



Estudo Outubro 2025

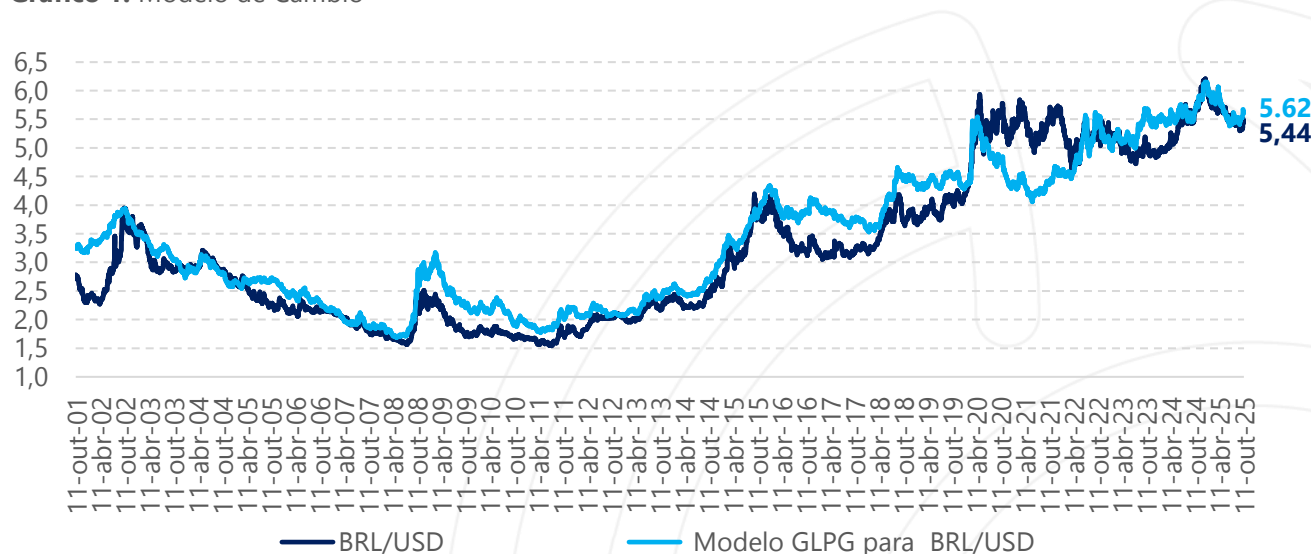
Anatomia da taxa de câmbio R\$/US\$



Desde o quarto trimestre do ano passado, a taxa de câmbio real/dólar percorreu quase R\$ 1,00: saiu da casa de R\$ 6,30/US\$ em meados de dezembro para R\$ 5,32/US\$ no início de outubro. A tendência de depreciação no fim de 2024 foi tão nítida quanto a apreciação ao longo de 2025. Embora a volatilidade do real seja um traço conhecido, o movimento recente chama a atenção pela direção bem definida em janelas consecutivas. Este estudo busca dissecar os vetores que comandam a dinâmica do câmbio. Afinal, o que aconteceu de diferente entre o final de 2024 e 2025?

Partimos de um modelo parcimonioso para a taxa de câmbio nominal contra o dólar, ancorado em variáveis que sintetizam termos de troca e fluxos de capitais, os dois eixos que ganharam preponderância desde a redução da vulnerabilidade externa via acumulação de reservas e recorrência de superávits comerciais. Para o bloco “comércio”, usamos os preços de commodities (CRB), relevantes tanto para a balança comercial quanto para o faturamento de uma parcela expressiva das empresas do Ibovespa. Para o bloco “fluxos”, combinamos (i) uma proxy de moedas emergentes excluindo o real, representando o apetite por risco em EMFX, (ii) a taxa do Treasury de 10 anos, representando o custo global do capital em dólares e (iii) o diferencial de juros Brasil–EUA, referenciando a atratividade relativa do real. Por fim, incorporamos o CDS¹ Brasil 5 anos como medida de risco idiossincrático, capaz de capturar choques domésticos – positivos ou negativos – que alteram o prêmio de risco.

