

Fator dólar

Como a estratégia de Trump de enfraquecer a moeda dos EUA afeta o Brasil

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Além da montanha-russa tarifária que marca a política econômica dos EUA neste primeiro ano do segundo governo do presidente Donald Trump, outro elemento com reflexos no restante do mundo é a tendência – deliberada do mandatário – de desvalorização do dólar. A incerteza gerada nos mercados globais com o uso da sobretaxação em níveis até então impensáveis, e para fins além dos comerciais, contribui para o enfraquecimento da moeda americana perante as demais. Esse comportamento converge com o objetivo do governo – amplamente questionado – de reduzir o déficit comercial via menos importações e estímulo à atração de indústrias e empregos ao país. Samuel Pessôa, em sua coluna Ponto de Vista da edição de maio ([link: https://go.fgv.br/7VD5pOOFoGk](https://go.fgv.br/7VD5pOOFoGk)), já esquadrihava essa tática, apontando suas falhas.



No acumulado do ano, essa desvalorização ficou cristalizada tanto frente às moedas de economias fortes contempladas no sistema DXY (índice que reúne euro, libra, iene, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço), quanto entre emergentes. “Quando os Estados Unidos passam a ser parte da confusão, a percepção de risco tende a se ajustar de outra forma, com os investidores tendendo a evitar negócios com o país. Com isso, os emergentes ficam relativamente menos arriscados do que eles costumam ser”, ilustra Manoel Pires, coordenador do Centro de Política Fiscal e Orçamento Público (CPFO) do FGV IBRE.

Nesse grupo, o Brasil tem estado entre os mais bem-posicionados, com o real valorizando-se mais do que a maioria. No final do terceiro trimestre, a queda de valor do dólar em relação ao real, que em setembro chegou a 16%, fechou próxima dos 14% – saindo de R\$ 6,18 no primeiro pregão do ano para R\$ 5,32. Tal desempenho, entretanto, nada tem de mérito doméstico, destaca Livio Ribeiro, pesquisador associado do FGV IBRE, sócio da BRCG. No modelo desenvolvido por Ribeiro para compreender a trajetória do câmbio, ele decompõe essa variação em três fatores: movimentos causados pelo cenário global, aqueles provocados pelo cenário doméstico, e a diferença entre os juros praticados no Brasil e nos Estados Unidos. “Este ano, até setembro, 100% da valorização do real foi causada pelo que aconteceu no *front* externo”, diz.

Mas por que o real tem se desempenhado melhor do que a maioria das moedas emergentes? Para Ribeiro, o primeiro fator a se considerar é o ponto de partida, lembrando da importante desvalorização da moeda brasileira no final do ano passado. Isso aconteceu sob o estresse provocado pelos temores de descumprimento das metas do arcabouço fiscal, que levou o governo a aprovar um pacote de medidas em dezembro para ajustar essa trajetória. No último trimestre de 2024, a queda do real frente ao dólar superou 13%. “Nessa base comparativa, o Brasil é beneficiado

em algum nível por esse choque, que criou uma gordura maior para ser cortada”, diz.

Gabriel Barros, economista-chefe da ARX Investimentos, articulista da *Conjuntura* (ver pág. 32), levanta fatores adicionais que justificam esse resultado. Entre eles, aponta a perda de atratividade de alguns emergentes no quesito atração de investimentos. “Hoje, para o investidor global, a Rússia se tornou um destino mais complicado. Também houve muita saída de recursos da China, evitando riscos institucionais. A Turquia também se tornou um destino menos buscado, em função do momento político”, afirma, lembrando que o viés autocrático do presidente Erdogan já levou à destituição do líder do banco central do país e a intervenções na política cambial. “Com o universo de emergentes ‘investíveis’ reduzido, os demais se beneficiam”, diz.

