

SETOR EXTERNO

Perspectivas para a taxa de câmbio

Diversos fatores influenciam a taxa de câmbio. Este texto analisa brevemente alguns deles, procurando, quando possível, uma abordagem prospectiva. Os fatores abordados são: i) o valor internacional do dólar; ii) o risco-país; iii) o diferencial de juros entre Brasil e Estados Unidos; iv) os preços das *commodities*; v) o comportamento do câmbio em outras economias emergentes; vi) o fluxo cambial; e vii) os riscos associados às políticas monetária e fiscal.

1 A cotação do dólar diante de outras moedas conversíveis

O valor internacional do dólar está em nível historicamente alto, pelo menos desde 2022, considerando a taxa de câmbio efetiva real calculada pelo Bank for International Settlements (BIS). O último impulso desde o quarto trimestre de 2024 levou-a ao maior valor dos últimos quarenta anos, aproximadamente. Ao mesmo tempo que explica parte da desvalorização do real nos meses recentes, esse nível elevado sinaliza que pode não haver muito espaço para valorizações adicionais muito expressivas da

moeda americana. Vale ressaltar que se trata de taxa de câmbio real, de modo que o ajuste pode se dar pela cotação nominal e pela inflação relativa entre as moedas. No entanto, com a inflação americana mais controlada, os movimentos do câmbio real no sentido da desvalorização do dólar se dariam predominantemente pela taxa nominal.

Alguns fatores, porém, devem contribuir para a possibilidade de alguma valorização adicional ou sua manutenção em níveis elevados. A taxação de importações que a nova administração de Donald Trump vem impondo pode ser um fator de valorização do dólar, de modo a compensar parcialmente o encarecimento para os importadores americanos. Enquanto o mercado de trabalho e a demanda interna continuarem aquecidos nos Estados Unidos, devem permanecer pressões inflacionárias que dificultem a convergência da taxa de inflação à meta, limitando espaço para o FED cortar a taxa básica de juros, mantendo a atratividade relativa do dólar diante de ou-

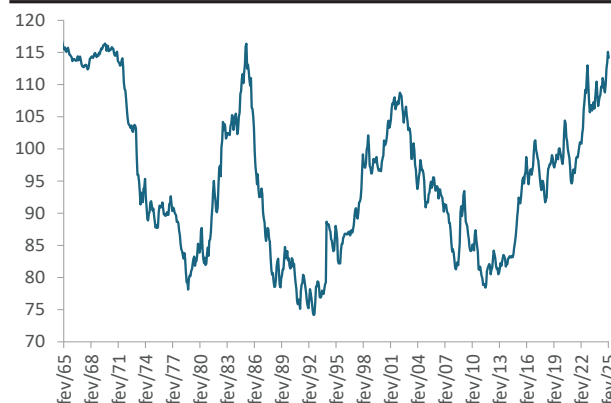
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

estevao.bastos@ipea.gov.br

Divulgado em 27 de março de 2025.

GRÁFICO 1
Dólar: taxa de câmbio efetiva real (2020=100)



Fonte: BIS e Federal Reserve Economic Data (Fred)/Federal Reserve Bank of St. Louis (FED).

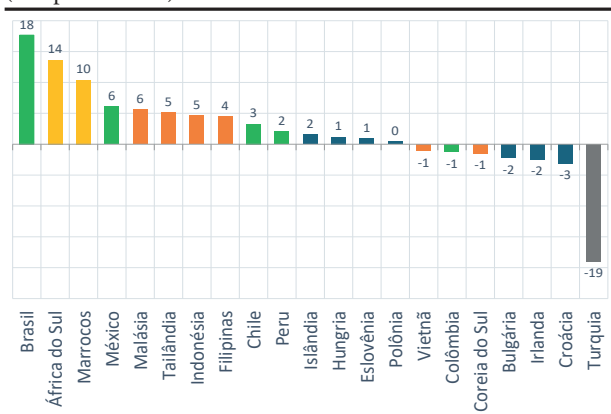
Obs.: Até dezembro de 1993, BIS, Real Narrow Effective Exchange Rate for United States (RNUSBIS), obtida no Fred, FED of St. Louis. De 1994 em diante, BIS, Real Effective Exchange Rate, United States/Broad Basket.