Gráfico 1. Modelo de Câmbio

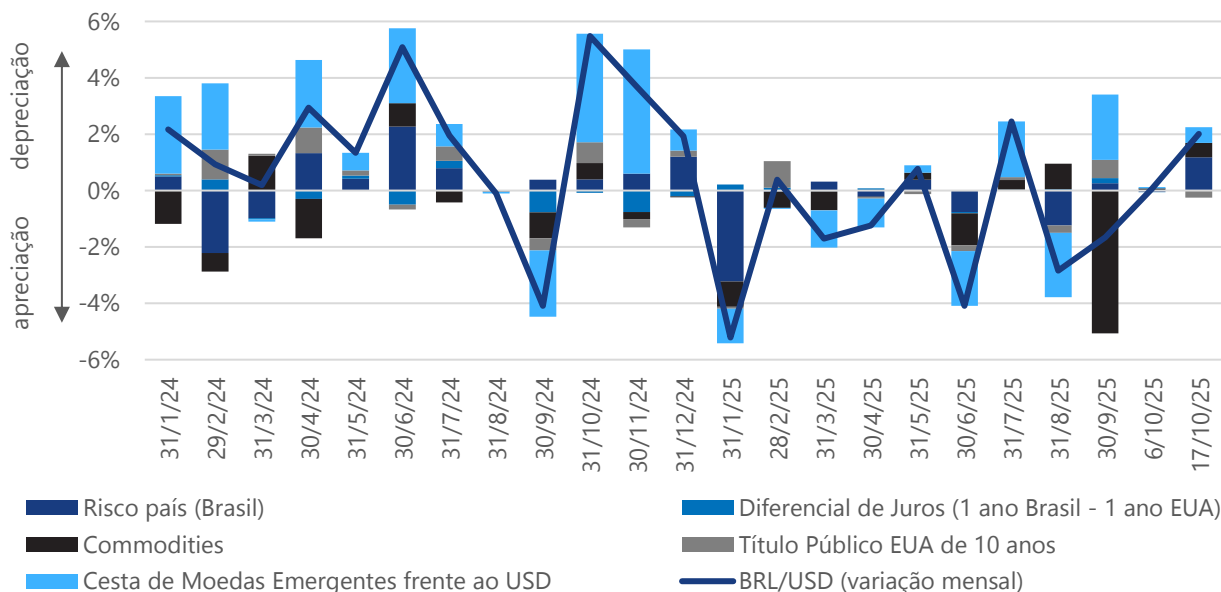


Fonte: Bloomberg. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

A decomposição do comportamento do real confirma a intuição: o comportamento do dólar foi o principal condutor da variação do real, com os fatores domésticos e os termos de troca vindo em seguida. Em linhas gerais, o mercado primeiro comprou a narrativa de um dólar forte no 4º trimestre de 2024; mais tarde, reprecificou esse cenário ao longo de 2025.

¹ CDS (*Credit Default Swap*) é o contrato de seguro contra o risco de um país não pagar suas dívidas.

Gráfico 2. Composição da variação cambial BRL/USD



Fonte: Bloomberg. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

De acordo com o nosso modelo, o fortalecimento do dólar frente às demais moedas foi responsável por 80% da depreciação de 74 centavos (14%) do real no 4º trimestre de 2024, em um contexto de expectativa de economia americana mais pujante e de impulso pró-crescimento no novo governo (via cortes de impostos e enxugamento da máquina pública). Os 20% restantes vieram do aumento do risco-país, com a piora da percepção sobre a trajetória da dívida pública. Em suma, uma “tempestade perfeita” para o BRL, com o câmbio encerrando 2024 ao redor de R\$ 6,19/US\$, em seu pico histórico.

Já em 2025, até o início de outubro, 46% da apreciação de R\$ 0,87 é explicada pelo enfraquecimento do dólar, à medida que se consolidou uma leitura menos benigna sobre os fundamentos institucionais dos EUA e se acentuaram temores de pressões inflacionárias ligadas a tarifas de importação mais altas, expansão fiscal e desaceleração do crescimento. Os demais vetores pró-real vieram da alta das commodities, apesar do efeito negativo do tarifaço dos EUA no comércio global, e da melhora do risco-país, em parte associada a gastos públicos mais contidos. No acumulado de 12 meses até agosto, o resultado primário foi deficitário em R\$ 23 bilhões (0,19% do PIB, dentro da meta primária) ante R\$ 256 bilhões no mesmo período de 2024 (2,24% do PIB bastante acima da meta primária de 0%), o que ajudou a reduzir o ceticismo quanto a um eventual abandono das metas fiscais no curto prazo.

