRA	-7.882	-17.218	-9.335
Investimento Direto no Exterior	-5.636	21.982	21.982
Participação no capital	-6.736	22.020	22.020
Operações intercompanhia	1.100	-38	-38
Investimento Direto no País	34.352	45.788	11.437
Participação no capital	28.052	44.033	15.981
Operações intercompanhia	6.300	1.755	-4.544
Investimento em carteira - ativos	9.411	18.041	-8.630
Ações e cotas em fundos	9.296	15.021	-5.726
Títulos de dívida	115	3.020	-2.904
Investimento em carteira - passivo	-18.585	22.340	40.925
Ações e cotas em fundos	-14.706	5.779	20.485
Títulos de dívida	-3.879	16.561	20.440

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Analisando essas contas em detalhe, no acumulado até outubro desse ano, vemos que as saídas líquidas da Balança de Serviços foram deficitárias em US\$ 13,6 bilhões, em decorrência, principalmente, dos saldos das balanças (receitas menos despesas) de serviços de transportes (-US\$ 3,2 bi), viagens (-US\$ 1,6 bi), seguros (-US\$ 1 bi), serviços de propriedade intelectual e informações (-US\$ 2,8 bi) e aluguel de equipamentos (-US\$ 5,7 bi). A Renda Primária, por sua vez, registrou elevado *déficit*, de US\$ 40,9 bilhões, enquanto a Renda secundária foi superavitária em US\$ 2,8 bilhões. Os saldos da Renda de Investimento direto (-US\$ 25,1 bi) e da Renda de investimento em carteira (-US\$ 15,6 bilhões) foram determinantes para o resultado.

Já o saldo da Conta Financeira registrou *déficit* de US\$ 17,2 bilhões, ante *déficit* de US\$ 7,8 bilhões acumulados de janeiro a outubro de 2020. Os ingressos líquidos em investimentos

diretos no país totalizaram US\$ 45,8 bilhões em 2021, ante US\$ 34,4 bilhões acumulados em 2020. Em contrapartida, se destacam os aumentos das saídas líquidas em investimentos diretos no exterior (+US\$ 22,0 bi) e em investimentos em carteira (+US\$ 40,9 bi), em relação ao mesmo período de 2020.

O comportamento das exportações do Brasil em 2021 segue favorável, em linha com a forte retomada internacional, mas com desafios setoriais importantes. No acumulado de janeiro a novembro de 2021, as exportações do Brasil totalizaram US\$ 256 bilhões⁶, incremento de 34,2% (+US\$ 65,3 bi) na base de comparação interanual. Já as importações apresentaram dinâmica relevante, mesmo sob uma taxa de câmbio desfavorável, acumulando um total de US\$ 198,7 bilhões, sendo esse valor 38,9% (+US\$ 55,7 bi) superior ante o mesmo período de 2020.

Tabela 5.8. Exportações – Brasil

(Acumulado de janeiro a novembro em milhões US\$ FOB)

	2020	2021	Var. (%)	US\$ milhões
Extr. de min. metálicos	25.576	45.722	78,8%	20.146
Alimentos	35.129	41.138	17,1%	6.009
Extr. de petróleo e gás	18.051	27.424	51,9%	9.374
Metalurgia	16.523	22.768	37,8%	6.246
Veículos automotores	7.434	9.849	32,5%	2.415
Químicos	6.697	9.162	36,8%	2.465
Coque e deriv. petróleo	5.603	7.819	39,5%	2.215
Celulose e papel	7.232	7.785	7,6%	553
Máquinas e equip.	5.194	7.281	40,2%	2.087
Madeira	2.715	3.861	42,2%	1.146
Outros	17.671	21.548	21,9%	3.788
Total da Indústria	147.826	204.358	38,2%	56.532
Agro	42.845	51.483	20,2%	8.637
Total Geral	190.728	256.008	34,2%	65.280

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Tabela 5.9. Importações – Brasil

(Acumulado de janeiro a novembro em milhões US\$ FOB)

	2020	2021	Var. (%)	US\$ milhões
Químicos	29.157	42.301	45,1%	13.144
Equip. de inf., prod. elet.	17.488	21.695	24,1%	4.207
Máquinas e equip.	14.744	18.300	24,1%	3.557
Veículos automotores	10.700	15.959	49,1%	5.259
Coque e deriv. petróleo	8.179	14.497	77,2%	6.318
Farmoquímicos	8.063	11.858	47,1%	3.795
Metalurgia	6.569	11.788	79,5%	5.219
Máq., apa. e mat. elétr.	7.208	9.440	31,0%	2.232
Extr. de petróleo e gás	3.514	7.584	115,8%	4.069
Outros equip. de transp.	7.600	6.503	-14,4%	-1.096
Outros	26.196	33.563	28,1%	7.655
Total da Indústria	139.419	193.489	38,8%	54.070
Agro	3.601	4.753	32,0%	1.152
Total Geral	143.038	198.693	38,9%	55.655