tras moedas. Se, porém, o desaquecimento da atividade econômica se mostrar mais rápido, o sentido desse vetor pode se inverter e passar a atuar para desvalorizar o dólar. O preço do petróleo tem projeções de pequena queda até dezembro de 2025, de cerca de 3% a 4%, em relação aos níveis vigentes em fevereiro deste ano.¹ Atualmente, sendo os Estados Unidos exportadores líquidos da *commodity*, a queda no seu preço opera para desvalorizar o dólar. A magnitude da queda esperada não deve ser suficiente para ter efeito muito significativo, mas, pelo menos, confirmadas as expectativas, esse fator não atuaria para o fortalecimento do dólar. A *Nota de Conjuntura* nº 12 desta *Carta* sobre a economia mundial trouxe, em seu box 1, análise sobre as expectativas para a cotação internacional do dólar.²

2 O risco-país (CDS)

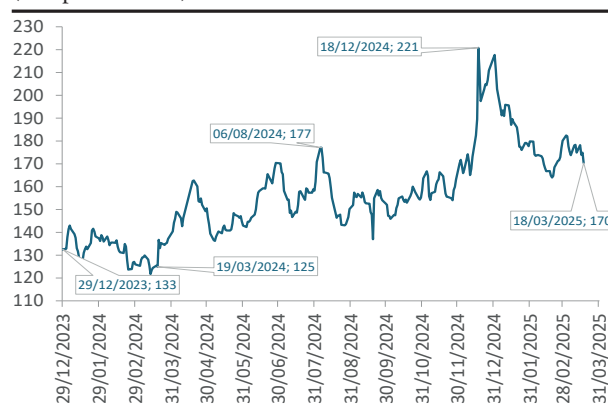
Entre setembro de 2024 e fevereiro de 2025, o *credit default swap* (CDS) do Brasil elevou-se. Dada a correlação tipicamente positiva entre o CDS e a taxa de câmbio, no sentido de que aumentos dos riscos correspondem a elevações do preço do dólar em reais, esse fato foi consistente com a desvalorização do real nesse período. Num conjunto de 21 países emergentes,³ o Brasil foi o que teve o maior aumento no CDS. É difícil, porém, antever o comportamento dessa variável, mas a tendência, desde o início de 2024, tem sido de alta.

GRÁFICO 2
CDS de cinco anos de economias emergentes: variação entre set./2024 e fev./2025 (Em pontos-base)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3
Brasil: CDS de 5 anos (Em pontos base)



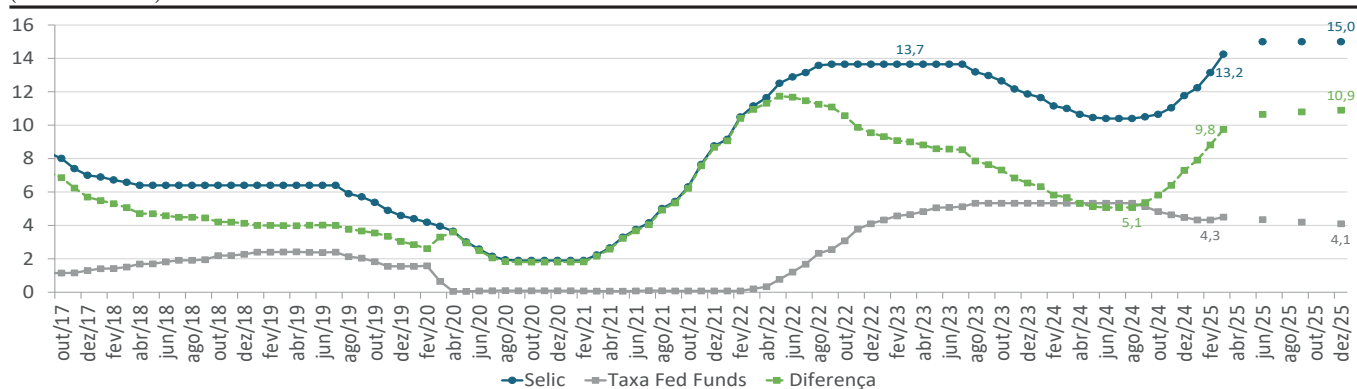
Fonte: Bloomberg e Investing.com
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3 Diferencial de juros entre Brasil e Estados Unidos

