



**AS SAÍDAS DE
INVESTIMENTO DE
PORTFÓLIO E AS
CRIPTOMOEDAS**

COMENTÁRIO MACRO



Analisamos nesse Comentário Macro a evolução recente, sobretudo a partir de 2019, da tendência de investimento de portfólio de residentes no exterior (investimento em carteira ativo), incluindo nesse contexto a aquisição crescente de criptoativos no exterior. Constatamos que parece haver tendência estrutural de crescimento dos investimentos de portfólio no exterior que pode refletir (i) a redução do juro neutro e (ii) a maior facilidade de acesso por parte do investidor doméstico a ativos no exterior, com redução do estigma negativo associado a esse tipo de investimento. Como o estoque de ativos de portfólio detidos por residentes no Brasil é baixo relativamente a outros países, pode haver importante mudança estrutural em que os investimentos de portfólio de residentes tenham maior equilíbrio frente à entrada de investimento de portfólio de não-residentes (investimento em carteira passivo), reduzindo o peso do "carry" do juro local na formação da taxa de câmbio.

Em comentário de 15 de julho último, discutimos a questão da disparidade entre o fluxo cambial contratado de exportação e importação vis-à-vis o saldo embarcado da balança comercial. Como conclusões preliminares, ressaltamos que i) tal discrepância poderia refletir mais a mudança de patamar do juro estrutural e menos sua evolução conjuntural e ii) poderia haver uma alteração, também estrutural, de redução do endividamento externo (incluído o financiamento de comércio exterior) das empresas brasileiras, impactando, via serviço da dívida, o fluxo cambial ligado à exportação (uso das receitas auferidas no exterior para pagamento de dívida).

A hipótese de redução do endividamento externo das empresas brasileiras também é capturada via estatísticas do BIS (Banco Internacional de Compensações), que permite ver a evolução dos passivos de filiais de empresas brasileiras no exterior, informação não disponível no nosso balanço de pagamentos por envolver transações efetuadas entre não residentes.

Mas, como então apontamos, esse movimento é finito no tempo e tem relação com metas de (des)alavancagem de grandes empresas brasileiras, sobretudo no setor de commodities, que acumularam grandes passivos externos na década passada em contexto de diferencial muito expressivo entre o juro doméstico e o internacional. Se isso é verdade, poderia haver implicações positivas para o fluxo cambial, expressando uma situação de juros estruturais ainda baixos, mesmo que no curto prazo mais elevados do que foram no ano passado.

É nesse contexto que vale analisar um outro tema que se liga aos diferenciais de juros estruturais e nominais, a saber, o comportamento do investimento de portfólio. Nos interessa, aqui, olhar sobretudo o investimento de portfólio dos residentes no exterior, o chamado investimento de portfólio ativo, representando a diversificação das carteiras de investimento locais na direção da maior exposição a ativos internacionais.

Se olharmos em períodos passados, o movimento não tem um padrão de comportamento tão claro. No período que se seguiu à crise financeira de 2008, houve tendência de repatriação de ativos de portfólio de residentes detidos no exterior, refletindo o risco sistêmico. O fluxo de saída torna-se crescente na década seguinte, atingindo US\$ 9 bilhões em 2013, passando a cair até ficar levemente negativo em 2015 e 2016, possivelmente refletindo o patamar muito elevado do juro doméstico e câmbio depreciado. A partir de 2017, com juros em queda, há nova aceleração nas saídas (quando atingem US\$ 12,4 bi), mas a tendência é estancada no ano seguinte, praticamente zerando no ano eleitoral de 2018.