Outro vetor citado por Barros é o diferencial de juros do Brasil em relação aos demais países, que am-

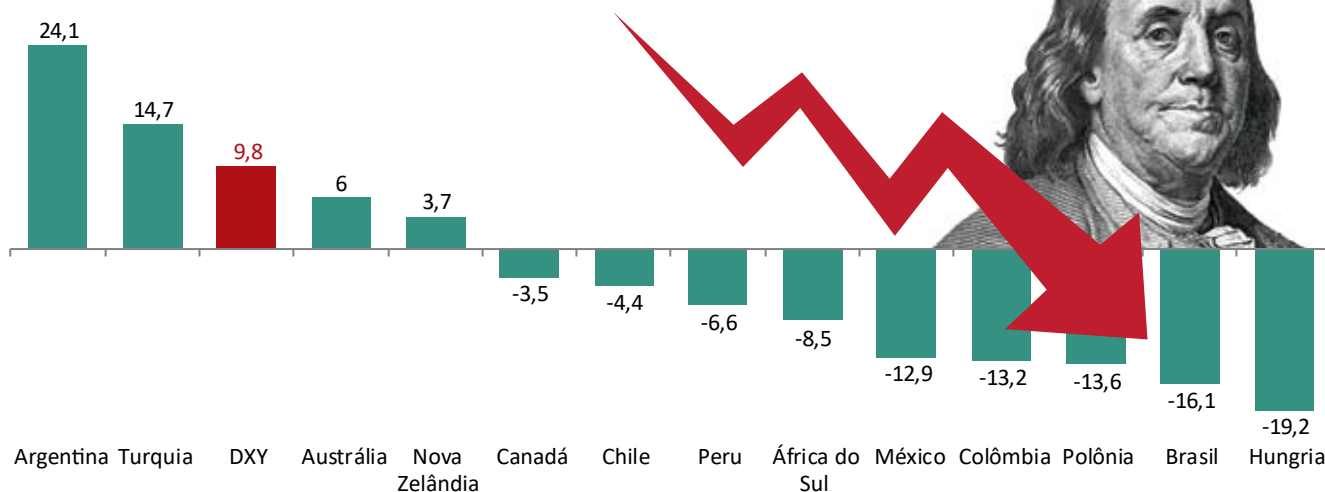
“Com o universo de emergentes ‘investíveis’ reduzido, os demais se beneficiam”, afirma o economista Gabriel Barros, da ARX

plia a atratividade e tende a alimentar essa dinâmica de um real mais valorizado. “Um terceiro ponto que joga a favor do Brasil é o crescimento resiliente da economia, que também alimenta o conforto do investidor em pousar aqui”, diz. “Ainda que a razão de parte desse crescimento seja uma política fiscal frouxa, com estímulos fiscais insus-

tentáveis, a decisão de investimento desse *hot money* é mais oportunista: olha-se o topo, sem entrar em muitas minúcias”, afirma.

O resultado dessa apreciação cambial fora do radar dos analistas no início de 2025 é uma ajuda não trivial para o governo endereçar um dos problemas que lhe é mais caro quando o calendário eleitoral começa a despontar no horizonte: o combate à inflação, que no primeiro trimestre apontava tendência de alta, pressionando especialmente os alimentos. Os preços de alimentação inverteram a tendência, e há quatro meses registram deflação. “No início do ano, esperávamos uma inflação de alimentos próxima dos 8%. Pode ser que ela feche o ano em 5%, três pontos percentuais abaixo”, ilustra André Braz, coordenador do Índice de Preços do FGV IBRE. “Se dependêssemos mais de outros componentes de peso no IPCA, como o preço de monitorados e dos serviços, ainda

Desempenho nominal de grandes moedas em 2025 (até 24/9)



Fonte: CMAN elaborado por BRGC.

estariamos com uma perspectiva de inflação mais próxima de 6%, pois estes pouco se mexeram. Mas o que temos é uma projeção que já esbarra no teto do intervalo da meta, em torno de 4,8%”, afirma.

Vários fatores contribuem para esse resultado, como boas safras, no caso específico dos alimentos, bem como o preço das *commodities* em dólar, afetados pela incerteza global no campo do comércio. “Quando olhamos as *commodities* de energia – petróleo, gás – bem como as metálicas, vemos queda desses preços. E o real mais forte se soma a esse vetor já baixista de *commodities*”, diz Barros. O economista destaca que essa tendência baixista ainda pode ser vista nos preços ao atacado, seja do agro, sejam os industriais. “Se olhar a *headline*, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) industrial ainda pode ter sinal positivo, por influência do minério de ferro. Mas o núcleo ainda é deflacionado”, diz. Sendo o IPA preditor dos preços no varejo, isso significa que a tendência desinflacionária tende a se manter até o

Os mesmos fatores que contribuem para um quadro inflacionário menos preocupante no âmbito doméstico têm se tornado fonte de preocupação para os exportadores

final do ano. A grande preocupação, alertam os economistas, continuará sendo a inflação de serviços, que também deve se manter resiliente, no patamar dos 6%, por conta de um mercado de trabalho que tende a se manter aquecido, apesar da desaceleração da atividade.