Outro fator que influencia a taxa de câmbio é a diferença da taxa de juros entre os dois países. Quanto maior essa diferença, maior a atratividade das operações de *carry-trade*, nas quais o operador toma dinheiro emprestado no país que tem a taxa de juros menor e aplica naquele que tem a taxa de juros maior. Comparando a taxa dos Fed Funds, dos Estados Unidos, e a Selic, a diferença a favor do real subiu, em números redondos, de 5 para 10 pontos percentuais (p.p.) entre agosto de 2024 e março de 2025. De acordo com as evoluções esperadas para as duas taxas, esse diferencial ainda deve aumentar para cerca de 11 p.p. até o fim de 2025 (as projeções para as taxas dos Fed Funds são as coletadas pela Bloomberg e, para a Selic, pelo Banco Central do Brasil – BCB). Assim, desde agosto, este foi um vetor que operou no sentido da valorização do real, e deve continuar assim neste ano.

1. De acordo com coleta da Bloomberg e com projeções do Banco Mundial, neste caso, com adaptações, por terem as projeções sido publicadas em outubro de 2024.
2. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2025/02/250227_cc_66_nota_12.pdf.
3. África do Sul, Brasil, Bulgária, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Croácia, Eslovênia, Filipinas, Hungria, Indonésia, Irlanda, Islândia, Malásia, Marrocos, México, Peru, Polónia, Tailândia, Turquia e Vietnã.

GRÁFICO 4
Comparação entre Selic e taxa dos Fed Funds
 (Em % ao ano)

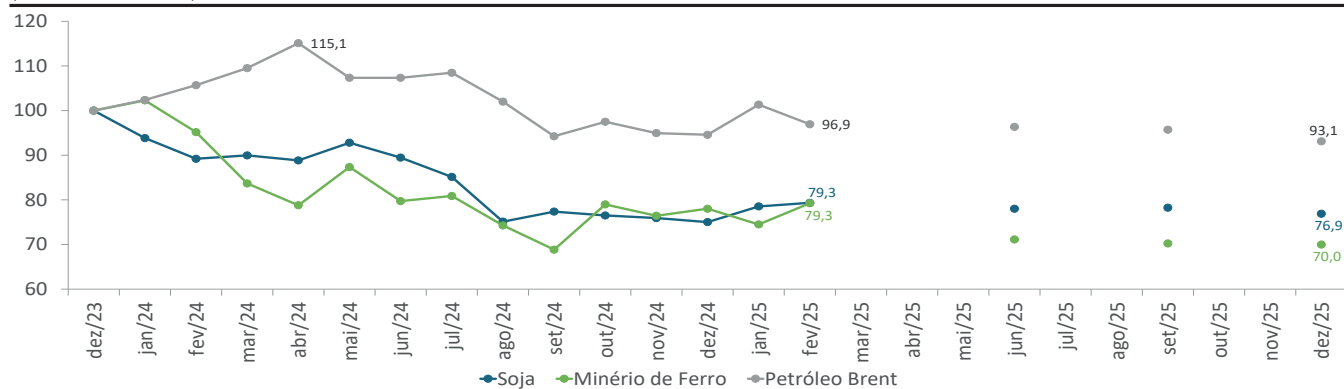


Fonte: BCB e Fred/FED of St. Louis.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

4 Preços das commodities

A maiores preços de *commodities* exportadas pelo Brasil, deve corresponder, tudo o mais constante, uma valorização da moeda brasileira. Os principais produtos de exportação do Brasil são a soja, o minério de ferro e o petróleo e para os três são esperadas quedas nos preços até o fim de 2025, segundo coleta da Bloomberg: de 3% para a soja, de 12% para o ferro e de 4% para o petróleo. Assim, este é um fator que estará atuando na direção da desvalorização do real.

GRÁFICO 5
Preços internacionais da soja, minério de ferro e petróleo: dados e projeções
 (Dez./2023 = 100)



Fonte: Bloomberg.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

5 O dólar em outras economias emergentes

De acordo com a mediana das projeções coletadas pela Bloomberg, consultadas em 17 de março de 2025, o dólar, medido pela cesta de seis moedas conversíveis,⁴ conhecida como índice do dólar, deve chegar ao fim de 2025 valendo 2,3% mais do que a média das duas primeiras semanas de março deste ano. Na mesma métrica, a tabela 1 mostra o esperado para a cotação do dólar em diversas moedas de economias emergentes.

4. Euro, iene, libra esterlina, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço.

De maneira que a presente expectativa de desvalorização do real se insere em projeções de magnitudes semelhantes para diversas economias emergentes. No entanto, isso ocorre depois de o real ter se desvalorizado mais do que essas outras moedas, de maneira geral, ao longo de 2024, o que talvez abra algum espaço para sua valorização.

