



# Cenário de Câmbio

10 de janeiro de 2023

## Macro & Estratégia

BTG Pactual S.A.

Leonardo Paiva

Arthur Mota



1. <u>Análise e Projeções</u> .....	3
2. <u>Variáveis associadas ao câmbio</u> .....	7
3. <u>Pares emergentes e exportadores</u> .....	11

# Análises e projeções





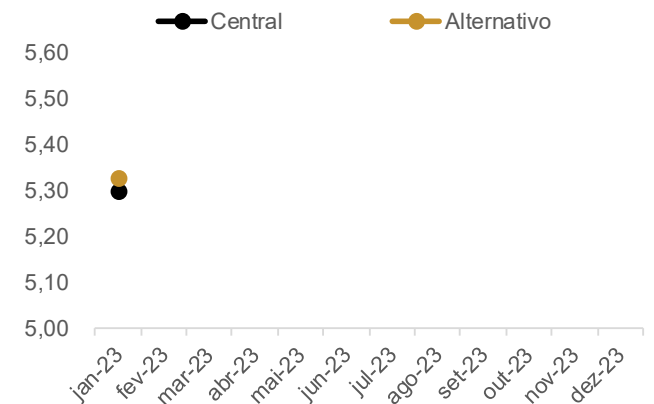
# Janeiro: agenda do governo indefinida adiciona prêmio ao Real

A cotação do Real nas últimas semanas sofreu depreciação, superando no interim a barreira do R\$/US\$5,45, quando apresentou reversão de parte deste enfraquecimento e voltou a negociar mais próximo de R\$/US\$5,25. O início deste ano foi uma amostra da maior sensibilidade do Real em relação aos temas relacionados à política fiscal e creditícia que provavelmente vamos presenciar neste e nos próximos anos, o que naturalmente ocorre devido ao elevado patamar de endividamento público (~80%/PIB) e ao momento do ciclo econômico em que nos encontramos, com juros mais altos nos países desenvolvidos.

No campo internacional, o consenso de mercado segue precificando *fed funds rate* abaixo de 5% no fim do ciclo de aumento de juros e corte de ~50 bps no segundo semestre deste ano, cenário divergente do nosso e da última apuração das expectativas individuais dos membros do FOMC. A ata da última reunião do FOMC mostrou um comitê positivamente surpreso com a atividade econômica e ainda preocupado com a dinâmica de inflação, em especial no núcleo de serviços, que é muito sensível ao atual contexto apertado do mercado de trabalho. Nesse sentido, continuar subindo juros e permanecer com a taxa elevada por mais tempo são as estratégias para reverter o quadro de desequilíbrio entre oferta e demanda. O diagnóstico segue em linha com o apresentado na coletiva de imprensa, mas reforçando a baixa inclinação para corte de juros. Dessa forma, seguimos com expectativa de uma taxa terminal no intervalo de 5%-5,25%, permanecendo nesse patamar ao longo de todo 2023. A confirmação deste cenário deve representar fortalecimento do Dólar frente ao Real e demais moedas emergentes.

O rearranjo do arcabouço fiscal doméstico e a dinâmica de juros desfavorável ao setor produtivo vão ditar um 2023 desafiador. O encerramento da última gestão federal ocorreu junto à confirmação do cenário de forte expansão fiscal em 2023 para acomodar promessas de campanha do governo eleito, com destaque para a manutenção do Auxílio Brasil em R\$600/família e para o aumento real do salário mínimo. A Proposta de Emenda Constitucional aprovada poderá levar a uma expansão das despesas federais da ordem de R\$170 bilhões, resultando em um crescimento de despesas primárias de 1,1 ponto do PIB ante 2022. Este cenário ainda é “poluído” pela incerteza em relação ao qualitativo da nova âncora fiscal, que será definido ao longo dos próximos meses. A proposta possivelmente será mais flexível que a atual regra do Teto de Gastos, o que resultará em sustentabilidade das contas públicas refém de decisões discricionárias da gestão estatal, que serão dependentes da conjuntura macroeconômica. Com este quadro desenhado, projetamos taxa de câmbio de R\$5,30/US\$ no final de 2023, com espaço para uma taxa média para o período em patamar mais elevado.

Histórico de Projeções: BRL fim 2023			
R\$/US\$	Central	Alternativo	Desvio
jan-23	5.30	5.33	0.02
fev-23			
mar-23			
abr-23			
mai-23			
jun-23			
jul-23			
ago-23			
set-23			
out-23			
nov-23			
dez-23			