“A ajuda que o câmbio está dando para o governo é de curto prazo”, afirma Ribeiro. “A questão é até que ponto a restrição monetária vai fazer

efeito, e em que velocidade, para descomprimir a situação de serviços, pois não adianta ter a inflação de *tradables* indo para 3% e achar que será possível iniciar um corte de juros com os serviços a 6%”, afirma, reiterando o alerta de Braz. “A descompressão de *tradables* ajuda na percepção não só de renda disponível, mas também alimenta uma avaliação equivocada de que o Banco Central pode acelerar o processo de corte de juros.”

Os mesmos fatores que contribuem para um quadro inflacionário menos preocupante no âmbito doméstico, entretanto, têm se tornado fonte de preocupação para os exportadores, que veem sua rentabilidade se reduzir, sob um contexto já convulsionado pelo tarifaço, como destaca Daiane dos Santos, economista da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) – ver pág. 54. Ela destaca em especial o caso dos setores que dependem de um real desvalorizado para serem competitivos ante seus pares internacionais, e ainda têm registrado aumento de custos de produção. Mario Sergio Carraro Telles, superintendente de Economia da Confederação Nacional da Indústria (CNI), afirma que este ano o real valorizado tem prejudicado a indústria de transformação brasileira por duas frentes: tanto na competitividade das exportações do setor quanto na concorrência com importações no mercado interno. “Claro que a influência positiva sobre a inflação é boa, pois contribuiu para o processo de redução de taxas de juros, e esperamos que

Decomposição da evolução da taxa de câmbio: em 2025, toda a apreciação cambial veio de fora

análise do período de 30/12 a 23/9



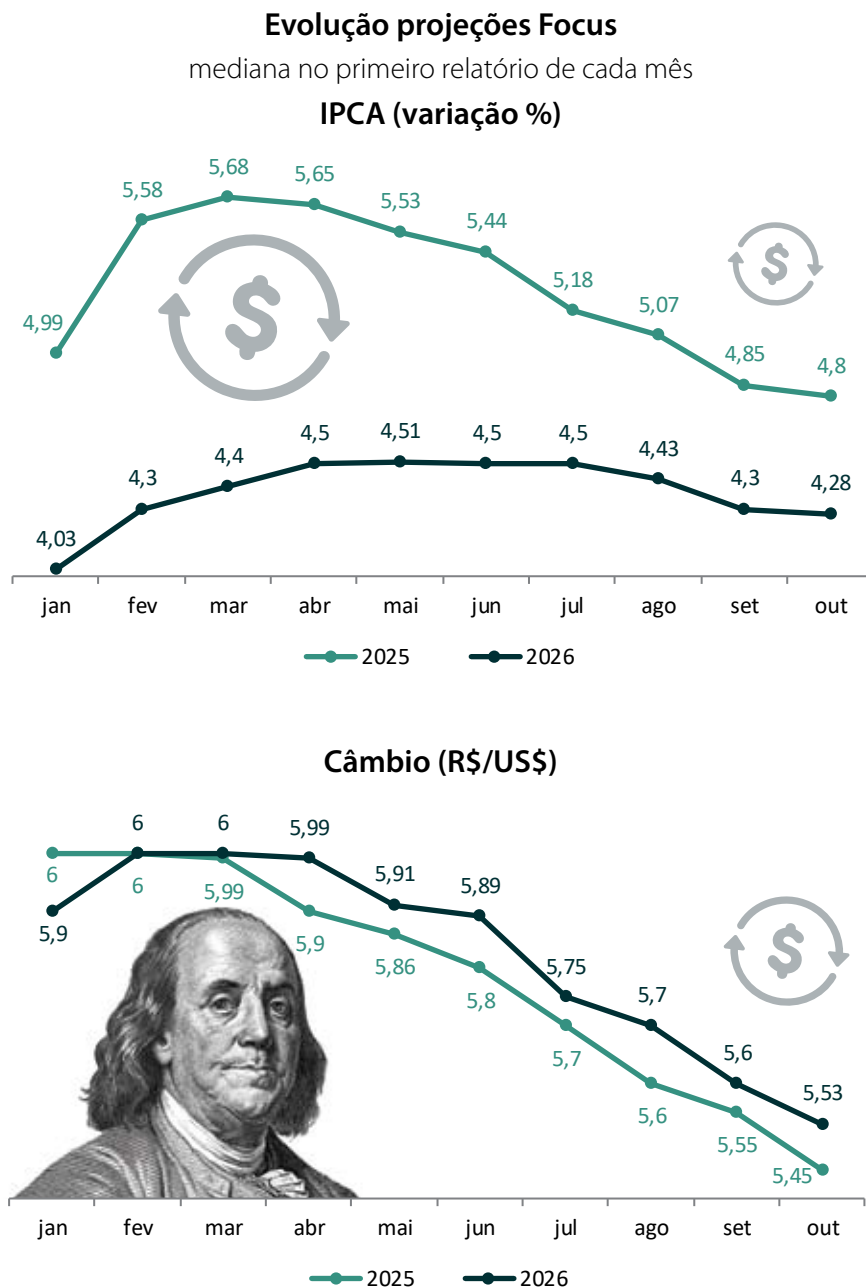
	Contribuição (em pontos percentuais)	Participação (%)
Fatores externos	-17,94	123,8
Fatores domésticos	3,27	-22,5
Diferencial de juros	0,19	-1,3
Total	-14,49	100

Fonte: BRCCG.

o Banco Central comece esse ciclo mais rapidamente. Entretanto, temos um cenário complexo para as exportações, e um aumento expressivo de importações de bens de consumo duráveis e não duráveis que, combinados com uma demanda interna por produtos industriais que cresce menos, afetam muito o desempenho do setor”, afirma. O economista ilustra que, no acumulado do ano até agosto, as importações de bens de consumo cresceram 17,9% em relação ao mesmo período de 2024. “O Indicador do Ipea de consumo aparente de bens industriais mostra uma estabilidade em relação a 2024 – quando esse indicador cresceu 6,5% em relação a 2023 –, com tendência de fechar o ano em queda. Somando-se ao aumento de importações, trata-se de um impacto grande na produção.” Telles indica que “no caso da indústria de transformação, a redução que faremos da projeção do PIB do setor em outubro será importante”, afirma. Em setembro, o número estimado pela CNI era de 1,5% para 2025, e de 1,7% para o agregado da indústria. “A indústria no geral não será tão afetada, por conta de uma revisão positiva do desempenho do setor extrativo”, diz.

Bom até quando?

Outra pergunta que orbita a perspectiva de um dólar mais fraco por mais tempo é até quando isso significará um real que sustente seus ganhos diante de um quadro fiscal desafiador. Do lado externo, afora a convicção



Fonte: BCB.

do governo Trump em manter o dólar desvalorizado para reduzir importações e reindustrializar o país, Ribeiro considera que os sinais de política monetária dados pelo FED apontam a um cenário favorável para os emergentes por mais tempo. “Vejo poucas razões para que não se tenha a confirmação de um ciclo de corte de juros

que avance para além de dezembro. Não porque a economia americana esteja desacelerando suficientemente, tampouco porque o mercado de trabalho esteja piorando tanto, mas por preferência revelada do Fed”, diz, indicando ainda a possibilidade de que a taxa terminal em 2026 feche abaixo de 3% ao ano.