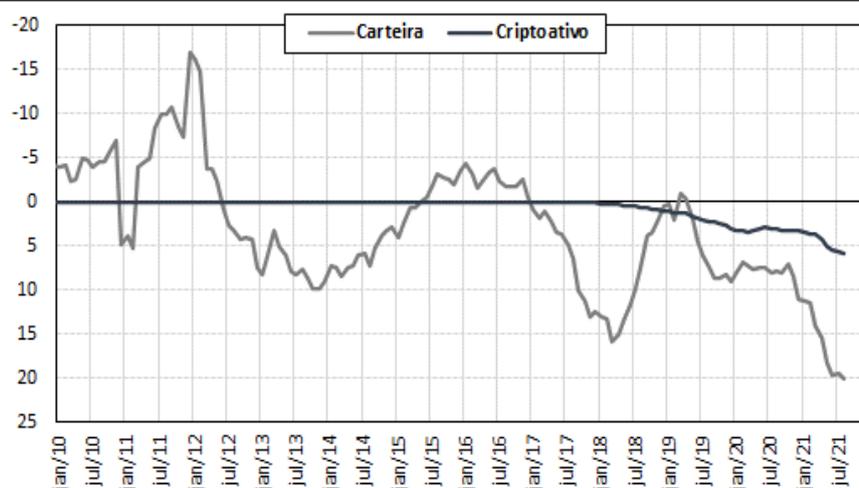
A tendência mais interessante inicia-se a partir de 2019. Há uma elevação quase contínua do fluxo de investimentos de portfólio ativos, breve e levemente interrompida pela crise da Covid 2019, com uma saída líquida de portfólio de residentes de US\$ 11 bilhões em 2020. E os números voltam a mostrar aceleração em 2021, com o acumulado até agosto indicando saída líquida de US\$ 16,6 bilhões, com US\$ 19,9 bilhões em doze meses, nível mais alto da série histórica.

Em sua última nota à imprensa do setor externo, o BC apresentou importante conciliação estatística entre o saldo comercial que ele divulga, com base na metodologia do FMI, com aquele divulgado pela Secex, que utiliza a metodologia da ONU. Interessa aqui ressaltar que o BC inclui, entre as importações, a transferência de criptoativos entre residentes e não-residentes. Isto porque “Criptoativos são definidos como ativos não financeiros, porque não têm contraparte devedora, condição necessária para classificar um ativo como financeiro”.

A transferência do criptoativo é capturada pelo BC via contratos de câmbio, ou seja, afeta o balanço de pagamentos e o fluxo cambial. Mesmo sendo ativo não financeiro, a natureza da decisão de comprá-lo é, em geral, financeira (pode ser também transacional), tanto que seu valor se altera ao longo do tempo.

Desta forma, vale incluí-lo na conta da tendência recente de diversificação do portfólio dos residentes no Brasil em direção a ativos externos, quando transacionado com não-residentes. A série do BC mostra o início das transações com criptoativos em 2017, com uma tendência ascendente. Há um padrão similar ao descrito acima para as saídas de portfólio: aceleração a partir de 2019, quando as importações (líquidas de exportações) atingem US\$ 3,0 bilhões, arrefecimento da tendência de alta em 2020 (US\$ 3,3 bilhões) e nova aceleração em 2021, com US\$ 4,3 bilhões no acumulado até agosto e US\$ 5,8 bilhões em doze meses. Se somarmos as saídas de portfólio à importação líquida de criptoativos, chegamos a US\$ 25,8 bilhões em doze meses (US\$ 14,3 bilhões em 2020, mesmo em contexto de juros nominais muito baixos).

Gráfico 1: Investimento Brasileiro no Exterior (carteira) e Criptoativos (US\$ milhões - Ac. 12 meses)