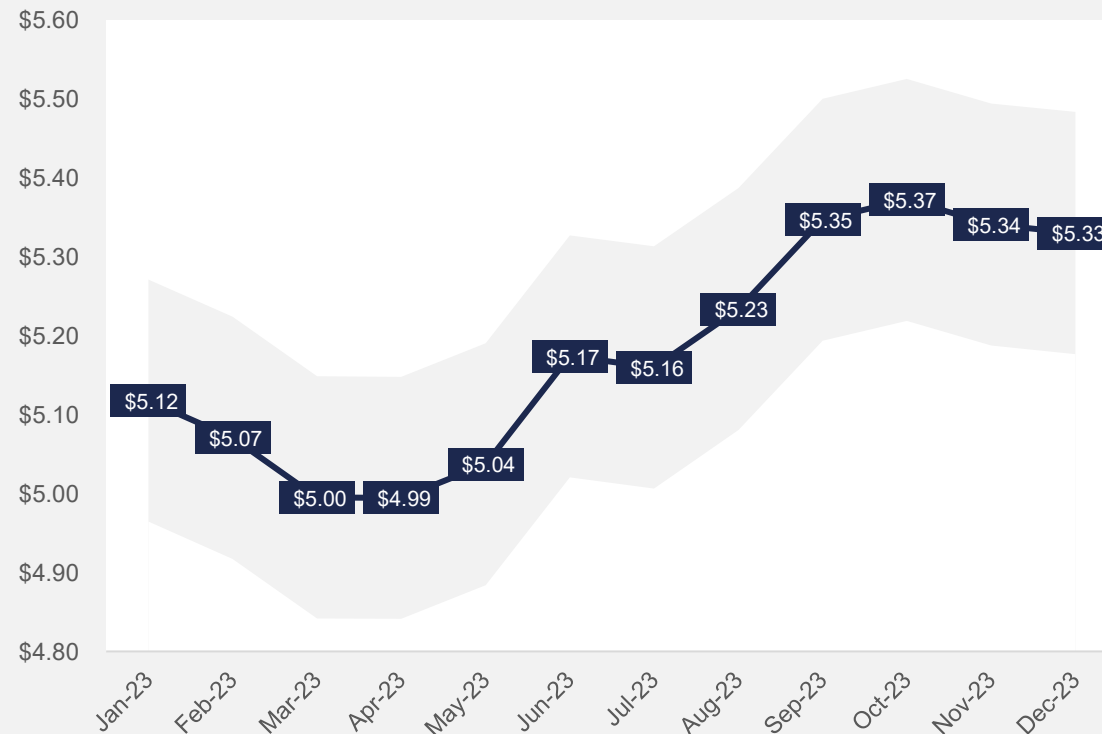


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual, 2023

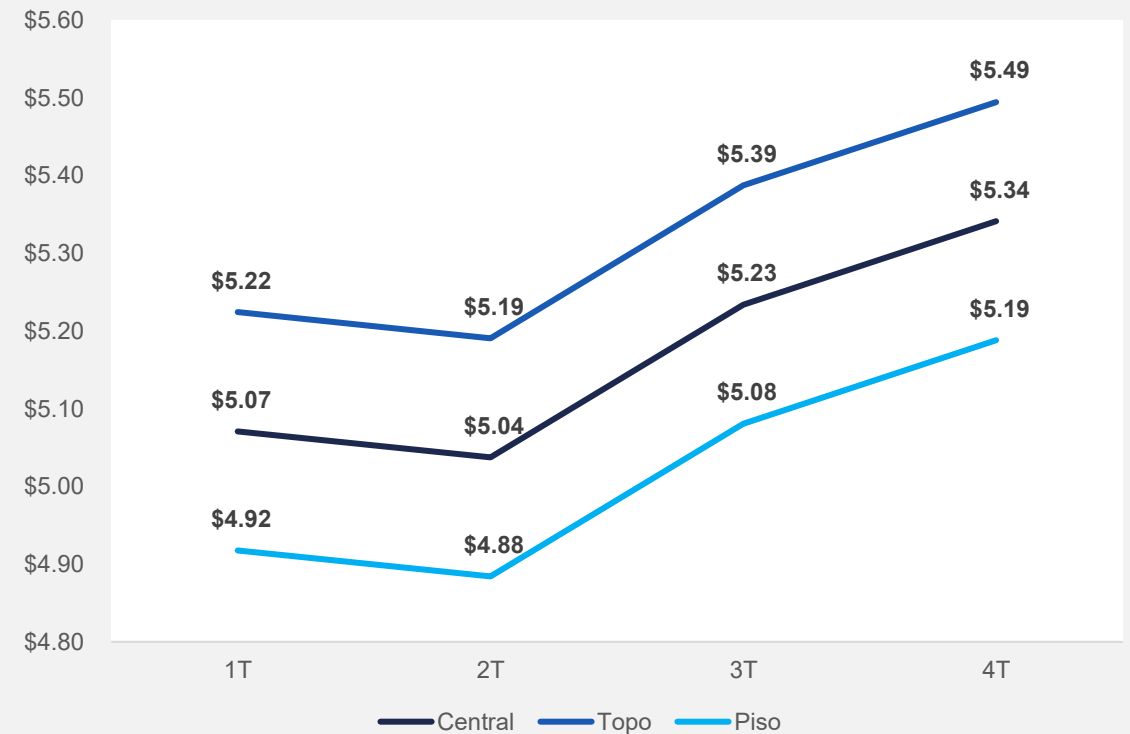
# Cenários & projeções alternativas\*

Nosso modelo alternativo de alta frequência, que incorpora os recentes eventos que impactaram o câmbio entre o Real e o Dólar, nos mostra que o patamar atual (R\$/US\$5,25-R\$/US\$5,30) é mais próximo do topo das nossas projeções para janeiro e para o primeiro trimestre cheio, o que é explicado pela incorporação da elevação da incerteza fiscal doméstica.

