



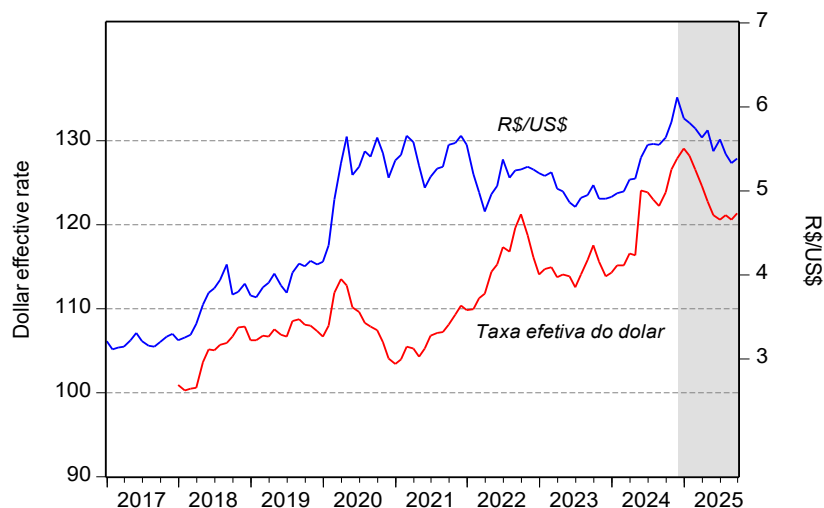
CARTA DE CONJUNTURA – SETEMBRO/2025

A valorização do real vai continuar?

De janeiro a outubro deste ano, o real valorizou-se 9,4% em relação ao dólar dos EUA. No mesmo período, o dólar desvalorizou-se 8,2% em relação a uma ampla cesta de moedas, conforme dados do Federal Reserve Board. Esses números muito próximos indicam que a valorização do real refletiu totalmente o ambiente internacional criado com a nova política tarifária e fiscal de Trump e, até aqui, nada tem a ver com fatores internos da economia brasileira. O Gráfico 1 mostra que essas duas séries tendem a caminhar bastante próximas uma da outra, a menos que perturbações internas criem alguma divergência.

Gráfico 1

Taxa nominal efetiva do dólar e cotação R\$/US\$



Para prever o curso futuro da taxa de câmbio, portanto, é necessário (a) investigar os fatores internacionais que determinam a cotação do dólar em relação às demais moedas e (b) quantificar os elementos internos que podem alterar a relação entre o real e o dólar. Esta é uma tarefa de alta complexidade. O máximo que podemos fazer é identificar as principais causas (mundiais e domésticas) que afetam a taxa de câmbio brasileira.

Do ponto de vista global, existem dois problemas importantes. O primeiro é o “tarifaço”, que começa a produzir efeitos alocativos de primeira ordem na economia mundial, os quais tendem a se intensificar na medida que o tempo passa. O uso de tarifas para promover a “reindustrialização” dos EUA vai gerar desvios de comércio (substituição de fontes mais eficientes de produção por fontes menos eficientes) e, consequentemente, má alocação de recursos e perdas de bem-estar na economia mundial (inclusive nos EUA).

O segundo problema é o déficit fiscal crescente – segundo as projeções de várias instituições norte-americanas – resultante da expansão fiscal do governo Trump. O resultado disso é a explosividade da dívida pública federal, que já supera 120% do PIB e pode chegar a porcentagens bem maiores nos anos vindouros. Parte dessa dívida é financiada pelo resto do mundo, que mantém superávit em conta-corrente contra os EUA. A pergunta que se faz hoje é se, nesse cenário, até quando os demais países estarão dispostos a continuar acumulando ativos norte-americanos. O risco da dívida soberana dos EUA, que convencionalmente tem sido considerado nulo pelo mercado mundial de capitais e tem servido de base para toda a estrutura a termo das taxas de juro, passou a ser considerado positivo. Já é perceptível um movimento consistente de diversificação de portfólios no mundo todo para outros ativos que não o dólar, embora em escala ainda pequena, considerando a predominância do dólar nas transações internacionais. Isso pode criar problemas de colocação de nova dívida no mercado pelo governo norte-americano e talvez mesmo de rolagem do principal e juros. Ambos os fatores tendem a produzir novas desvalorizações do dólar em relação às demais moedas ao longo do tempo (a apreciação das demais moedas e de ativos reais como o ouro, por exemplo).

Olhando agora para as condições internas do Brasil, duas questões se destacam. A primeira é a extraordinária expansão fiscal empreendida pelo atual governo federal desde 2023, que gerou um déficit primário de R\$ 103,6 bilhões no período de janeiro a setembro de 2025, contra a meta estipulada pela LDO - Lei de Diretrizes Orçamentárias - de zero para o ano. Foram autorizadas despesas “fora do arcabouço fiscal” de R\$ 42,8 bilhões neste ano, o que reduz o déficit (contabilmente) para R\$ 60,8 bilhões. Este é o valor do superávit que seria necessário para cumprir a meta fiscal nos três últimos meses de 2025, o que obviamente não irá acontecer. Como resultado, projeta-se que a dívida bruta atinja 78% do PIB em 2025 e 83% em 2026. O prêmio de risco sobre a dívida federal brasileira tende a subir, ou seja, o governo terá que pagar taxas de juro reais mais elevadas para a rolagem de principal e juros e para a colocação de novos títulos no mercado.

O segundo problema interno são as eleições gerais de 2026, que usualmente produzem dois efeitos sobre a economia. De um lado, é um período de gastança e de “bondades”, que visam atrair o eleitor, tanto a nível federal quanto dos governos estaduais. Não se deve esperar austeridade em 2026. Pelo contrário, é provável que o déficit primário do setor público como um todo (inclusive o das empresas estatais) seja ainda maior do que o deste ano. De outro lado, não é provável a aprovação de reformas significativas na área fiscal pelo Congresso Nacional, também empenhado nas eleições. O projeto de reforma administrativa em tramitação legislativa, por exemplo, não tem boa chance de caminhar. A clara inconsistência do chamado “arcabouço fiscal”, aprovado no final de 2022, que reintroduziu a vinculação dos benefícios sociais, da previdência social e dos gastos com educação e saúde ao salário-mínimo, e que ameaça levar o governo federal ao colapso administrativo em 2027, deve ser tratada só no próximo governo.

Em conclusão, a nível internacional é provável que o dólar fique estável ou continue a desvalorizar em relação às demais moedas. Existe então uma força vinda de fora para a estabilidade ou mesmo valorização do real. A nível doméstico, ao contrário, é possível que algum grau de instabilidade cambial aconteça, especialmente no segundo semestre de 2026, ou seja, uma desvalorização do real descasada do processo de valorização do dólar. Qual dessas duas tendências opostas irá prevalecer dependerá de acontecimentos impossíveis de prever neste momento.