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

Dado o exposto, esperamos que a dinâmica favorável das contas externas do Brasil continue no próximo ano. Apesar dos problemas mencionados, as fortes ampliações de investimentos globais em infraestrutura realizados no ano passado e nesse ano, além dos projetados para o ano que vem, semeiam uma perspectiva otimista pela manutenção do crescimento das vendas externas do Brasil, principalmente aquelas associadas a *commodities*. Além desses fatores, a demanda por Alimentos e grãos devem permanecer firmes, beneficiando também as redes industriais associadas. Para 2022, temos o crescimento das exportações do Brasil projetado em 4,6%, totalizando US\$ 295,9 bilhões, após alta de 35,2% em 2021 (US\$ 282,8 bi). As importações devem partir de US\$ 215,1 bilhões nesse ano para US\$ 226,4 bilhões no próximo (5,3%), resultando em *superávit* da Balança Comercial de US\$ 69,5 bilhões.

Tabela 5.10. Perspectivas para o Comércio Exterior do Brasil

(Acumulado no ano em US\$ bilhões FOB)

	2019	2020	2021	2022
Exportações	221,1	209,2	282,8	295,9
Importações	185,9	158,8	215,1	226,4
Balança Comercial	35,2	50,4	67,7	69,5

Fonte: SECEX/ME. Elaboração: FIERGS/UEE.

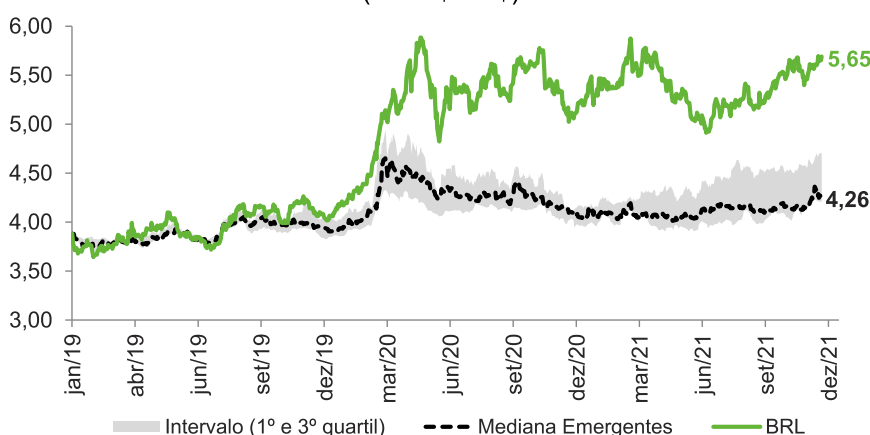
⁶ Os valores totais divulgados pelo Banco Central do Brasil e a Secex diferem pela consideração do primeiro, que define que as transações a serem registradas nas estatísticas referem-se à mudança de propriedade do bem entre residente e não residente, mesmo que a mercadoria não transite de uma economia para outra.

Taxa de Câmbio: prêmios de risco dominam a dinâmica do Real

Após encerrar 2020 na terceira colocação do *ranking* de moedas que mais se depreciaram, desvalorizado em 29%, o Real se consolidou em 2021 como um fenômeno ímpar entre os seus pares, se depreciando ainda mais (9%). A principal razão desse desempenho é o reflexo dos diversos choques de incerteza fiscal que se acumularam e dominaram a dinâmica da moeda desde o ano passado. Inclusive, os efeitos positivos de apreciação das contas externas (canal dos termos de troca) e do aumento das taxas de juros (efeito diferencial de juros), além da melhora da atividade, não foram suficientes para atenuar os efeitos perversos das peculiaridades que se instalaram no país.

Gráfico 5.2. Comportamento Do Real vs. Emergentes

(Em R\$/US\$)



Fonte: Investing.com. Elaboração: FIERGS/UEE.

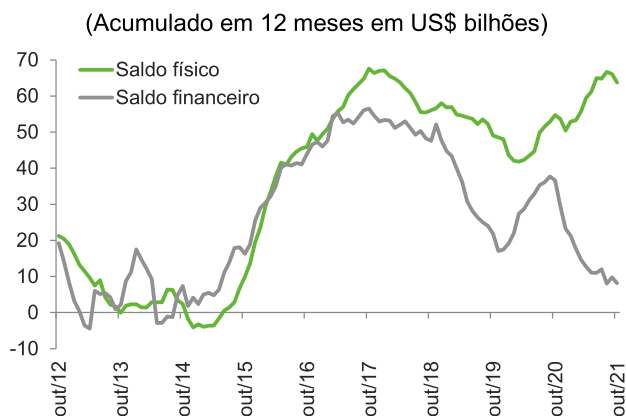
Mas como reconhecida característica da dinâmica própria do Real, sua trajetória não foi linear. Isso porque, múltiplos e intensos choques impactaram a moeda brasileira ao longo dos últimos meses. O primeiro se iniciou entre fevereiro e março desse ano, com a elevação da incerteza a respeito do orçamento de 2021 e início de uma precificação antecipada do risco eleitoral e político com o retorno do ex-presidente Lula para o centro da disputa presidencial de 2022. A partir desses eventos, a moeda chegou a ser cotada a R\$/US\$ 5,70, descontinuando o cenário construtivo de apreciação que era esperado no início do ano. Mas o Real só não chegou ao limite de R\$/US\$ 6,00, naquele momento, pelos bons desempenhos da atividade econômica no primeiro semestre. Após a divulgação dos dados do PIB, a revisão de cenário dos agentes instalou um sentimento de otimismo com o Brasil, e o Real voltou a se apreciar até alcançar R\$/US\$ 4,90 em junho.

No entanto, essa apreciação não foi compensada pela melhora posterior do cenário de incerteza fiscal. De certa maneira, o que se viu ao longo de alguns meses foi a moeda oscilando entre R\$/US\$ 5,10-R\$/US\$ 5,30 ao mesmo tempo em que os fundamentos melhoravam, com um aumento da arrecadação (em parte da maior demanda por bens e pela alta inflação), termos de troca em alta e o banco central já iniciava o ciclo de alta de juros. Algo parecia errado.

A incompatibilidade entre a dinâmica do Real e os fundamentos ficam evidentes nos dados das contas externas. Como pode ser visto nos Gráficos 5.3 e 5.4, os prêmios de risco embutidos na economia brasileira interromperam um movimento natural das economias exportadoras, em que a moeda do país se valoriza com uma melhora dos termos de troca (pela elevação das exportações e dos preços das *commodities* em Dólar). Transcorridos os últimos doze meses até

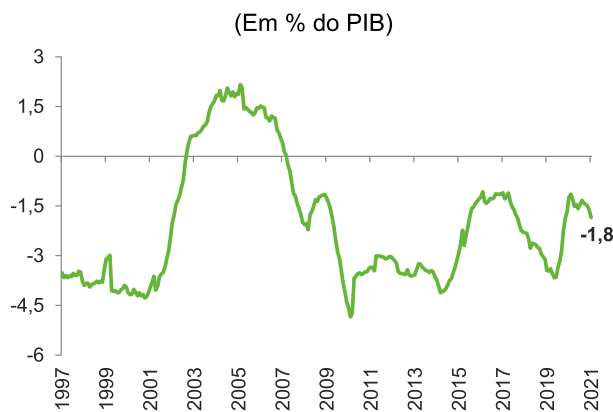
outubro, o hiato entre a balança comercial física e financeira tem aumentado, indicando que aproximadamente US\$ 50 bilhões em exportações não retornaram para o país.

Gráfico 5.3. Balança Comercial – Física e Financeira



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 5.4. Déficit em Transações Correntes



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Assim, a partir de agosto, ao contrário do que se esperava, a taxa cambial seguiu em trajetória de desvalorização, pressionada por uma elevação da incerteza doméstica frente ao cenário de discussões sobre o Teto de Gatos e a possibilidade de atravessar um ano eleitoral sem uma âncora fiscal. Naquele momento, quando a política monetária já encaminhava o aumento mais intenso de juros e a atividade já apresentava sinais de desaceleração, a taxa de câmbio voltou a se depreciar mais intensamente, retornando aos níveis de R\$/US\$ 5,70-R\$/US\$ 5,80.

Para 2022, esperamos que a taxa de câmbio termine em US\$ 5,50, mas com a possibilidade de uma forte depreciação durante o percurso. Em particular, isso significa que as perspectivas são de um cenário básico marcado por elevada volatilidade nas condições macroeconômicas. Apesar de vermos uma volatilidade atenuada para o Real com aumento da taxa Selic até 11,75% no 1ºT/2022, a combinação de juros mais altos no exterior, atividade desacelerando, perda da âncora fiscal e *commodities* estáveis deverá contribuir para a ausência de apreciação ao longo de 2022. Somado a isso, dois fatores de risco podem ser destacados, caracterizando, em algum grau, uma instabilidade mais pronunciada da taxa de câmbio.