### Taxa de câmbio (R\$/US\$) média mensal projetada\*



### Taxa de câmbio (R\$/US\$) média trimestral projetada\*



\*números calculados a partir da união entre os dados realizados até 06/01 e os dados projetados com nosso modelo alternativo de alta frequência para 2023

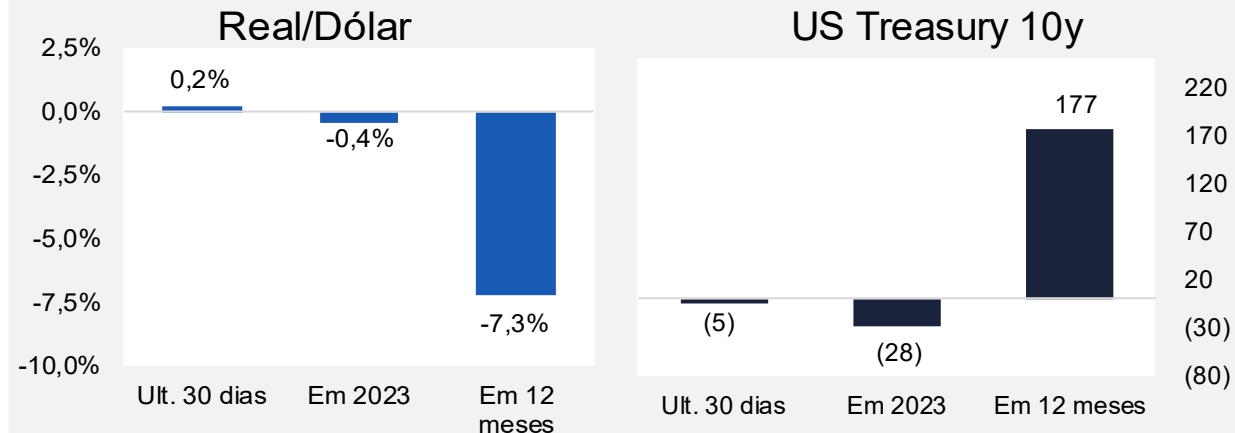
# Variáveis associadas ao câmbio



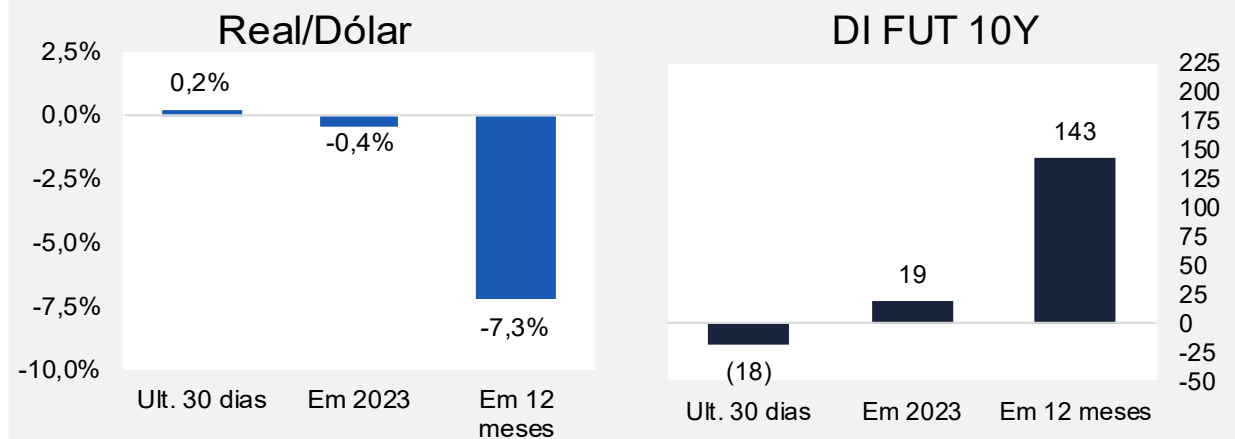
# Dinâmica de juros: EUA e Brasil

- **Fed: flexibilidade e opcionalidade.** O FOMC reduziu seu ritmo de ajuste da taxa de juros na última reunião, mas ainda deixa em aberto o tamanho do ciclo de ajuste altista da taxa de juros e por quanto tempo os juros ficarão estabilizados em patamar elevado. Entendemos que há espaço adicional para aperto das condições financeiras, com abertura de curva de juros e reprecificação negativa de ativos de risco, através de surpresa em relação ao consenso de mercado, que hoje espera um ciclo menor, encerrando com *fed funds rate* abaixo de 5%, e mais curto, com cortes já no segundo semestre deste ano.
- **Apesar da melhora da composição da inflação nas últimas leituras de IPCA, o Copom segue com balanço de riscos assimétrico.** A volatilidade da curva de juros brasileira está maior do que o usual, o que é explicado pela já citada incerteza fiscal, que também está recebendo atenção do Copom. A dinâmica do ciclo de juros doméstico está intimamente ligada ao balanço de riscos da cúpula, que hoje concede elevada importância ao rumo estrutural da trajetória de endividamento público. Neste sentido, o acúmulo de definições positivas pode provocar fechamento da curva de juros, mas entendemos que o novo patamar para as taxas tende a permanecer.

Câmbio (R\$/US\$) vs US Treasury 10y (% a.a.) – Variação (bps)



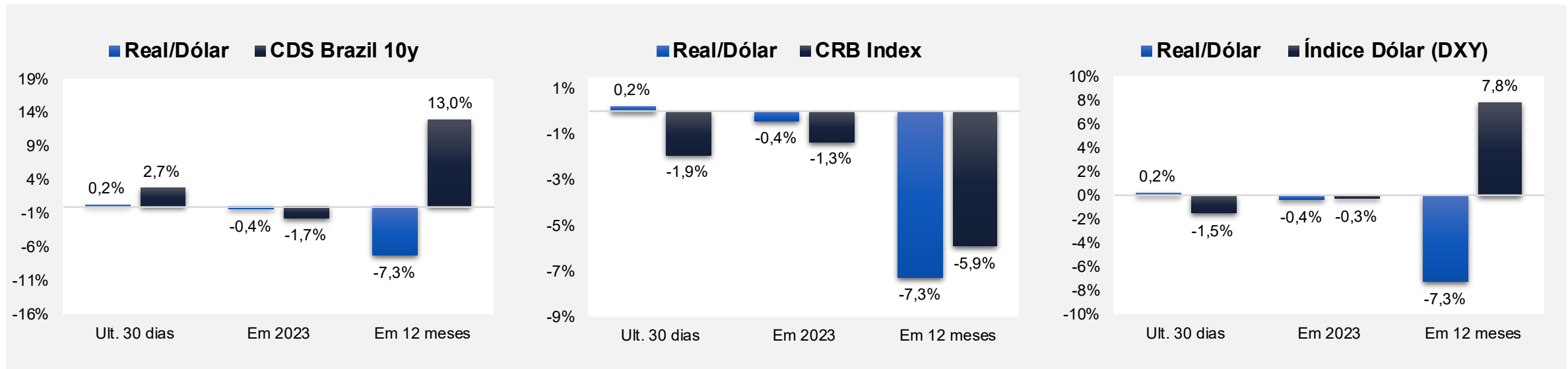
Câmbio (R\$/US\$) vs DI Futuro 10 anos (% a.a.) – Variação (bps)



