

Mercado descarta alívio no câmbio e vê dólar a R\$ 6 em 2025

Piora na percepção fiscal deve continuar a impedir valorização do real em ambiente de força global da divisa dos EUA

Por Arthur Cagliari e Victor Rezende — De São Paulo

27/12/2024 05h02 · Atualizado há 3 horas

Sem valorização à vista

Projeções* para a taxa de câmbio (R\$/US\$)

Instituições financeiras	Câmbio dez/25	Instituições financeiras	Câmbio dez/25
Acrefi	5,00	Banco do Brasil	6,00
Banco Master	5,50	Bradesco	6,00
BRP	5,50	C6 Bank	6,00
Troster & Associados	5,50	Capital Economics	6,00
Sicredi	5,60	Deutsche Bank	6,00
Pezco	5,65	Goldman Sachs	6,00
4intelligence	5,70	Itaú Asset Management	6,00
Banco Bmg	5,70	MB Associados	6,00
Inter	5,70	Occam	6,00
Itaú Unibanco	5,70	Parcitas Investimentos	6,00
LCA Consultores	5,70	Petros	6,00
Morgan Stanley	5,70	RB Investimentos	6,00
Bank of America	5,75	Rio Bravo Investimentos	6,00
Way Investimentos	5,75	Santander	6,00
Austin Rating	5,80	UBS BB	6,00
J.P. Morgan	5,80	Wealth High Governance (WHG)	6,00
Neo Investimentos	5,80	BNP Paribas	6,05
PicPay	5,80	Tendências Consultoria	6,05
Siegen	5,80	BRCG	6,10
Tullett Prebon Brasil	5,80	FGV Ibre	6,10
Veedha Investimentos	5,80	Pantheon Macroeconomics	6,10
MAG Investimentos	5,85	Análise Econômica	6,15
Sicredi Asset	5,85	Porto Asset Management	6,15
XP	5,85	Tenax Capital	6,15
ABC Brasil	5,90	Citrino Gestão de Recursos	6,20
Armor Capital	5,90	G5 Partners	6,20
Banco Daycoval	5,90	Kínitro Capital	6,20
Buysidebrazil	5,90	Planner	6,20
Medley Advisors	5,90	SM Managed Futures	6,20
SOMMA Investimentos	5,90	Barra Peixe Investimentos	6,22
Suno Research	5,90	BTG Pactual	6,25
BBVA	5,94	CM Capital Markets	6,31
Rabobank	5,94	Banco BV	6,50
Exploritas	5,95	Genial Investimentos	6,50
HSBC	5,95	Novus Capital	6,50
RPS Capital	5,95	Fibra	6,75
ARX Investimentos	6,00	Wells Fargo	6,80
ASA	6,00	Mediana das projeções	6,00

Fontes: Instituições financeiras e consultorias. Elaboração: Valor. * Projeções coletadas entre 17 e 23/dez/2024

O dólar se encaminha para fechar o ano em um nível muito distante dos R\$ 5 previstos pelo próprio mercado financeiro em dezembro de 2023. E, nas expectativas dos agentes econômicos, um alívio sustentado do real não deve se concretizar no próximo ano. Mesmo com as expectativas em torno de uma taxa de juros ainda mais restritiva, o nível do câmbio doméstico com o dólar a R\$ 6 deve se consolidar em 2025, em um ambiente que contempla uma moeda americana forte globalmente e a percepção contínua de um risco fiscal muito elevado no Brasil.

Em pesquisa elaborada pelo **Valor** com 75 instituições financeiras e consultorias, a mediana das estimativas aponta para o dólar cotado a R\$ 6,00 em dezembro de 2025. Caso o resultado se concretize, a moeda americana terá uma queda leve, de 2,87%, em relação ao fechamento de ontem (R\$ 6,1773). O movimento, assim, seria muito diferente do observado no câmbio neste ano, quando o dólar acumula alta de 27,30%. O dólar fechou 2023 em R\$ 4,8525.

No fim do ano passado, **nem as casas mais pessimistas com o real se aproximaram do nível observado no câmbio neste momento**. Após resultados da balança comercial recordes em 2023, havia a expectativa de que esse ambiente se manteria e geraria um fluxo comercial positivo neste ano, sustentando projeções que mostravam um cenário de câmbio mais apreciado. Porém, ao longo do ano, tanto o exterior quanto a piora na percepção de risco fiscal no Brasil abriram espaço para uma valorização firme da moeda americana.

O **C6 Bank** foi a instituição que mais se aproximou da cotação atual em sua projeção divulgada no fim de 2023. O banco estimava que o dólar encerraria este ano cotado a R\$ 5,50, e a leitura do economista-chefe, Felipe Salles, à época era que a economia americana não iria desacelerar e que a trajetória da dívida pública brasileira não iria se estabilizar. Para o ano que vem, a perspectiva do economista não é muito diferente.

