



4 de abril de 2023

# Cenário de Câmbio

## Macro Strategy

Leonardo Paiva  
leonardo.paiva@btgpactual.com

Arthur Mota  
arthur.mota@btgpactual.com

# Índice



Panorama Macroeconômico

Cenários & projeções alternativas

Dinâmicas de risco, commodities e moedas

Dinâmica de Juros: EUA e Brasil

Pares Emergentes e Exportadores

Balanço de Pagamentos

Balança Comercial

Fluxo Cambial

## Cenário de Câmbio

# Global ditando o rumo do Real

A cotação do Real no intervalo entre nossos relatórios apresentou apreciação de aproximadamente 3%, voltando a negociar mais próximo de R\$/US\$ 5,0, majoritariamente pelo ambiente global mais favorável a partir do esvaziamento do noticiário negativo sobre os sistemas bancários americano e europeu.

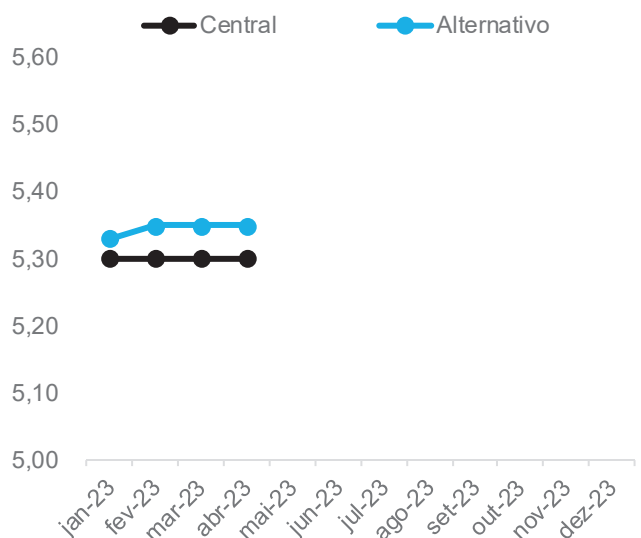
No campo internacional, o mês de março ficou marcado pelo temor de um estresse no setor bancário americano, com falência de bancos regionais e/ou concentrados em nichos de mercado. Os eventos aumentaram ainda mais a incerteza não apenas sobre a trajetória da economia, influenciada pela dinâmica de crédito, mas da própria política monetária. Durante as últimas três semanas, o Fed, o Tesouro e a FDIC adotaram novas medidas para garantir liquidez suficiente ao sistema bancário, além de emitirem sinais claros de que assegurarão a estabilidade financeira. Nesse ínterim, o FOMC voltou a apertar a política monetária (25 bps) e deu mais pistas sobre as decisões futuras. A desaceleração no mercado de crédito geraria um aperto monetário e das condições financeiras que substituiria a necessidade de altas de juros adicionais, resultando em taxa terminal de 5,125% (*midpoint*).

A conjuntura doméstica foi marcada pela expectativa em torno do projeto de arcabouço fiscal que substituirá o Teto de Gastos. A apresentação

ocorreu apenas no final do mês de março e diversas questões relevantes para a construção do cenário para as contas públicas domésticas ficaram em aberto. Nesse sentido, ainda é difícil mensurar o qualitativo do projeto, mas entendemos que a estabilização da trajetória da dívida pública brasileira em relação ao PIB provavelmente ocorrerá com elevação da carga tributária.

Com estas temáticas em foco, nossa estimativa para a taxa de câmbio no final de 2023 segue em R\$/US\$ 5,30. Ressaltamos que o ambiente global atual segue colaborando para uma cotação do Real mais apreciada, mas a reprecificação do cenário de juros nos EUA, sem a conformação de cortes nas taxas neste ano, e a evolução das difíceis discussões domésticas que devem concentrar as atenções neste ano, sendo elas o arcabouço fiscal e a reforma tributária, devem direcionar o Real para patamar um pouco mais depreciado que o observado “na tela” neste momento.