Para Ribeiro, será preciso um nível de desorganização muito mais alto que o atual para que em 2025 as agruras domésticas atrapalhem a capacidade de o Brasil absorver essa onda externa favorável. “Trata-se de um momento de insegurança exacerbada no mundo – o que tem gerado inclusive certo grau de preocupação. Mas o fato é que, se olhar a atividade em escala global, em qualquer mercado, em qualquer ativo, eles estão performando bem. Isso leva a ciclos de descompressão monetária, de redução das restrições financeiras, e não podemos nos esquecer que temos um mundo, não apenas o Brasil, que é fiscalmente mais leniente”, diz Ribeiro. “Então, essa punição a quadros evidentemente insustentáveis como o brasileiro acaba sendo mais lenta do que

sugere o debate local.” Ribeiro lembra que a agenda brasileira de política econômica tem seu espelho em países como México, Colômbia e Chile, e que em certa medida tende a ser nivelada pelo investidor estrangeiro. “Por outro lado, nosso desequilíbrio fiscal atrapalha no sentido de impedir a absorção de toda a potencial ajuda que essa condição financeira externa mais favorável nos oferece”, completa, indicando que, com as contas públicas organizadas, o efeito de fortalecimento do real seria ainda maior.

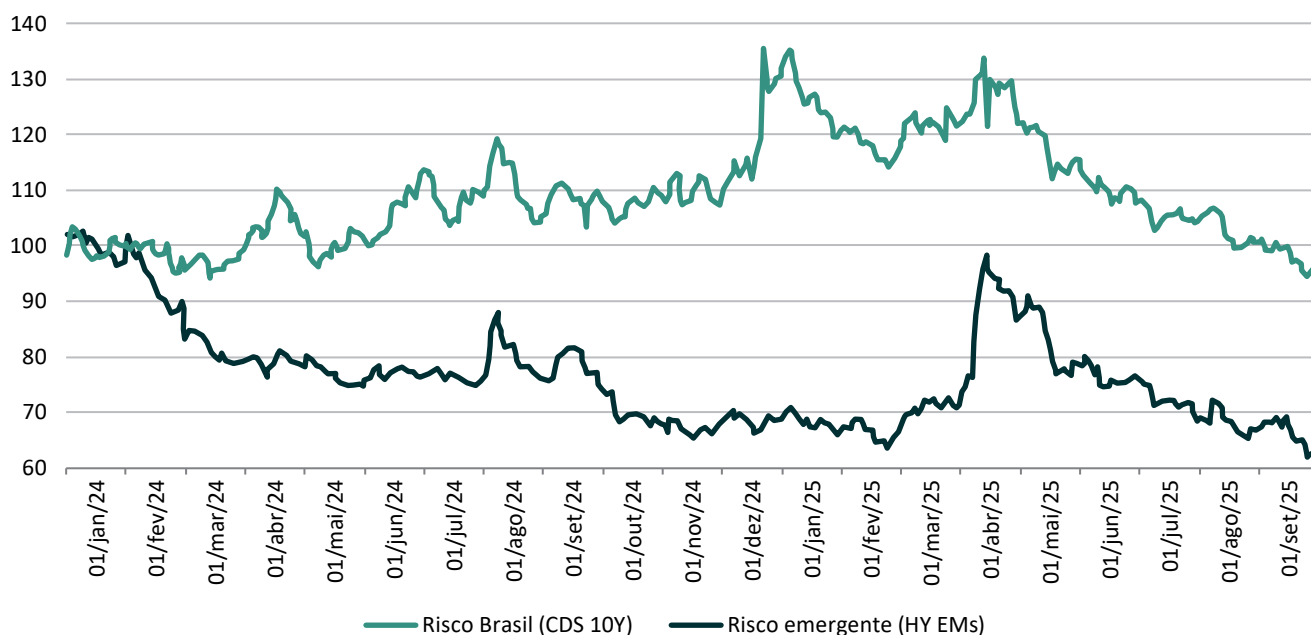
Pires, do IBRE, considera difícil cravar um prognóstico sobre a sustentabilidade desse cenário cambial, apesar do contexto externo favorável. “De fato, pouca coisa mudou no panorama fiscal brasileiro. Ainda temos um déficit muito grande e se, por

algum motivo, o mercado alimentar alguma aversão ao Brasil, poderá se gerar uma situação difícil para rolar esse déficit”, diz Pires, do IBRE. Este mês, o Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgou estimativa de que a dívida pública bruta brasileira alcançará 91,4% do PIB em 2025, frente a 87,3% em 2024. “Mas, da mesma forma como o risco fiscal não mudou, outras variáveis estão melhores, o que torna difícil ser taxativo sobre um risco de reversão de sinal. Mudanças de humor de mercado acontecem de maneira repentina. O ideal, para o Brasil, é trabalhar para reduzir sua exposição ao risco de um evento como esse”, afirma, citando a redução do déficit nominal e o crescimento da dívida.