TABELA 1
Valorização esperada do dólar
(Em %)

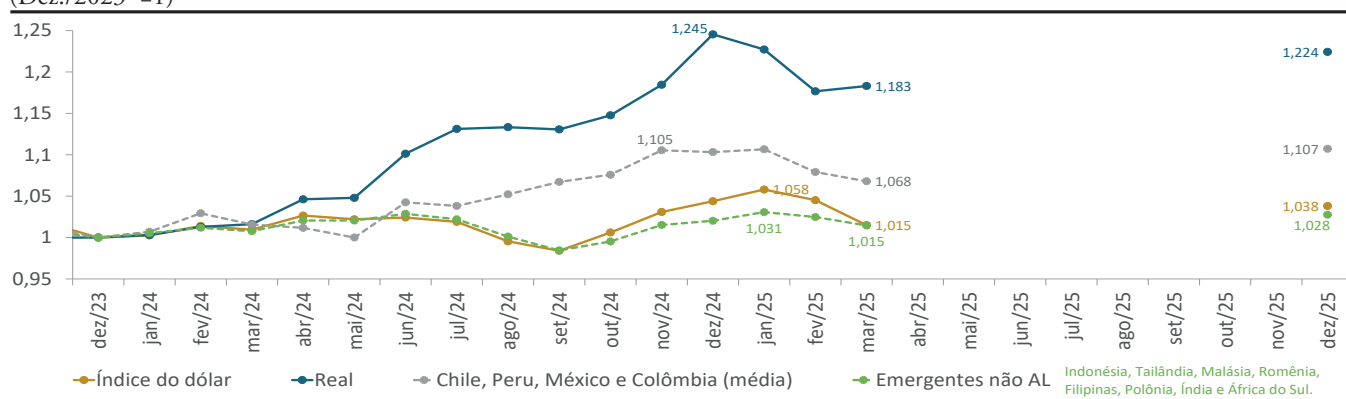
Preço do dólar medido em	Estará, em dezembro de 2025, mais alto em relação à média da primeira quinzena de março
Real	+3,5
Sol peruano	+2,7
Peso mexicano	+2,3
Peso colombiano	+6,2
Emergentes asiáticos (média) ¹	+1,6
Renminbi chinês	+2,1
Lira turca	+8,8
Leu romeno	+6,1
Zloti polonês	+4,4
Rand sul-africano	+1,1

Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Indonésia, Tailândia, Malásia, Filipinas e Índia.

GRÁFICO 6
Taxas de câmbio nominais
(Dez./2023 =1)



Fonte: Bloomberg.

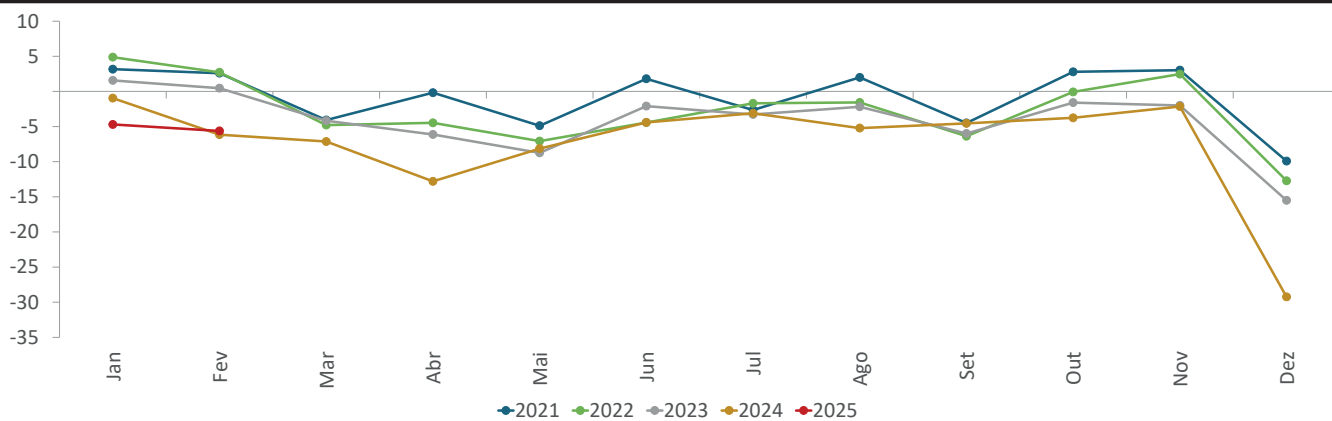
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