# Dinâmicas de risco, *commodities* e moedas

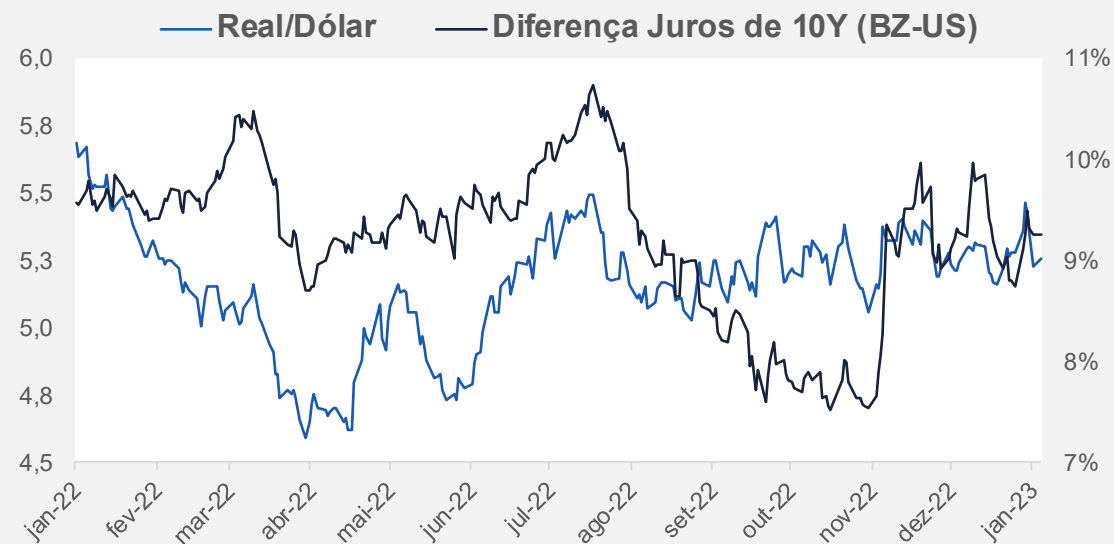
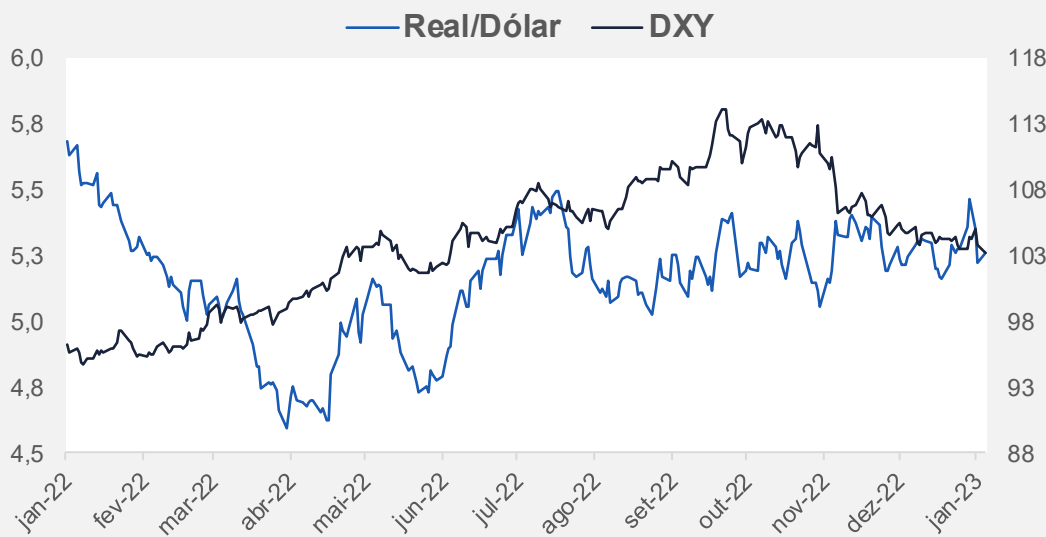
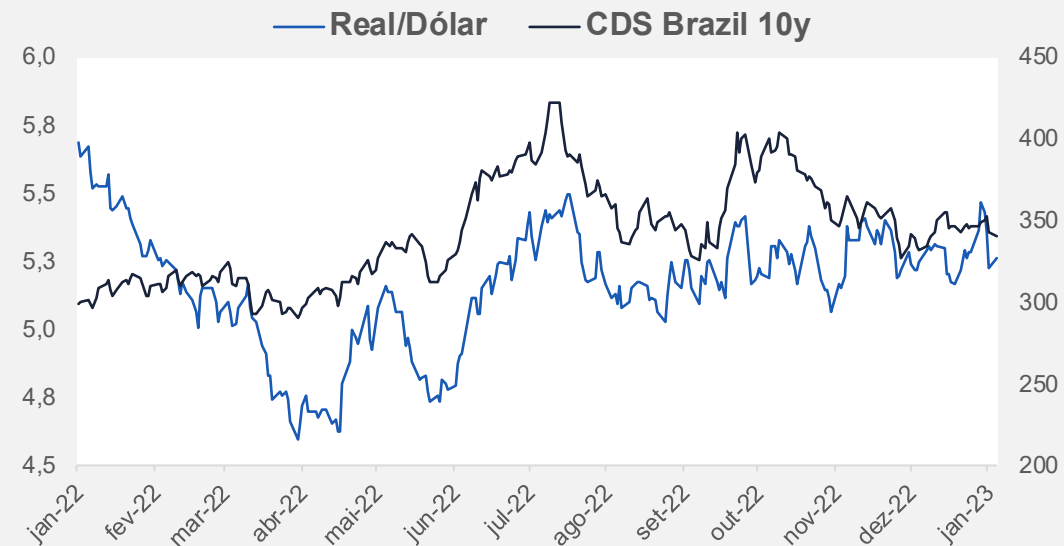
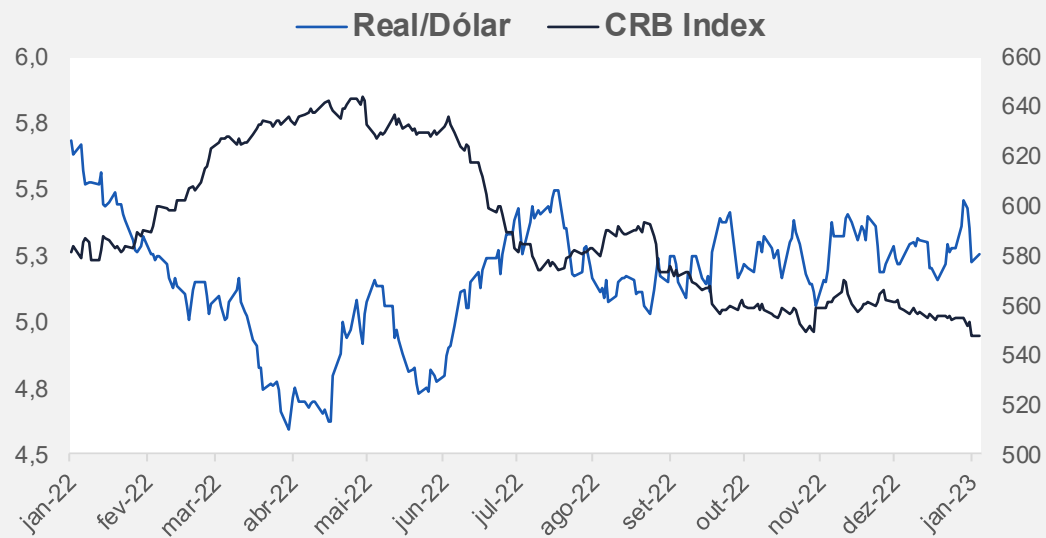
- O *CDS Brazil 10 Years* apresentou alta nos últimos 30 dias devido ao crescimento do risco fiscal, que também adicionou prêmio à curva de juros
- As *commodities (CRB Index)* apresentaram queda nos últimos 30 dias, o que não reflete a performance individual, considerando que observamos queda do petróleo, enquanto outras *commodities* metálicas, como o minério de ferro, por exemplo, apresentaram alta, o que foi pautado pelas novas sinais de flexibilização na política de Covid-zero na China, além de indícios de adoção de novos estímulos pelo governo chinês.
- O Dólar (DXY) apresentou queda nos últimos 30 dias, negociando próximo aos 103 pontos. A perda de força do Dólar ocorre com o avanço da alta de juros em outros bancos centrais, caso do Reino Unido, e com a redução do ritmo de juros pelo FOMC na reunião de dezembro.

