

## CÂMBIO / Especialistas ouvidos pelo Correio analisaram os principais fatores que impulsionaram a volatilidade cambial. Mercado pode ter desdobramentos

Yuri Cortez / AFP



Moeda norte-americana renovou seu maior valor nominal de fechamento da história. Combinação de incertezas foi determinante

# Real derrete em semana decisiva

» RAPHAEL PATI  
» FERNANDA STRICKLAND

O real foi a moeda que mais se desvalorizou perante o dólar entre as divisas de países membros do Mercosul nos últimos três meses. Nesse período, a moeda norte-americana acumulou alta de 10,36%, saindo de R\$ 5,50 em 22 de setembro para R\$ 6,07 no fechamento de 20 de dezembro.

Para efeito de comparação, o dólar registrou alta de 7,52% em relação ao peso uruguaio e de 6,23% ante o peso argentino. O câmbio ante o Guaraní, no Paraguai, permaneceu praticamente estável nesse período, com leve alta de 0,09%. A moeda dos Estados Unidos bateu R\$ 6,30 na última semana e, em um movimento de forte especulação, é reflexo direto de questões internas e externas.

Especialistas analisaram os principais fatores que impulsionaram a volatilidade cambial e apontaram possíveis desdobramentos para o mercado nos próximos meses. Para o economista e professor da Universidade de Brasília (UnB) César Bergo, a alta do dólar começou a se intensificar com o anúncio de um pacote fiscal considerado “insuficiente” pelo mercado, somado à proposta de isenção de imposto de renda para quem recebe até R\$ 5 mil.

“O mercado estressou. Havia uma expectativa de maior rigor fiscal, e esses anúncios geraram dúvidas sobre a sustentabilidade das contas públicas. Isso se somou à descrença de que o Congresso aprovaria o pacote em tempo hábil”, aponta.

O especialista também destacou que o cenário externo teve peso, com a força do dólar internacionalmente e movimentos de política monetária nos EUA. No entanto, a combinação de incertezas domésticas foi determinante para o aumento da especulação cambial.

Bergo lembra que, diante da escalada do dólar, o Banco Central realizou intervenções no mercado, ofertando dólares no mercado à vista (spot). Somente nesta semana, a autoridade monetária decidiu intervir sete vezes no câmbio. Embora a medida não tenha surtido efeito imediato, as declarações do presidente da Câmara dos Deputados, Arthur Lira (PP-AL), sobre o avanço do pacote fiscal ajudaram a conter a disparada.

“O dólar chegou a cair para R\$ 6,10, mas voltou a subir quando

### Em queda

Confira a desvalorização das moedas dos países membros do Mercosul, em relação ao dólar, nos últimos 3 meses:

10,36%	Real
7,52%	Peso uruguaio
6,23%	Peso argentino
0,09%	Guaraní

### De olho

Três fatores principais podem estimular mais a desvalorização do real, segundo o analista da Ouro Preto Investimentos Sidney Lima:

- » Incertezas fiscais e políticas:** “Mesmo tendo aprovação com pouca desidratação dos principais pontos relacionados ao pacote de corte de gastos do governo, o mercado fica atento aos fatores práticos de como isso vai acontecer, e se realmente será suficiente”.
- » Desalinhamento entre governo e o BC:** “Caso surjam divergências claras entre o Banco Central e o governo em relação à política monetária ou à gestão do câmbio, isso sem dúvidas aumentaria a volatilidade e alimentaria especulações no mercado”.
- » Deterioração econômica:** “Revisões negativas para o crescimento do PIB ou principalmente uma alta

significativa na inflação podem reduzir a atratividade dos ativos brasileiros, levando à saída de capital estrangeiro”.



**O mercado estressou. Havia uma expectativa de maior rigor fiscal, e esses anúncios geraram dúvidas sobre a sustentabilidade das contas públicas. Isso se somou à descrença de que o Congresso aprovaria o pacote em tempo hábil”**

**César Bergo**, economista e professor da UnB

surgiram dificuldades no Senado. O Banco Central foi incisivo, ofertando mais dólares no mercado. Desde 2020 não víamos intervenções tão frequentes, o que ajudou a estabilizar a moeda abaixo de R\$ 6,10”, explica.

O economista avalia que, apesar das incertezas, a sanção presidencial do pacote fiscal trará algum alívio para o mercado. “Eu entendo que esse pacote não é suficiente, mas foi positivo. No decorrer de 2025, o governo poderá encaminhar outras medidas ao Congresso, inclusive resolvendo questões mais polêmicas, como a previdência militar e os supersalários”, diz Bergo.