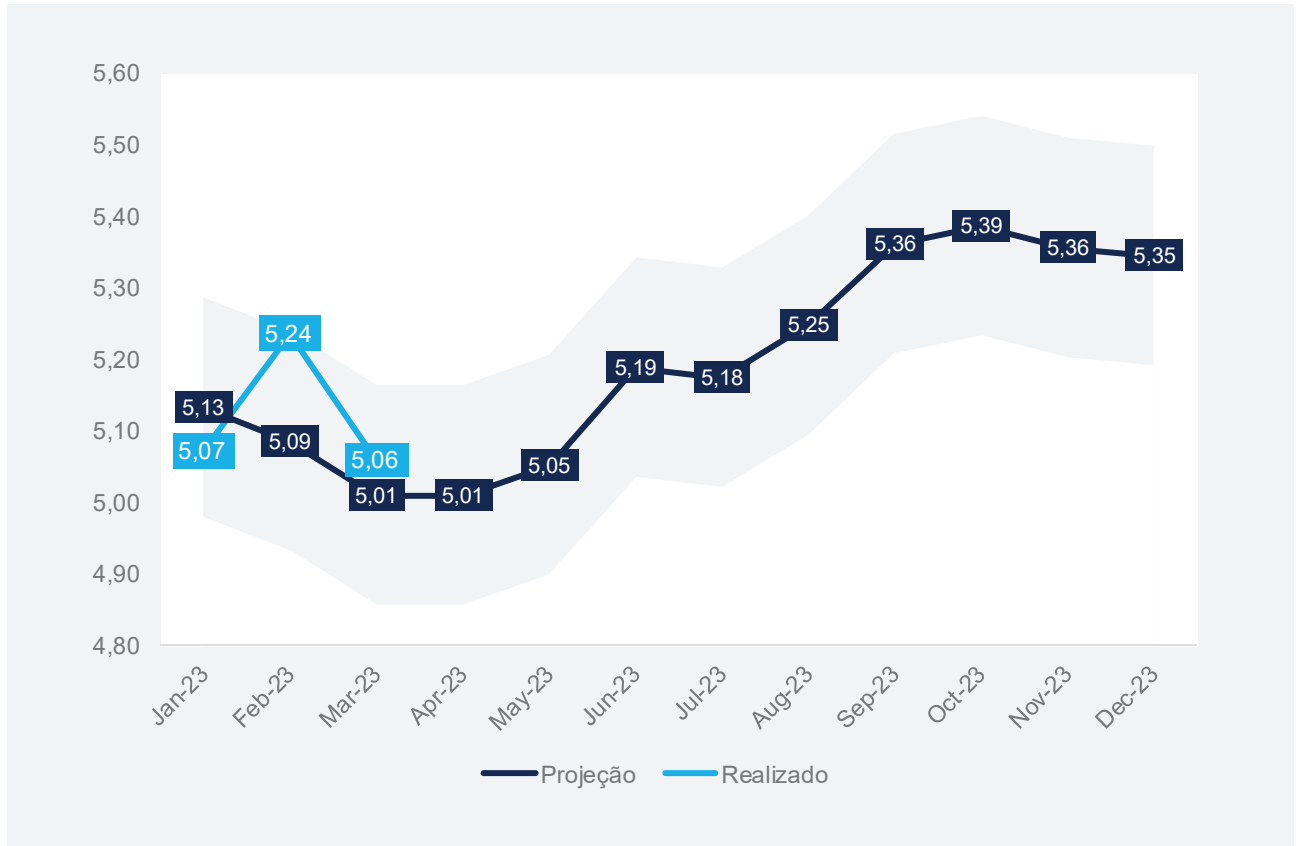
### Histórico de projeções - BTG Pactual