Além de não ver uma perda de tração da economia dos Estados Unidos, Salles lembra que medidas anunciadas pelo presidente eleito americano, Donald Trump, indicam um dólar mais forte. E, em relação ao ambiente interno, o economista diz acreditar que a trajetória da dívida deve continuar a piorar e nem mesmo os juros mais elevados ajudarão o câmbio.

“Quando há um aumento na taxa de juros, há uma piora na trajetória da dívida pública. Quando a dívida é pequena, não é tanto problema, mas quando a dívida é grande, como no nosso caso, começa a preocupar. Isso portanto pode estar gerando uma aversão a risco e anulando ou atenuando o efeito do ‘carry-trade’ [em que o investidor capta recursos num país com juros mais baixos e aplica em outro com taxas mais elevadas]”, diz Salles. Ele vê os canais de transmissão da política monetária possivelmente obstruídos.

“Entendemos a dominância fiscal um cenário em que a política monetária para de fazer efeito. Então, não é uma questão de 0 ou 1, de estar ou não estar em dominância fiscal, mas um cenário em que se chega aos poucos. Entre a normalidade completa e a dominância fiscal há infinitas gradações. O que me parece é que, em algum grau, começamos a ver sinais de alguma dominância fiscal.”

O **C6** projeta o dólar a R\$ 6,00 no fim de 2025, um nível um pouco menor que o atual, e o motivo disso estaria em possíveis medidas futuras a ser adotadas. “Quando o dólar sobe muito, há sempre alguma resposta”, afirma Salles. “Acredito que novas medidas de cortes de gastos vão vir. Não serão suficientes para estabilizar a dívida, mas devem trazer alguma reação. De todo modo, o risco de um dólar mais alto é maior que o risco de um dólar abaixo desse nível.”

Em suas projeções para a taxa de câmbio, o economista Marco Antonio Caruso, do **Santander**, que também espera o dólar a R\$ 6,00 em 2025, mostra uma preferência por métricas alternativas de mensuração de risco, como o nível de inclinação da curva de juros, dado que **o spread dos contratos de Credit Default Swap (CDS) só começou a subir pela piora no risco doméstico mais recentemente**. “Alguns modelos sugerem que há um exagero no câmbio. A questão é que a percepção de risco perdura, já que há uma discussão sobre o atrito entre a política monetária e a fiscal enquanto as eleições se aproximam.”

É diante dessa persistência na piora da percepção de risco que Caruso avalia que o câmbio deve seguir nos níveis atuais até o fim de 2025. “O risco idiossincrático está muito grande e o risco do mundo não vai ajudar porque há um aumento da sensação de dólar forte”, diz o economista.

“Há uma sugestão de que existe um exagero no mercado, mas **achamos que essa piora na percepção de risco é persistente**. Além disso, não é difícil traçar um cenário onde tudo o que já está trazendo preocupação hoje se exacerba quanto mais próximo das eleições nós estivermos.”

Caruso nota que houve uma “inversão” do ciclo tradicional da política fiscal, com a PEC da Transição em 2022, e lembra que o ajuste fiscal tem sido feito do lado da receita. “Por que o prêmio de risco mudaria e por que ele não se exacerbaria se, em 2026, é mais fácil pensar no cenário onde não haverá uma redução de despesas? **Se estivéssemos em linha com os pares, o dólar poderia estar em R\$ 5,60, mas não está**. Nosso alfa, ou seja, o quanto a piora é por culpa nossa, está acima de 1 desvio-padrão. Já vimos pior em 2014 e em 2019 para 2020, ou seja, pode ser pior e persistente.”

É nesse contexto que **o economista do Santander vê o câmbio sem “defesa”**. “Não temos mais o ‘vendedor’ [de dólar] marginal, que antes era o estrangeiro. Nos últimos dois, três meses, perdemos o contraponto do estrangeiro, que sempre via prêmio em excesso e exagero no mercado. Esse investidor não está mais aqui. Vimos, inclusive, uma redução do investidor ‘real money’ [investidores de prazo mais longo, como fundos de pensão], que não aguentou mais a pressão nos ativos brasileiros e saiu.”

Para o economista-chefe do **Banco Fibra**, Marco Maciel, havia um otimismo exagerado por parte dos investidores com a chance de cortes de gastos no pacote fiscal. “É difícil imaginar um governo de esquerda fazer um ajuste por meio de uma redução nos gastos com a camada mais vulnerável”, afirma. Em seus cálculos, a desvalorização do real neste ano esteve relacionada à seara fiscal em 65% a 70%. “E, dada a importância disso, não acredito que ano que vem venha a melhorar. A suspensão das emendas [parlamentares] pelo [ministro do STF] Flávio Dino deve dificultar qualquer tentativa de recompor a base tributária”, afirma.

Maciel espera, assim, um nível adicional de depreciação do câmbio em 2025 e vê o dólar a R\$ 6,75 no fim do ano. **(Colaboraram Anaís Fernandes e Marta Watanabe)**