O primeiro deles é a expectativa de uma forte volatilidade em relação ao número de economias que direcionarão as taxas de juros para um ciclo de elevação (Gráfico 5.5). Isso poderá ter um impacto negativo para moedas emergentes, pois reconfigura as relações de diferencial de juros entre os ativos financeiros. Adicionalmente, com o fenômeno da inflação global, espera-se também o aumento das taxas de juros nas economias avançadas, em especial, a expectativa de aumento dos juros americanos antes do esperado.

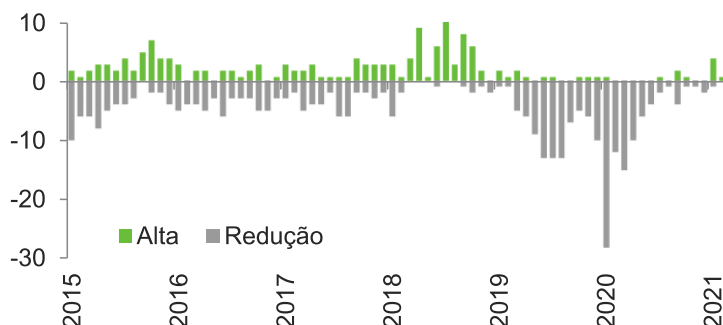
Recentemente, o Banco Central norte-americano (Federal Reserve) anunciou oficialmente o início do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*), que deve se dar em ritmo de US\$ 15 bilhões/mês e se encerrar em junho ou março de 2022. A perspectiva é que o aumento das taxas de juros, de acordo com a última divulgação de cenários pelos membros do Fed, se inicie em meados do segundo semestre do próximo ano. No entanto, após as fortes altas na inflação, acumulada em 6,8% até novembro, cresceram as expectativas de que o Fed antecipe o ciclo de elevação dos juros para março de 2022, o que seria fundamental, em nossa opinião, para a desaceleração da inflação no país.

Se confirmadas essas estimativas, será uma nova fonte de instabilidade para o Real, o que poderá fazer com o que as cotações das moedas de economias emergentes experimentem mais

volatilidade, já na primeira metade do próximo ano. Apesar da probabilidade alta de estabilização dos preços de *commodities* nos próximos meses, trabalhamos com o cenário de que a inflação irá piorar antes de melhorar nas economias avançadas e projetamos a antecipação desse movimento pelo Fed, o que poderia levar, em um cenário conservador, a cotação do Real a R\$/US\$ 5,90.

Gráfico 5.5. Ciclos das Taxas de Juros Globais

(Quantidade mensal de bancos centrais que aumentaram ou diminuíram a taxa de juros)



Fonte: Banco Internacional de Compensações Financeiras (BIS). Elaboração: FIERGS/UEE.

Dito isso, simulamos dois cenários para adicionar os efeitos do período eleitoral e da perda de âncora fiscal à piora no exterior: o primeiro com desvalorização branda, atingindo R\$/US\$ 5,90 e retornando próximo aos níveis atuais, em R\$/US\$ 5,50-R\$/US\$ 5,60, após a metade de 2022. O segundo considera que a acumulação desses eventos posicionaria a taxa de câmbio em um novo regime de nível mais elevado, transitando sobre R\$/US\$ 6,00.

Em particular, o segundo cenário implicaria que quaisquer choques de incerteza decorrentes da corrida eleitoral ou do fiscal levariam facilmente o Real a romper a barreira dos R\$/US\$ 6,00 em algum momento, ainda com risco de não retornar o nível inicial. Já no primeiro cenário, de choques favoráveis, teríamos uma alta transitória para R\$/US\$ 5,90, mas com contribuição do cenário doméstico atuando mais tardiamente, após o mês de agosto. Outro ponto importante a ser considerado é o próprio nível da Selic mais elevada do que as expectativas têm apontado. Em um cenário alternativo, poderíamos considerar alguma atenuação da volatilidade no cenário cambial, mas entendemos que ela deveria ocorrer o quanto antes. Ainda assim, a probabilidade para isso é bastante reduzida neste momento.

Tabela 5.11. Perspectivas para a Taxa de Câmbio

(Em R\$/US\$)

	2019	2020	2021	2022
Taxa de Câmbio – Desv. (%)	4%	29%	9%	-3%
Taxa de Câmbio – Fim de período	4,02	5,20	5,65	5,50

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.