Outro fator apontado por Bergo é o aumento da taxa Selic, que

torna os juros reais brasileiros os mais altos do mundo. “Isso atrai capital externo, além de fortalecer a balança comercial, que apresenta superavit. Não era para o dólar estar nesse valor todo, isso é um exagero, mas deve recuar um pouco”, conclui.

### Valorização

A probabilidade de o dólar continuar alto ainda é muito grande, na avaliação de especialistas. O analista da Ouro Preto Investimentos Sidney Lima, acredita na possibilidade de outra renovação da cotação do dólar e atribui isso ao cenário de incertezas fiscais internas e expectativas de movimentos na política

monetária tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos. “E, dependendo do que acontecer, podem reacender a demanda por dólar como proteção, abrindo espaço para novos records”, avalia.

O especialista elenca três fatores que podem fazer com que o dólar se aprecie ainda mais ante o real: as incertezas fiscais e políticas; a deterioração econômica; além do desalinhamento entre governo federal e BC (veja no quadro).

“O dólar tem refletido uma combinação de fundamentos econômicos e especulação. A conclusão do pacote de corte de gastos alivia parte da pressão, mas o valor ainda embute uma dose significativa de incerteza ao considerar os efeitos práticos dele, bem como se será suficiente”, frisa.

Segundo o economista Otto Nogami, professor do Instituto de Ensino e Pesquisa (Insper), uma das principais formas de estabilizar o dólar é evitando declarações que gerem ruídos e reforcem o compromisso com a independência do Banco Central. “Avanços em reformas estruturais e cumprimento de metas fiscais podem melhorar a percepção de risco”, diz.

### BC e Executivo

Especialistas afirmam que a relação entre o Banco Central e o poder Executivo reflete um ambiente de tensões institucionais e de comunicação descoordenada, fatores que contribuem para um impacto nos mercados financeiros, como a alta do dólar. Segundo Nogami, as declarações, como as feitas pelo presidente Luiz Inácio Lula da Silva, afetam a credibilidade institucional e podem gerar ruídos na relação entre o Banco Central e o Executivo.

“A independência do Banco Central é essencial para manter a confiança dos investidores e a previsibilidade das políticas econômicas. Quando há questionamentos sobre essa autonomia, o mercado reage com cautela, aumentando o prêmio de risco”, pontuou o economista.

Para Otto Nogami, a percepção de interferências ou divergências internas pode elevar a volatilidade nos mercados, especialmente em relação à taxa de câmbio, pois investidores buscam proteção contra incertezas. “A independência do Banco Central é fundamental para que ele execute uma política monetária baseada em objetivos econômicos de longo prazo, como controle da inflação e estabilidade econômica, sem interferências políticas”.

**Brasil S/A**  
por Antonio Machado



machado@cidadebiz.com.br

## Outro ano sem acabar

Outro ano acaba sem acabar, dominado pelas prioridades do governo amarradas aos princípios contábeis e financeiro das contas públicas, arrastando o Congresso em que não tem maioria a uma disputa pela partilha dos dinheiros gerados pelo endividamento do Tesouro.

É o óbvio, se o Orçamento, sem juros, tem saldo primário negativo desde 2023, e, incluindo o serviço da dívida, o resultado nominal é deficitário desde até onde alcançam as estatísticas oficiais.

Não é uma perspectiva positiva a ninguém, mas foi assim que quis o governo, levado pela crença de que o desempenho da economia e a sua popularidade decorrem mais de incentivos ao consumo, por meio de transferências de renda e crédito, que à oferta, via indução ao investimento que amplie a base produtiva. Essa é a questão chave.

Trata-se de uma contradição: governos de orientação social, mas pilotados por vieses liberais – o oposto do que move o mundo onde a oferta puxa a demanda, o exemplo dos modelos muito bem-sucedidos dos países asiáticos e dos EUA de Donald Trump, a partir de 2016, hoje de Joe Biden e, a partir de 20 de janeiro, outra vez de Trump.

Já era para a ficha ter caído para os formuladores de estratégias econômicas e políticas que a dissonância cognitiva do populismo na América Latina está na crença de que pobreza se ataca com dinheiro no bolso dos pobres, não com empregos e bons salários derivados da expansão produtiva, do estímulo à produtividade e de educação de qualidade, incluindo o ensino profissionalizante tecnológico.

Cadê a evidência? Na fatia do nosso PIB no agregado global. A economia, que representava 3,2% do PIB mundial em 1980, ao fim de 2022 equivalia a menos de 2% e ainda continua abaixo de 3%. Em termos relativos, isso equivale à perda de metade da capacidade produtiva do país em algo mais de 40 anos. Isso gerou sequelas.

A Constituição promulgada em 1988 foi concebida pressupondo que a economia retomaria a progressão observada desde 1950. Nos 50 anos de 1930 a 1980, a população triplicou e o PIB avançou 18,2 vezes, enquanto a população mundial dobrou e a economia cresceu 5,4 vezes. Está patente que nos perdemos desde os anos 1990 e é essa a razão, mais que os dados fiscais, da frustração que está no ar.