Tendência			
↓	<b>CDS</b>	↓	<b>Câmbio</b>
↓	<b>CRB</b>	↑	<b>Câmbio</b>
↓	<b>DXY</b>	↓	<b>Câmbio</b>

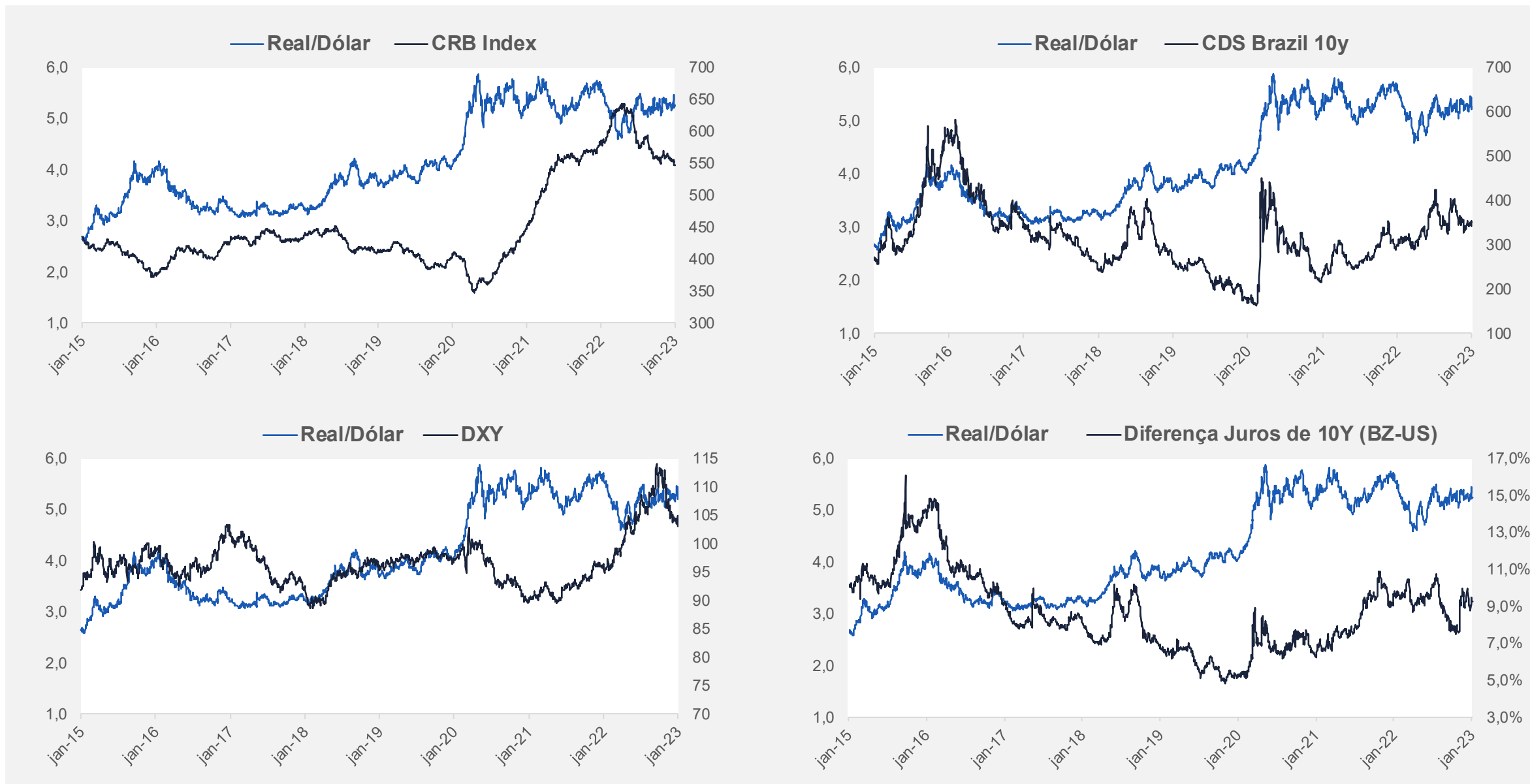




# Dinâmica de curto prazo



# Dinâmica de longo prazo



# Pares emergentes e exportadores

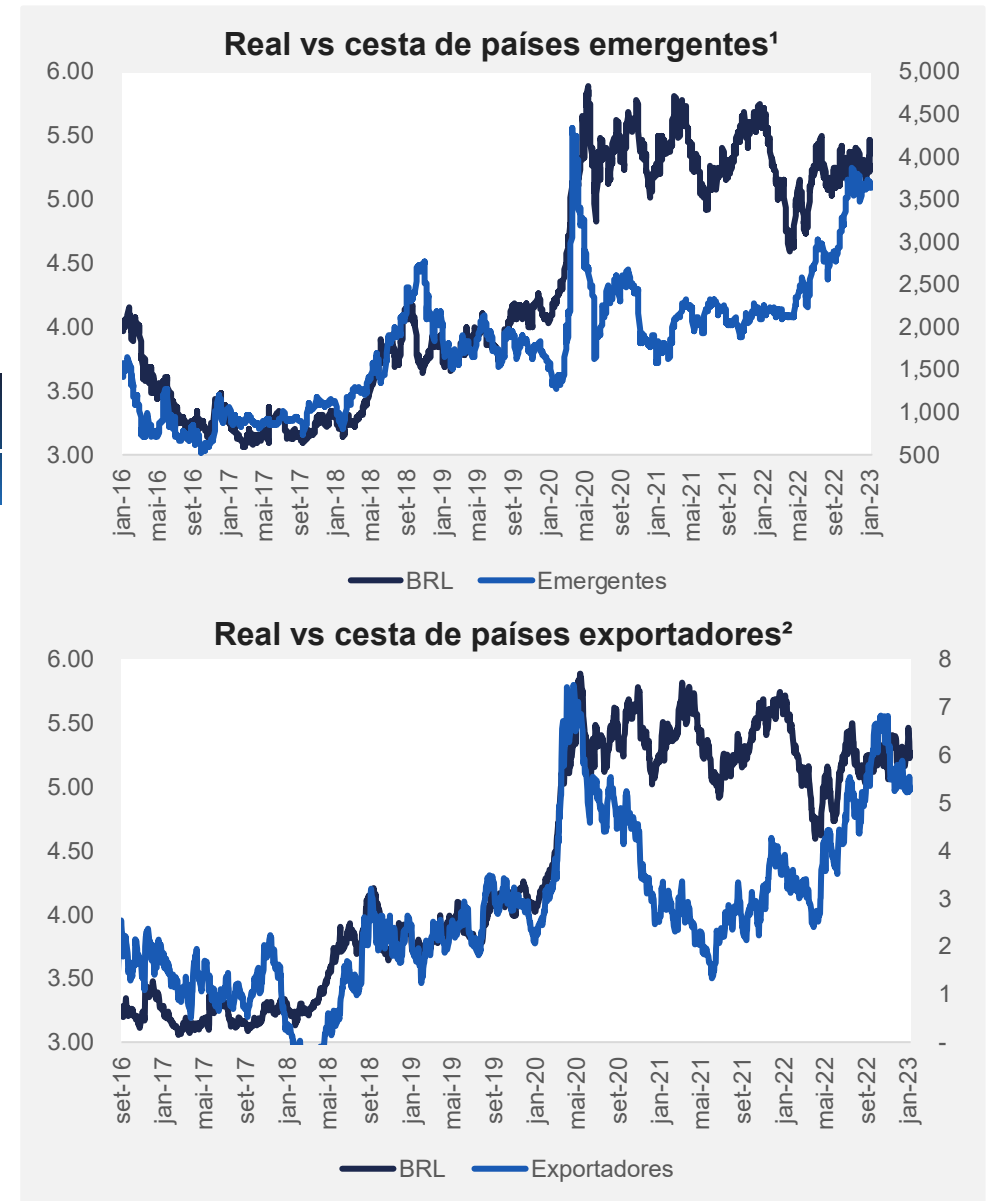


- As moedas emergentes nos últimos 30 dias apresentaram performance mista, com destaque para a apreciação do Peso Chileno e para a depreciação do Peso Argentino.
- O Real destoou das suas moedas pares nas últimas semanas e pode continuar desta forma até que definições sobre a nova âncora fiscal sejam feitas.

Moedas Emergentes				
Moeda	Cotação vs Dólar	30 dias	2023	12 meses
Peso Argentino	\$ 180,11	6,0%	1,7%	74,0%
Peso Colombiano	\$ 4.855,48	1,0%	0,1%	19,8%