O problema, no cenário para 2026, é que a expectativa é de um aumen-

Comportamento recente do risco entre emergentes é similar

Métricas de risco: Brasil vs. emergentes (jan/24 = 100)



Fontes: CBIN e FRED. Elaboração: BRCCG.

to de impulsos fiscais que tendem a jogar contra o controle de gastos que é parte de um ajuste fiscal. “Em governos petistas, o foco sempre tende a ser a maximização do bem-estar, entendido como capacidade de consumo. Juro alto, aumento do déficit em conta-corrente, a atividade rodando acima de seu potencial fazem parte desse pacote. Se nada de muito errado acontecer, o investidor que olha de fora identificará como um crescimento firme e, sem grandes mudanças no comportamento da economia global, a vida seguirá”, diz, reiterando o diagnóstico de que, na ausência de eventos dramáticos, a vantagem trazida pelo cenário externo prevalecerá.

Barros, por sua vez, considera que o risco de reversão é maior, e que “no mínimo estaremos deixando uma conta muito alta para 2027”, reiterando mensagem de seu artigo publicado nesta edição. “O governo já vem adotando medidas que pioram muito

Para Livio Ribeiro, será
preciso um nível de
desorganização muito
alto para comprometer
a capacidade de o Brasil
absorver essa onda
externa favorável

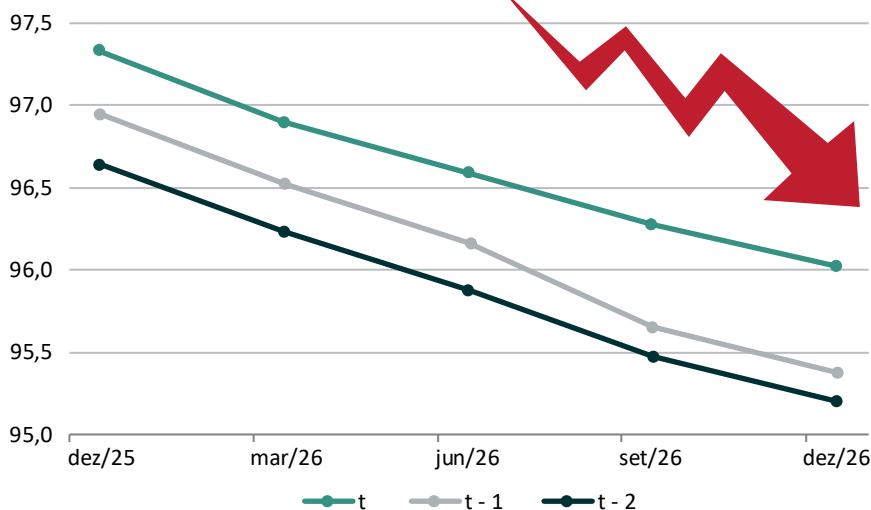
o fiscal, que já tem um quadro delicado”, diz. Para o economista, a aposta do governo na MP 1.303, derrubada na Câmara dos Deputados, é ilustrativa desse risco. “A proposta ampliava as distorções no sistema financeiro ao tributar o estoque de aplicações. Não à toa, houve uma reação imedia-

ta de piora na curva longa de juros, pois isso implicaria maior dificuldade para o Tesouro rolar papéis de longa duração”, ampliando a vulnerabilidade fiscal. “Trata-se de uma estratégia em que se sacrifica o longo prazo em nome do curto prazo”, afirma, atento à estratégia do governo para conseguir a arrecadação esperada com a MP negada – de cerca de R\$ 30 bilhões em 2025 e R\$ 40 bilhões em 2026.