6 Fluxo cambial

O fluxo de câmbio contratado resulta da combinação do segmento comercial com o financeiro, mas o movimento costuma ser mais determinado pelo financeiro, mais volátil. Em dezembro de 2024, a saída por esse segmento foi particularmente acentuada, se comparada com os três anos anteriores. Note-se também que há uma sazonalidade de fluxo negativo em dezembro. A saída de recursos nesse segmento continuou em janeiro e fevereiro deste ano, somando US\$ 10,3 bilhões no bimestre, em magnitude superior à do mesmo período de 2024, quando foi de US\$ 7,1 bilhões. Os três anos anteriores haviam registado entradas líquidas no primeiro bimestre no segmento financeiro em média de US\$ 5,1 bilhões. É uma variável de difícil previsão. Para a balança comercial do balanço de pagamentos (que não corresponde ao fluxo cambial do segmento comercial), a previsão coletada pelo BCB é de aumento de US\$ 66 bilhões em 2024 para US\$ 77 bilhões em 2025 – apenas por esse aspecto, a balança comercial exerceria influência no sentido da valorização do real. Mas fluxo negativo no segmento financeiro pressiona no sentido da desvalorização do real.

GRÁFICO 7

Fluxo cambial (câmbio contratado) – segmento financeiro
(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

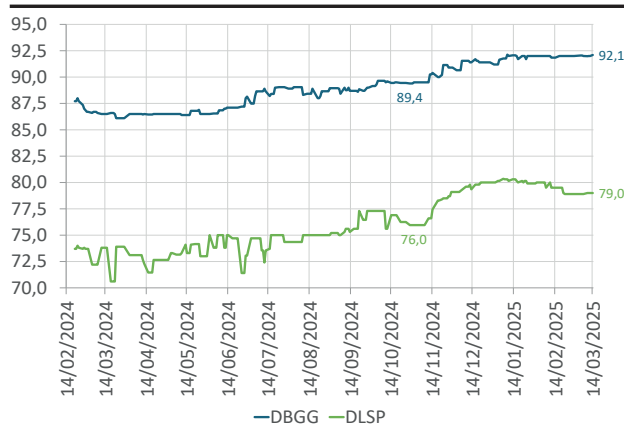
7 Riscos associados às políticas fiscal e monetária

Ao longo de 2024, a volatilidade cambial teve, como pano de fundo, constantes questionamentos a respeito da sustentabilidade da política fiscal. Este é um aspecto de mensuração mais difícil, porém o episódio do anúncio do último pacote fiscal ilustrou a influência que essa questão pode ter sobre o valor do real. Em 27 de novembro de 2024, foram anunciadas novas medidas, depois de cerca de um mês e meio de expectativas. A frustração com o alcance das medidas parece ter sido o principal fator a fazer com que a cotação do dólar saísse de R\$ 5,80 no dia 26 de novembro para R\$ 6,05 em 29 de novembro, em variação de 4,4%. Desde então, as expectativas para a evolução da dívida pública pioraram, de maneira que não se podem descartar, ao longo de 2025, episódios semelhantes ao de novembro, inclusive por não ter havido nenhuma mudança estrutural no quadro fiscal.

Pelo lado da política monetária, um episódio que, aparentemente, causou alta no dólar no Brasil em 2024 foi a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom), de 8 de maio, de cortar a Selic em 25 pontos-base, mas em votação apertada de cinco a quatro, sendo que os quatro diretores que votaram pela redução maior, de 50 pontos-base, foram indicados pelo atual governo. Essa votação apertada e a coincidência dos votos com as indicações de governos diferentes alimentaram as dúvidas sobre a postura futura do Copom, quando tivesse maioria de membros indicados pela atual administração – da cotação média, em abril, de R\$ 5,13, o dólar passou a R\$ 5,54 na média de julho – alta de 8,1% – depois de passar maio e junho em ascensão. Na reunião seguinte, em 19 de junho, a decisão de manter a Selic inalterada em 10,5% foi unânime, desfazendo, ao menos em parte, as preocupações formadas a partir do placar da decisão anterior. Desde então, as decisões têm sido por unanimidade e a meta para a Selic vem sendo aumentada desde a reunião de 18 de setembro. Com a taxa de inflação corrente e as expectativas de inflação em alta, as decisões do Copom continuarão a ser acompanhadas com atenção, de maneira que movimentos que gerem dúvidas podem, novamente, afetar a cotação do dólar.