Lira Turca	\$ 18,75	0,5%	0,2%	35,7%
Real	\$ 5,26	0,2%	-0,4%	-7,3%
Rúpia Indiana	\$ 82,36	0,1%	-0,5%	11,2%
Novo Sol Peruano	\$ 3,80	-0,6%	-0,1%	-3,4%
Leu Romeno	\$ 4,59	-1,6%	-0,6%	5,2%
Rand Sul-Africano	\$ 16,93	-2,5%	-0,6%	8,0%
Peso Chileno	\$ 835,50	-3,0%	-1,8%	-0,1%
Baht Tailandês	\$ 33,49	-3,8%	-3,2%	-0,4%
Florim Húngaro	\$ 369,48	-7,0%	-1,0%	16,7%

<sup>1</sup>Cesta de países emergentes é o primeiro vetor gerado a partir do método de análise de componentes principais (PCA) para as seguintes moedas: COP, CLP, PEN, ZAR, THB, INR, HUF e RON

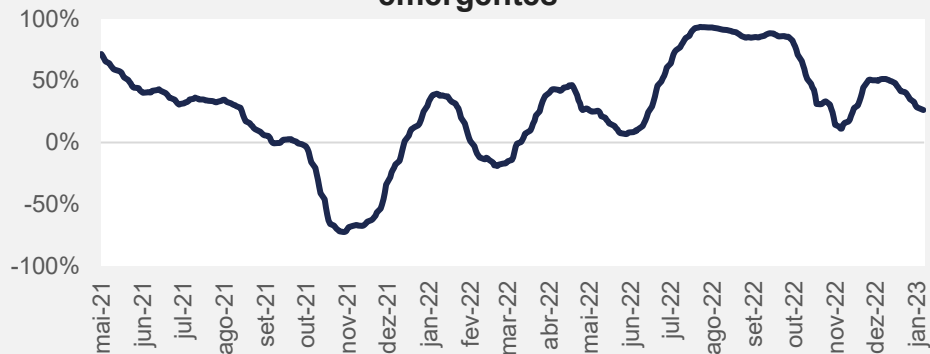
<sup>2</sup>Cesta de países exportadores é o primeiro vetor gerado a partir do método de análise de componentes principais (PCA) para as seguintes moedas: CAD, ZAR, AUD, NZD e NOK