“Outras medidas nessa linha podem ser gatilho para uma piora de cenário”, afirma, citando PEC que reduz idade mínima para agentes de saúde aprovada em segundo turno na Câmara, e o apoio ao fim da escala 6x1 de trabalho – sobre este, pesquisadores do Observatório da Produtividade Regis Bonelli publicaram em maio um estudo de custos potenciais (link: <https://go.fgv.br/44Nk2n2kaXx>). “São contrarreformas que tendem a jogar a inflação de serviços ainda mais para cima”, afirma, defendendo que o país não está isento do risco de um repique cambial como o observado no final de 2024. “Claro que o investimento estrangeiro no país é de médio/longo prazo, e tende a permanecer. Mas a fatia de investimentos que hoje chega ao Brasil para se beneficiar desse carregamento de juros, do diferencial de crescimento, não é pequena e, do mesmo jeito que entra rápido, também pode sair rápido”, afirma, o que provocaria um *overshooting* cambial. Mesmo que nada aconteça, entretanto, Barros defende que a ajuda externa não deve ser usada como margem para postergar a responsabilidade fiscal. “Caso contrário, como disse, a conta para 2027 será alta.”

Trajetória prospectiva do dólar segue de enfraquecimento

DXY futuro (datas de corte selecionadas)



Fonte: Bloomberg.

MBA FGV. MAIS QUE UMA CARREIRA DE SUCESSO, UMA VIDA BEM-SUCEDIDA.

PRESENCIAL | SEMIPRESENCIAL | LIVE | ONLINE

Invista em você, nos seus sonhos e no seu futuro. Prepare-se para uma trajetória de conquistas com o MBA FGV.

Além de conhecimento, você ganha propósito e confiança. É o início de uma história de crescimento contínuo.

Alcance mais que uma carreira de sucesso. Conheça o MBA FGV nas seguintes áreas de conhecimento:

- Administração Pública
- Direito
- Economia e Finanças
- Estratégia e Negócios
- Gestão de Setores Específicos
- Liderança e Pessoas
- Marketing e Vendas
- Relações Internacionais
- Tecnologia e Ciência de Dados

Conecte-se a um mundo de oportunidades.
Saiba mais e inscreva-se: fgv.br/mba

MBA FGV
É MAIS QUE MBA. É FGV.

Cenário desafiador para os exportadores

Os impactos da política econômica do governo Trump às exportações brasileiras não se limitam ao grupo de produtos que tiveram suas vendas aos EUA sobretaxadas. Além do tarifaço de 50%, a desvalorização do dólar e a redução dos preços médios de embarque – para a qual contribui a incerteza provocada pela estratégia comercial do presidente americano – têm levado a uma redução da margem de lucro das exportações, que até o final do ano poderá ser nula ou ligeiramente negativa, afirma Daiane dos Santos, economista da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e professora da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ). “Se tudo se mantiver como está, teremos um horizonte desafiador para os exportadores brasileiros”, afirma.

De acordo com o índice calculado pela Funcex, no acumulado do ano até agosto a rentabilidade das exportações brasileiras teve alta de 0,9% quando comparada com o mesmo período de 2024, mas em tendência de queda. Somente em agosto, o índice registrou queda de 7,7% em relação a agosto de 2024.

O índice da Funcex avalia três componentes: a variação do real frente ao dólar, o preço médio das exportações e o custo de produção de cada produ-

to. No caso da evolução do câmbio nominal, a valorização do real é igual para todos os 29 produtos analisados, mas tende a afetar mais aqueles segmentos cuja competitividade internacional depende de uma moeda doméstica fraca. “O ideal sempre é que essa competitividade não dependa do câmbio, mas em determinados segmentos sabemos que não é assim”, diz Santos, citando aqueles que possuem custos de produção maiores do que seus pares internacionais. Nesse quesito, embora os exportadores que usem insumos importados possam se beneficiar de um dólar “mais barato”, no agregado o índice da Funcex mostra um significativo aumento de custo puxado por salários, fruto de uma atividade aquecida, e serviços – neste caso, representado especialmente pelo frete, que por sua vez é influenciado pelo preço dos combustíveis. As



maiores altas de custos nos primeiros oito meses do ano foram registradas em produtos de fumo (9,1%), produtos alimentícios e bebidas (ambos com 8,6%).