GRÁFICO 8

DBGG e DLSP: projeções para 2030
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: DBGG – dívida bruta do governo geral; DLSP – dívida líquida do setor público; PIB – produto interno bruto.

8 Resumo das perspectivas

O quadro 1 resume as perspectivas para a cotação real/dólar, de acordo com a análise anterior, de um ponto de vista qualitativo, sem quantificar cada efeito, nem a resultante. A maioria dos itens com alguma indicação de direção aponta a valorização do dólar, enquanto o único que indica valorização do real é o diferencial de juros (sendo este um fator relevante).

QUADRO 1

Perspectivas para o valor do dólar em reais no fim de 2025

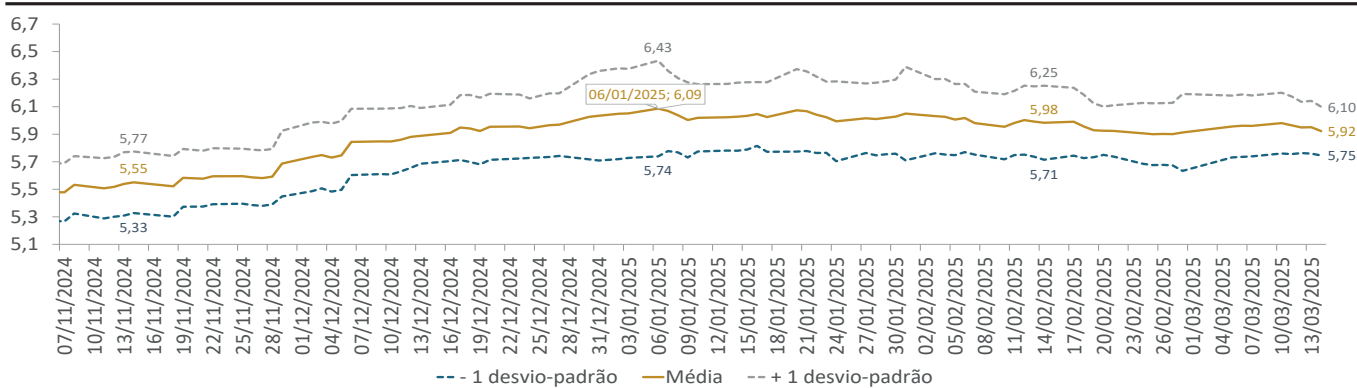
Critério	Sobe (+), desce (-), neutro ou indefinido (?)
Cotação internacional do dólar	+
Risco-país (CDS)	?
Diferencial de juros	-
Preços das commodities	+
Comportamento do câmbio em outras economias emergentes	+
Fluxo cambial	?
Políticas monetária e fiscal	?

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 9

Projeção da taxa de câmbio R\$/US\$ para o fim de 2025

(Em R\$/US\$)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Média e desvio-padrão das expectativas informadas nos últimos cinco dias úteis.

O gráfico 9 traz a evolução das projeções para o valor do dólar em reais no fim de 2025 entre dezembro de 2024 e março de 2025, de acordo com o sistema de expectativas de mercado do BCB. Depois de atingir o pico de R\$ 6,09/US\$ no começo de janeiro, em meados de março a projeção média havia caído para R\$ 5,92/US\$, queda de 2,8%. O valor de R\$ 5,92 significaria alta de 2,9% em relação à cotação média dos cinco dias úteis – de 12 a 18 de março de 2025 (R\$ 5,76). Considerando o intervalo de um desvio-padrão das projeções, no fim deste ano o dólar custaria entre R\$ 5,75 e R\$ 6,10.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)
Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Claudio Hamilton Matos dos Santos (Editor)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora y Araujo
Sandro Sacchet de Carvalho
Sergio Fonseca Ferreira

Pesquisadores Visitantes:

Debora Mesquita Pimentel
Felipe dos Santos Martins

Equipe de Assistentes:

Beatriz de Luna Barreto
Marcelo Guedes Pecky
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

Equipe Administrativa:

Aline Conceição Santos
Carla Nunes Menezes
Rosanne Rodrigues Barbosa

Design/Diagramação:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Leonardo Simão Lago Alvite

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.