Fonte: ASA Investments, BCB

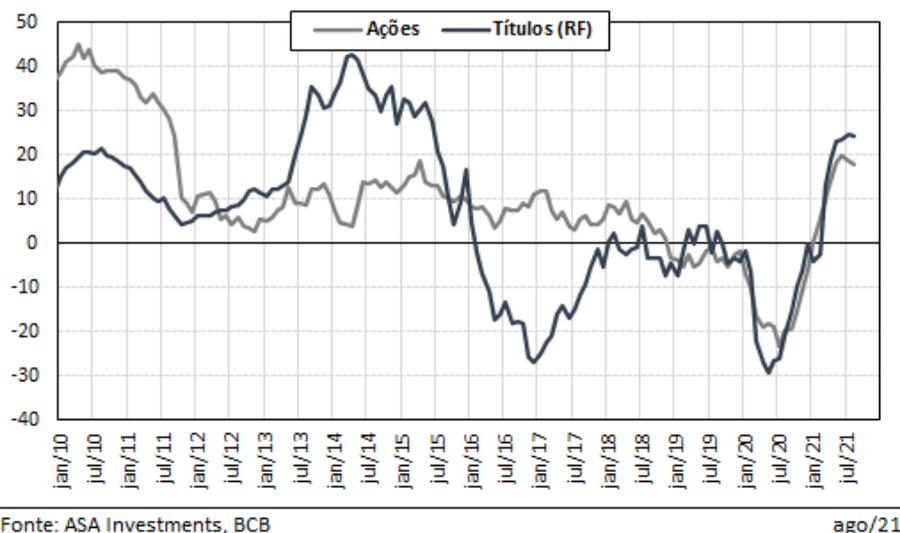
ago/21

A tendência recente das saídas de portfólio e importação de criptomoedas não parece estar ligada ao patamar mais atrativo da taxa de câmbio, que se desvalorizou acentuadamente a partir de 2019, com grande volatilidade no período. Nesse mesmo período, tivemos uma redução da Selic, sobretudo em 2020, diminuindo o diferencial com juros externos. Mas o processo de normalização da Selic iniciado esse ano não parece ter arrefecido o apetite do investidor residente por ativos externos.

A nosso ver, novamente há uma possível associação entre essa tendência e a mudança do juro estrutural na economia, levando o investidor a uma maior diversificação para ativos externos. Um segundo motivo estrutural nos parece ser a facilidade com que o investidor doméstico tem hoje de acessar ativos externos via plataformas de investimento e aplicativos, o que também é notório no caso das criptomoedas. Investir no exterior sempre implicou altos custos (manter conta corrente) e, também, no estigma da ilegalidade (“evasão de divisas”, ilicitude fiscal) que hoje pode ser muito menos importante para as gerações mais novas de investidores, crescentemente diversificando seus investimentos na direção de ativos de risco. Nada mais natural do que buscar alocar parcelas maiores de poupança em ativos externos.

Do ponto de vista macroeconômico, pode haver uma novidade. Se a queda do juro estrutural for duradoura, temos que nos acostumar a um fluxo de portfólio mais equilibrado. Em 2021, até aqui (agosto), o fluxo de entrada de portfólio, o melhor desde 2015, atingiu US\$ 22,1 bilhões, um pouco acima dos US\$ 20,9 bilhões de saída de portfólio mais importação líquida de criptoativos. É possível que a alta da Selic mude o comportamento nos próximos meses, mas a tendência parece que pode ter vindo para ficar.

Gráfico 2: Investimento Estrangeiro no Brasil - Portfólio (US\$ milhões - Ac. 12 meses)



Fonte: ASA Investments, BCB

ago/21

Segundo dados do International Investment Position (IIP) do FMI, o estoque de investimento externo de portfólio do Brasil, que oscilava abaixo de 2% do PIB entre 2005 e 2016, atingiu 2,5% ao final de 2019, 3,5% do PIB ao final de 2020 e 4,0% do PIB no 1T21. Comparativamente a outros emergentes, o IIP do Brasil para portfólio é mais baixo do que México (6,3% do PIB) e Rússia (7,3% do PIB no 1T21) e muito menor que de outros países da América Latina como Colômbia (19,6% do PIB) e Chile (74,3% do PIB), no 1T21. No mundo desenvolvido os percentuais são também muito maiores: 68,7% do PIB para os EUA, 145,9% do PIB para o Reino Unido.

O potencial aqui parece grande se estivermos frente a mudanças estruturais que vieram para ficar na taxa de juros (a depender da eleição de 2022) e no acesso dos investidores a alternativas de diversificação de poupança que facilitem a alocação em investimentos no exterior. Passaríamos a ter que questionar visões de que o câmbio segue o “carry” do real frente a outras moedas ou que estaria “errado” frente a modelos que tentam, de um passado que pode não se repetir, projetar o futuro.

Infelizmente, estamos assistindo, tanto do lado do governo como da oposição, a tentação velada ou explícita de contornar ou abolir o teto de gastos, expandindo o gasto público, e de ressuscitar o crédito direcionado e a intervenção do Estado (como no preço dos combustíveis). Governo e oposição têm, assim, um ponto em comum: “Make the Selic great again”. No Brasil, o passado, mesmo que em forma de pesadelo, pode não ser um mal preditor do futuro.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com