

Não fossem fatores internacionais, R\$/US\$ estaria próximo dos 5,60

Parece haver um movimento comum que explicaria parte da desvalorização do real

Braulio Borges

Folha de S. Paulo, 19.dez.2024

A cotação do R\$/US\$ chegou, nos últimos dias, em 6,30. Embora em termos nominais represente o maior valor já registrado, é preciso cuidado nesse tipo de comparação, já que tivemos [inflação](#) ao longo do tempo. Descontando a inflação do Brasil e dos EUA, esses 6,30 são semelhantes aos 5,60 atingidos logo após a eclosão da pandemia, em meados de 2020; mas ainda estão bastante abaixo do pico histórico, no final de 2002 (a preços de hoje, o R\$/US\$ tocou os 8,50 àquele momento).

Na média do regime de [câmbio](#) flutuante, de janeiro de 1999 até agora, a cotação do R\$/US\$ foi de cerca de 4,90, já descontada a inflação desse período. Portanto, a cotação de nossa moeda está, hoje, bastante desvalorizada.

A depreciação do real desde o final de 2023, quando a cotação estava em torno de 4,90, chega a quase 30%. Trata-se de uma variação bastante acentuada, sem sombra de dúvida. Seria esse um movimento decorrente somente de fatores domésticos?

Uma forma de tentar responder a essa pergunta é pela observação do comportamento de outras moedas. O peso mexicano acumula desvalorização de cerca de 15% neste ano, ao passo que o [dólar](#) canadense e o won sul-coreano perderam cerca de 10% do valor. Com efeito, parece haver um movimento comum, que explicaria ao menos parte de nossa desvalorização.

De fato, esse fator comum está associado ao fortalecimento do dólar norte-americano. Ao longo deste ano, ele ganhou cerca de 7% frente às principais moedas. Exercícios estatísticos apontam que cada 1% de valorização do dólar ante as moedas fortes gera uma depreciação de cerca de 2% do real. Assim, quase metade dos 30% de desvalorização de nossa moeda podem ser atribuídos a fatores internacionais (dólar e preços de commodities). Caso esses fatores não tivessem mudado ao longo de 2024, o R\$/US\$ estaria hoje próximo dos 5,60.

E o que mudou lá fora para gerar esse fortalecimento do dólar? Primeiro, a resiliência da atividade econômica e da inflação nos EUA, que levou o banco central deles a reavaliar a trajetória de redução dos juros. Em segundo lugar, a vitória de Donald Trump, que vem sinalizando uma política econômica que poderá gerar ainda mais pressão inflacionária nos EUA e aumentar os déficits fiscais, empurrando o juro deles para cima.

O fortalecimento do dólar não é boa notícia para os emergentes: um estudo recente do FMI ("[Emerging Market Economies Bear the Brunt of a Stronger Dollar](#)") apontou que cada 10% de valorização do dólar norte-americano, caso seja permanente, reduz o crescimento do PIB dos emergentes em cerca de 1,9 p.p. um ano após esse choque.

O que o governo brasileiro pode fazer diante disso? No curto prazo, o Banco Central deve evitar disfuncionalidade no mercado cambial, provendo liquidez — vendendo dólares —,

como fez entre agosto e dezembro de 2019, quando vendeu quase US\$ 37 bilhões, e em 2020, com outros US\$ 25 bilhões. Vale notar que as reservas internacionais são elevadas e subiram ([na métrica "ARA" do FMI](#), temos um excesso de cerca de US\$ 77 bilhões).

Contudo, o mais importante é atacar os fatores mais "fundamentais", que explicam a outra metade da desvalorização e estão associados à perda de credibilidade da política fiscal. Isso poderia ser feito recuando das decisões de revisar para baixo as metas fiscais de 2025 e 2026 e de [propor a isenção de Imposto de Renda quem ganha até R\\$ 5.000](#).

A segunda fonte de insustentabilidade da política fiscal é a vinculação do gasto mínimo constitucional em saúde e educação à receita corrente líquida (RCL). Dois problemas: 1) a RCL é variável (muito volátil), e o gasto em saúde e educação é estável. Não é possível vincular a evolução do gasto em saúde e educação a uma base volátil; 2) essa regra dificulta muito um ajuste fiscal por meio de elevação da receita. O aumento da receita automaticamente eleva parte do gasto, neutralizando boa parcela do ajuste fiscal.

Proposta: adotar para os mínimos constitucionais de saúde e educação a mesma regra do arcabouço fiscal: 70% do crescimento da RCL, com piso e teto. O piso e o teto reduzem muito a volatilidade da RCL.

As propostas explicitam a dificuldade que temos. Elas essencialmente restabelecem boa parcela das instituições fiscais do governo Temer (mantêm, no entanto, o arcabouço fiscal implantado por Lula 3, que é mais flexível do que o teto dos gastos). Essas instituições tinham sido rejeitadas pela sociedade. Ou seja, temos um impasse. Nossa economia política pede algo que a economia não consegue entregar: gasto público que cresce permanentemente acima da economia, sem que a carga tributária cresça permanentemente e sem que a dívida pública cresça indefinidamente. A instabilidade dos mercados segue do reconhecimento desse impasse e da falta de apetite da liderança do país em arbitrar uma saída que reconstrua a sustentabilidade da política econômica.