Outro grupo de exportações que também registrou alta de custos acima da média foi o segmento de outros equipamentos de transporte, exceto veículos automotores – grupo onde estão os aviões da Embraer, de fora do tarifaço –, com 7%. Este, entretanto, foi um dos poucos que apresentou aumento do preço médio

Variação do índice de rentabilidade das exportações

	ago25 / ago24	jan-ago25/ jan-ago/24
Rentabilidade	-7,7	0,9
Variação do real ante o dólar	1,9	-9,4
Preço das exportações	-3,3	-2,4
Custo de produção	2,7	5,9

Fonte: Funcex.



Setores com maior queda de rentabilidade de jan-ago/25 ante jan-ago/24 (em %)

	Índice de rentabilidade	Índice de preço das exportações	Câmbio nominal	Custos de produção
Extração de minerais metálicos	-10	-13,7	9,4	5,3
Celulose, papel e produtos de papel	-9,7	-11,7	9,4	6,6
Pesca e aquicultura	-8,7	-11,2	9,4	6,9
Derivados de petróleo, biocombustíveis e coque	-4,9	-9,7	9,4	3,9

Fonte: Funcex.

de exportações, com alta de 4,9% de janeiro a agosto. De 29 produtos, apenas nove tiveram alta no período analisado, sendo a maior em produtos de informática, eletrônicos e ópticos (8,7%) – “pouco relevante na pauta brasileira”, destaca Santos – e metalurgia, com alta de 6%. “A rentabilidade das exportações de metalurgia foi extraordinária em relação às demais. Além do aumento do preço médio dos embarques, seu aumento de custo foi abaixo da média, com 4% no período, para o qual colaborou a queda de preço dos insumos importados”, afirma a economista.

Santos lembra que, quando se trata de preços de exportação, há uma diferença importante entre a dinâmica de *commodities* – que têm sua dinâmica dada pelos preços internacionais – em relação a outros *tradables*. “No caso dos produtos agropecuários, por exemplo, de janeiro a agosto houve uma dinâmica positiva para a rentabilidade, com o índice de preços de embarque variando positivamente, com alta de 2,5%, compensando um aumento de custo acima da média, de 6,3%”, compara.

Agropecuária, aviões, produtos de informática e de metalurgia fazem parte do grupo que Santos classifica como resiliente. Na outra ponta, há os setores que estão na zona de alerta, com as maiores rentabilidades negativas de janeiro a agosto. Estão nesse grupo a extração de minerais metálicos, com queda de rentabilidade de 10% em relação ao mesmo período de 2024; papel e celulose (-9,7%) e pesca e aquicultura (-8,7%). Todos estes tiveram queda no preço das exportações de dois dígitos. Derivados do petróleo e biocombustíveis também entram nessa lista, com queda de 4,9% na rentabilidade, e de 9,7% no índice de preço das exportações.

“O que vemos no curto prazo é a manutenção dessa tendência desvantajosa para os exportadores”, diz a economista da Funcex, destacando estimativas para a inflação que afetam os custos, além da expectativa de um real mais forte diante de fatores como a tendência de política monetária nos EUA e no Brasil. “Além de uma balança comercial positiva, que beneficia a entrada de dólares, temos o investimento puxado pelo diferen-

cial de juros do Brasil, tornando nossa economia entre as mais atraentes para atração desse fluxo estrangeiro”, diz. Nessa equação, ela também soma a previsão de mercado para queda nos preços de várias *commodities* como soja, trigo e cobre. “Com isso, não esperamos nenhuma reação forte quanto ao índice de preços”, diz.

Quanto à tendência de um dólar mais fraco por mais tempo, fruto da política econômica do governo do presidente Donald Trump que ainda congrega ameaças tarifárias tempestivas, Santos não vê no horizonte expectativas de reversão. “Não temos visto recuos significativos”, diz. Nesse caso, a agenda brasileira, defende, deve ser a de ampliação da promoção comercial. “Precisamos de uma política de estreitamento de relações com outros mercados. Não é uma agenda de curto prazo, mas demanda um avanço consistente no tempo. A agenda de internacionalização das empresas não é simples – tratamos dela na Funcex. Portanto, reforçar políticas que impulsionem essa internacionalização será muito positivo”, conclui. (S.M.)

Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade Regis Bonelli** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.



Acesse o site

Observatório da Produtividade Regis Bonelli

Disponível em versão mobile e desktop

<https://fgv.br/ibre/observatorio-produtividade>