Gráfico 3. Cesta de Moedas Emergentes (ex-Brazil) por USD

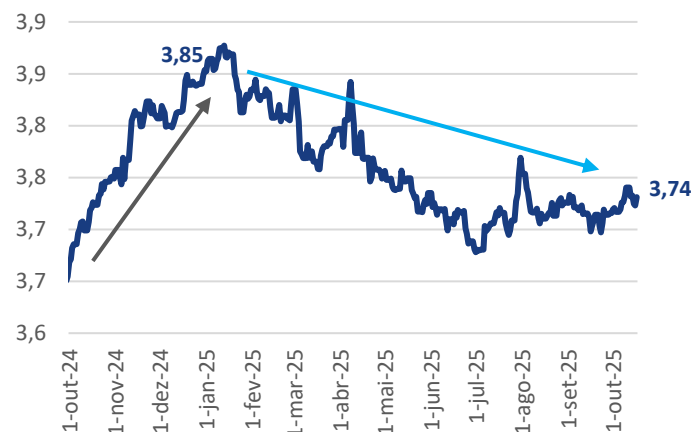


Gráfico 4. CDS Brasil 5 Anos



Fonte: Bloomberg. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

Para além da predominância dos fatores externos, sobretudo o comportamento do dólar, a percepção do risco-país tem grande influência na dinâmica do real. No 4º trimestre de 2024, o sentimento negativo com relação à política fiscal foi um vetor crucial da depreciação; ao longo de 2025, um sentimento mais neutro contribuiu para a apreciação. Nas últimas semanas, porém, a caducidade da MP 1.303, que adicionaria R\$ 17 bilhões à receita em 2025 e R\$ 35 bilhões em 2026, voltou a deteriorar a avaliação fiscal, elevando o prêmio de risco e pressionando o câmbio, que atingiu R\$ 5,44/US\$ na sexta-feira, 17 de outubro. Pela frente, o calendário político-fiscal permanece carregado: a conclusão da votação da isenção do imposto de renda para pessoa física, a votação do orçamento de 2026 e muito provavelmente, o governo deve enviar para o Congresso medidas compensatórias para mitigar a perda da MP 1303 na arrecadação de 2026. Assim, apesar da inequívoca tendência de enfraquecimento do dólar frente às demais moedas, atribuímos baixa probabilidade para o real encerrar este ano próximo das mínimas registradas no início de outubro. Na nossa avaliação, o vento externo é favorável, mas sofre com as dúvidas sobre a condução da política fiscal. Projetamos a taxa de câmbio em 5,50 R\$/US\$ no final deste ano, cenário que pressupõe dólar global mais fraco, porém parcialmente neutralizado pelo prêmio de risco fiscal.

Nossa expectativa para 2026 é de mais volatilidade. Além dos determinantes macro usuais: crescimento, inflação, juros e competitividade, o calendário eleitoral será crucial no Brasil (presidência, governadores, Câmara dos Deputados e 2/3 do Senado) e nos EUA (renovação do Congresso).

Nossa leitura é de um dólar estruturalmente mais fraco, sem sinais de rápido restabelecimento da credibilidade institucional nos EUA. No plano institucional, o término do mandato do presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, e a transição de comando adicionam incerteza. No plano econômico, os efeitos das tarifas sobre crescimento e inflação serão mais visíveis. No plano político, a disputa no Congresso tende a ser acirrada e é provável que o partido republicano, atualmente majoritário na Câmara e no Senado, perca a maioria em uma das casas.

No Brasil, o padrão histórico sugere pressão cambial entre junho e outubro em anos de eleição presidencial. Acreditamos que 2026 seguirá esse o comportamento. Projetamos um 3º trimestre mais estressado, somando a incerteza eleitoral e o provável afrouxamento fiscal no 1º semestre (dado o freio constitucional a aumentos de gasto no 2º semestre). Assim, mesmo com dólar mais fraco, a combinação de risco político e deterioração fiscal tende a enfraquecer o real no pré-eleitoral. Passado o pleito, vemos a força do dólar fraco e as expectativas, historicamente

positivas com relação a um novo governo, favorecendo a apreciação do real. Projetamos R\$ 5,24/US\$ para 31/dez/2026 e média anual de R\$ 5,60/US\$, trajetória compatível com estresse no 3º trimestre e alívio no final do ano.

Assim, o próximo capítulo dependerá, em grande medida, de como a política – aqui e lá fora – reconfigura expectativas sobre crescimento, inflação e juros, e de quão disciplinada será a execução fiscal no período eleitoral.

Tabela 1. Modelo de Câmbio

| | 2023 | 2024 | Out (17/10) | 2025 | 2026 |
|---------------------------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|
| | | | | Base | Base |
| BRL modelo | 5.38 | 6.15 | 5.62 | 5.69 | 5.38 |
| CRB | 510 | 537 | 538 | 545 | 555 |
| Juros do Tit. EUA de 10 anos | 3.88 | 4.57 | 4.01 | 4.01 | 4.00 |
| CDS 5 anos Brasil | 133 | 216 | 147 | 150 | 140 |
| EM (ex- Brasil) | 3.57 | 3.85 | 3.73 | 3.70 | 3.50 |
| Diferencial de juros | 5.01 | 10.80 | 10.31 | 10.10 | 7.28 |
| Percepção de Risco (cents) - | 0.54 | 0.04 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| BRL | 4.84 | 6.19 | 5.44 | 5.50 | 5.20 |

Fonte: Bloomberg. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica (“Nota”) foi elaborada pelo economista-chefe da Galapagos Capital Investimentos e Participações (“Galapagos”) e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Galapagos destaca que a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

A Galapagos também destaca que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, a Galapagos não apresenta nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A Galapagos não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a Galapagos e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A Galapagos informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas