



CARTA DE CONJUNTURA – JULHO/2025

A recente valorização do real

Entre dezembro de 2024 e julho de 2025, o real valorizou 8,2% em relação ao dólar norte-americano, invertendo uma tendência de desvalorização que vinha ocorrendo desde meados de 2023. No mesmo período, o dólar depreciou 5,7% em relação a uma ampla cesta de moedas, também após um movimento equivalente de valorização. Como mostra o Gráfico 1, a taxa de câmbio brasileira tende a seguir de perto as oscilações do dólar em relação a sua cesta de moedas, exceto quando fatores domésticos positivos ou negativos entram em operação e afetam os movimentos de capital de curto prazo.

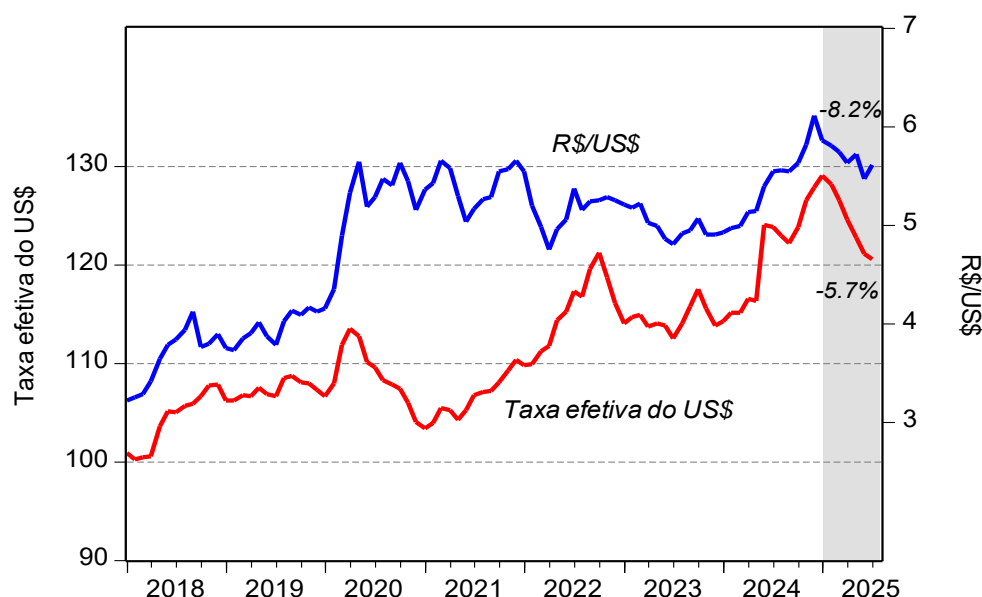
O principal desses fatores é o diferencial de juro entre o país e o exterior. Atualmente, este diferencial é amplamente favorável ao ingresso de capitais (investimentos de portfólio). Em termos simples, tomando uma taxa em dólar de 4,5% e um prêmio de risco soberano da ordem de 2% (total de 6,5%), a taxa selic de 15%, que baliza as taxas de mercado, produz um grande diferencial a favor de investimentos especulativos no país. Isso também contribui para a valorização do real¹.

A desvalorização recente do dólar significa que a agressividade tarifária dos EUA está dando certo? Não necessariamente. Como se recorda, um dos argumentos para a imposição de altas tarifas por Trump foi a proposição de que isso desvalorizaria o dólar, aumentaria a competitividade da economia norte-americana e reduziria o déficit comercial. Entretanto, a quebra de confiança que tal política tem provocado no mundo significa também que a demanda mundial por ativos em dólar pode estar se contraindo, na medida em que o resto do mundo procura alternativas para reduzir seu “*exposure*” ao risco dos EUA, o que também pode explicar a desvalorização recente do dólar, além de dificultar o financiamento do expressivo déficit em conta-corrente daquele país².

Ainda é muito cedo para avaliar os efeitos de médio e longo prazo da atual política externa do governo Trump. Seus desdobramentos econômicos e financeiros estão apenas no início. O que hoje parece uma política benéfica aos interesses norte-americanos pode se tornar um problema, na medida em que os demais países se ajustem à nova realidade do fim do multilateralismo e da ausência de regras nas relações comerciais internacionais.

Gráfico 1

Apreciação do real vs. depreciação do dólar



O mau desempenho das ações brasileiras

Entre janeiro de 2019 e julho de 2025 (seis anos e meio), o índice SP&P 500 valorizou 137%, enquanto o índice Bovespa, convertido em dólares, caiu 8,7%. Em valores nominais, as ações brasileiras valorizaram 36,7%, contra a inflação acumulada no período de 40,6%. Ou seja, uma desvalorização real do índice Bovespa de 2,8%. Uma comparação alternativa e talvez mais relevante é a seguinte: R\$ 100 aplicados no índice Bovespa em janeiro de 2019 teriam rendido 36,7% ao longo dos últimos seis anos e meio, ao passo que a mesma aplicação num título do Tesouro Nacional que paga a taxa selic teria rendido aproximadamente 70%.

Considerando que predomina, no índice da bolsa, a elite das grandes empresas abertas nacionais, a pergunta que se impõe é a seguinte: o que explica esse mau desempenho das ações brasileiras quando comparado tanto com as ações norte-americanas quanto com o mercado de renda fixa? Sem pretender aqui uma resposta conclusiva, podem-se destacar três causas mais prováveis.

A primeira delas é o mau desempenho da economia brasileira nos últimos seis anos e meio. De um lado, o PIB cresceu, em média, apenas 1,5% no período (um aumento de renda per capita inferior a um por cento ao ano). No mundo atual, a causa mais importante do crescimento econômico é o aumento da produtividade do trabalho. No Brasil, a produtividade tem-se mantido praticamente constante nos últimos 20 anos, o que explica boa parte do baixo crescimento da economia.

De outro lado, esse baixo crescimento foi acompanhado de fortes variações anuais. Ambos os fatores limitaram a expansão das empresas, assim como sua rentabilidade *vis a vis* o resto do mundo e o mercado de renda fixa. Como resultado, o Brasil não tem sido capaz de atrair um fluxo regular de investimentos estrangeiros para o mercado de capitais.

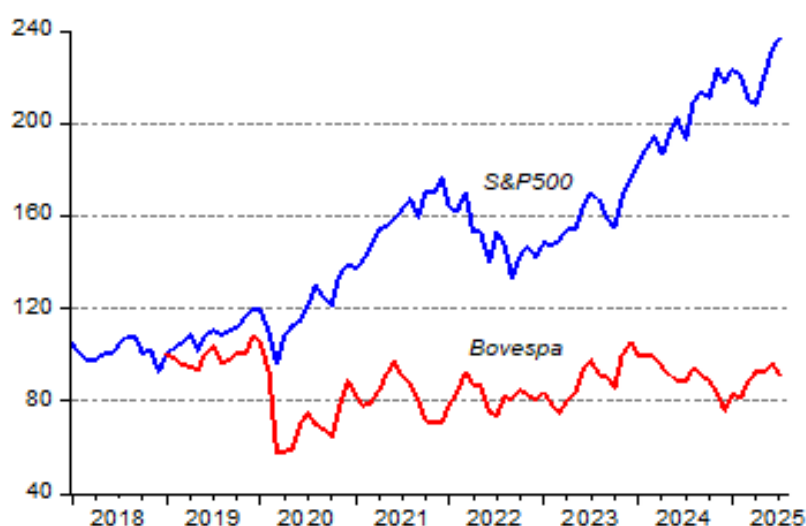
A segunda razão óbvia é a elevada taxa de juro real que prevaleceu no período. Na ótica do investidor, a dominância do mercado de renda fixa o levou a preferir instrumentos financeiros (com rentabilidade certa e baixo risco) a ações de baixa rentabilidade e alto risco.

Uma terceira razão tem a ver com o nível baixo e incerto dos dividendos distribuídos pelas empresas em geral. Para um investidor que deseja contar com um fluxo de renda estável sobre sua poupança, o mercado acionário não consegue competir com o mercado de renda fixa. Ou seja, como forma de poupança de longo prazo, as ações têm sido totalmente dominadas pelas várias alternativas oferecidas pelo mercado financeiro.

Num cenário internacional hostil ao país e com o risco fiscal brasileiro em franca elevação, o que implica a permanência de juros reais elevados, é difícil prever um desempenho mais robusto das ações brasileiras no curto prazo.

Gráfico 2

S&P 500 e Bovespa em US\$



¹ Esta é uma medida muito grosseira, porque a taxa de risco soberano não reflete o risco fiscal do país (relativo à dívida interna) nem o grau de insegurança jurídica (riscos contratuais ou de "regras do jogo") que certamente são relevantes.

² Teoricamente, a elevação da barreira tarifária, tudo o mais constante, deveria levar à apreciação do dólar, ao contrário da previsão do governo norte-americano.