### O futuro ficará no passado?

Ilude-se quem julga estar tudo bem na economia, considerando só o crescimento do PIB (3% ao ano), a inflação relativamente baixa (4% a 5%), e taxa de desemprego em recorde de baixa (6,4% sobre a força de trabalho, e guarde este conceito). Tudo isso é fato.

Só que também são fatos que os impulsos do crescimento vêm não do que multiplica a produção, o investimento. Vem do consumo de famílias, representando 63% do PIB, e o do governo, 19% do PIB. Outros 2% vêm da exportação (18% do PIB) e das importações (16%).

A sobre é a formação bruta de capital fixo (vulgo investimento, FBCF), estimada pelo IBGE em 16% (18% no trimestre passado). Isso não é estável. Em algum momento, considerando desequilíbrios seja nas contas externas e nos preços, afeta o câmbio e a inflação. Em países de renda média, como a nossa, a FBCF é da ordem de 31%.

Se estamos andando atrás dos que correm em ritmo de maratona na formação de capital, o risco é nos tornarmos países que tiveram um futuro algum dia no passado e o perderam, como a Argentina.

A baixa taxa de desemprego também precisa de maior escrutínio. A força de trabalho estimada pelo IBGE é de 110 milhões de pessoas, as ocupadas (isto é, trabalhando com carteira ou na informalidade) são 103 milhões, e as com idade de trabalhar, 176 milhões. Mas...

### Como domar o monstro fiscal

Vamos dar algum contexto a estes dados sociais. Economistas, mas poucos, dedicam-se a este trabalho, fazendo consolidações que não se acham nas estatísticas oficiais. Os dados estão dispersos.

O economista Fernando Montero foi o primeiro a destrinchar uma a uma as rubricas dos programas sociais. A gestora Kinea a atualizou em estudo divulgado em agosto, ilustrado por uma citação pitoresca da escritora inglesa Mary Shelley, autora de Frankenstein. Diz: “Cuidado, eu não conheço o medo, e isso me faz sentir poderoso”.

Apropriado, já que hoje, segundo o estudo, “mais de 100 milhões de pessoas recebem algum cheque do governo, entre beneficiários da previdência, Bolsa Família, servidores. Quase metade da população. Esse é um número que vem crescendo de forma significativa nesses últimos anos e já soma R\$ 1,6 trilhão, 15% do PIB”. Os cadastros sociais vinham bem até o governo de Michel Temer. Depois, ninguém garante.

Agora, conecte esta informação com a inserção inesperada no pacote de contenção (não de corte) de gastos anunciado pelo ministro da Fazenda da proposta de isenção do IR de rendas até R\$ 5 mil mês. É uma medida com mérito, toda envolvendo pessoas é meritória, mas o ministro se comprometera em desacelerar gasto e repor receita, não com populismo eleitoral para 2026. E explodiu a dissonância.

### Economia não vai “dilmizar”

Como última instância contra desequilíbrios financeiros antes do pânico, o Banco Central, validado pelo seu novo presidente Gabriel Galípolo, aplicou um choque de juros, que elevará a Selic a 14,25% nas duas próximas reuniões do Copom, e talvez mais. Ele já tomava pau de partes do PT, mas Lula, que não é tolo, mudou o tom.

Na sexta-feira, gravou um vídeo, ladeado por Galípolo, Fernando Haddad, Rui Costa e Simone Tebet, em que acatou a autonomia do BC e elogiou o novo presidente. É pouco. Mas fez o que Vladimir Putin também fez: o presidente do BC da Rússia desde 2013 é uma economista de sólida formação ortodoxa, Elvira Nabiullina. Fala pouco e manda muito. E mesmo na Bolívia de Evo Morales o BC era comandado por um técnico com experiência e conexões em Wall Street.

Se as coisas vão se assentar, o tempo dirá. Se dólar a R\$ 6 e Selic de dois dígitos forem o novo normal, o crescimento diminuirá, mas a economia não vai “dilmizar”. Certo é que tudo já se move conforme o calendário eleitoral de 2026, incluindo a sem-cerimônia do STF, hoje mais para casa política que para casa da justiça. E artigos na imprensa acusando o Congresso de achacar o governo, atrasando votações ou subvertendo o mérito de projetos, no caso das emendas, como se reter o pagamento de valores impositivos também não fossem formas de achaque. E assim vamos. Espera-se que para algo melhor.

### Bom ano novo para todos

Entro em recesso e volto em meados de janeiro. Bom ano novo para todos, com expectativas elevadas e “sin perder la ternura jamás”.