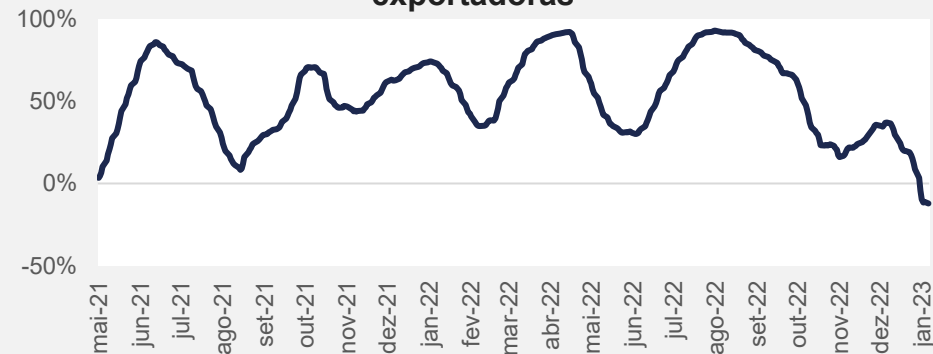
# Volatilidade e correlação

- O Real apresentou desaceleração da volatilidade curta nas últimas semanas e aceleração da volatilidade de três meses. A relação com as moedas emergentes e exportadoras perdeu força.

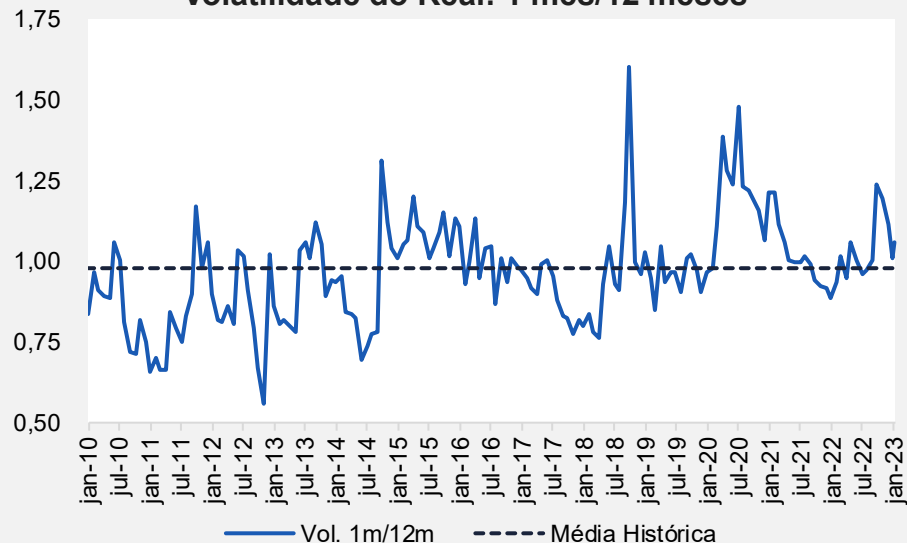
### Correlação de 3 meses do Real com cesta de moedas emergentes<sup>1</sup>



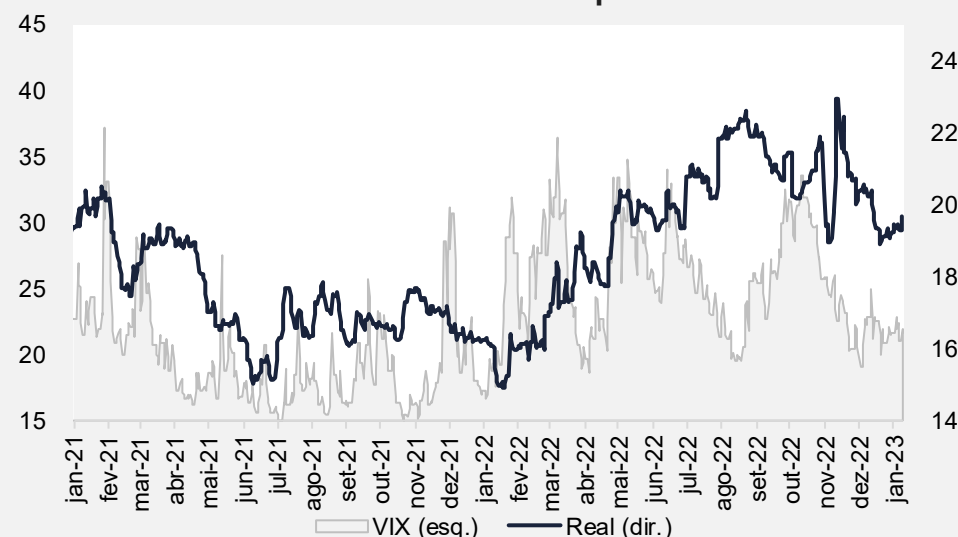
### Correlação de 3 meses do Real com cesta de moedas exportadoras<sup>2</sup>



### Volatilidade do Real: 1 mês/12 meses



### VIX vs volatilidade do Real para 3 meses



<sup>1</sup>Cesta de países emergentes é o primeiro vetor gerado a partir do método de análise de componentes principais (PCA) para as seguintes moedas: COP, CLP, PEN, ZAR, THB, INR, HUF e RON

<sup>2</sup>Cesta de países exportadores é o primeiro vetor gerado a partir do método de análise de componentes principais (PCA) para as seguintes moedas: CAD, ZAR, AUD, NZD e NOK





## Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A (“BTG Pactual S.A.”) para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. O BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição deste relatório no Brasil. Nada neste relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura

**Link:** <https://www.btgpactualdigital.com/analises/disclaimer-macro>

## Macro & Estratégia

economia@btgpactual.com

Leonardo Paiva

leonardo.paiva@btgpactual.com

Arthur Mota

arthur.mota@btgpactual.com