Cenário de Câmbio

# Cenários & projeções alternativas\*

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



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

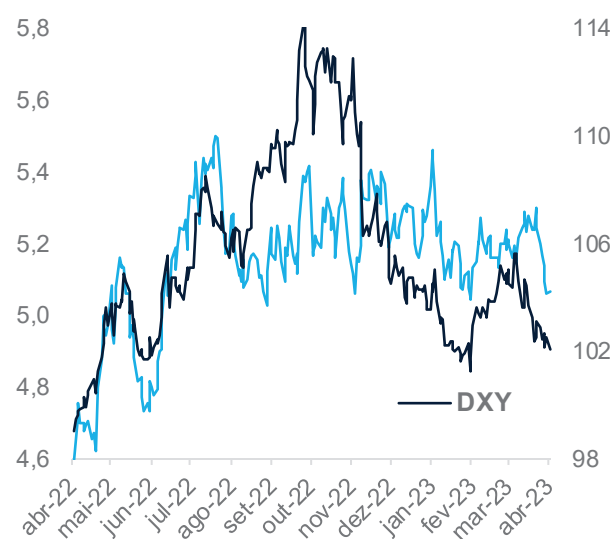
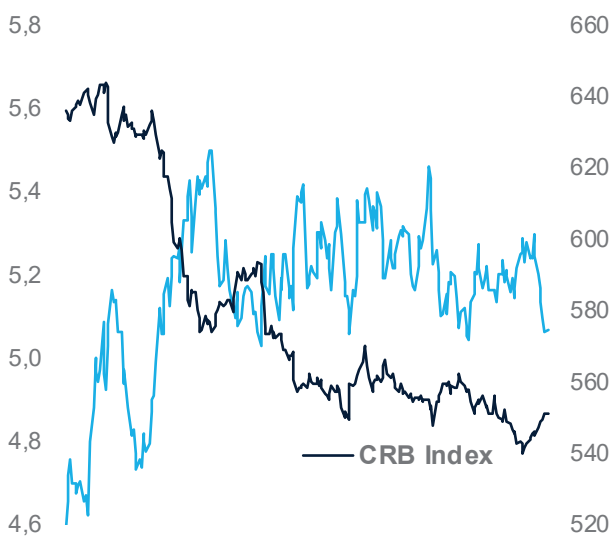
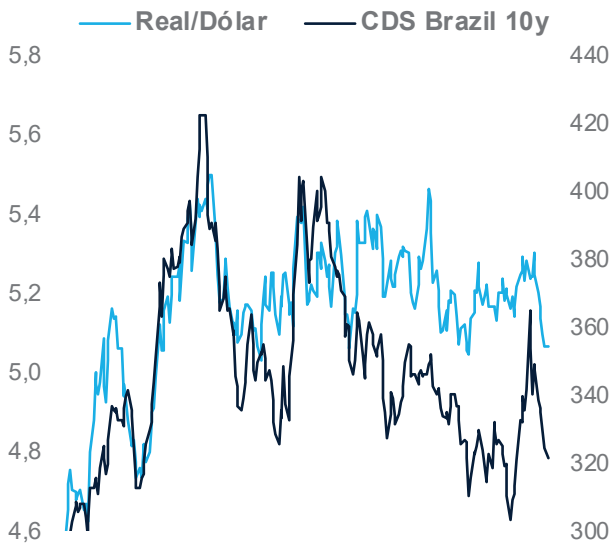


\*números calculados a partir da união entre os dados realizados até 03/04 e os dados projetados com nosso modelo alternativo de alta frequência para 2023

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual, 2023

Cenário de Câmbio

# Dinâmicas de risco, *commodities* e moedas



O CDS Brasil de 10 anos, apesar do quadro de incerteza doméstico, apresentou queda nos últimos dias, explicado majoritariamente pelo quadro global menos adverso. No entanto, a discussão sobre o arcabouço fiscal brasileiro deve promover mudanças no nível atual da métrica de risco do mercado doméstico.

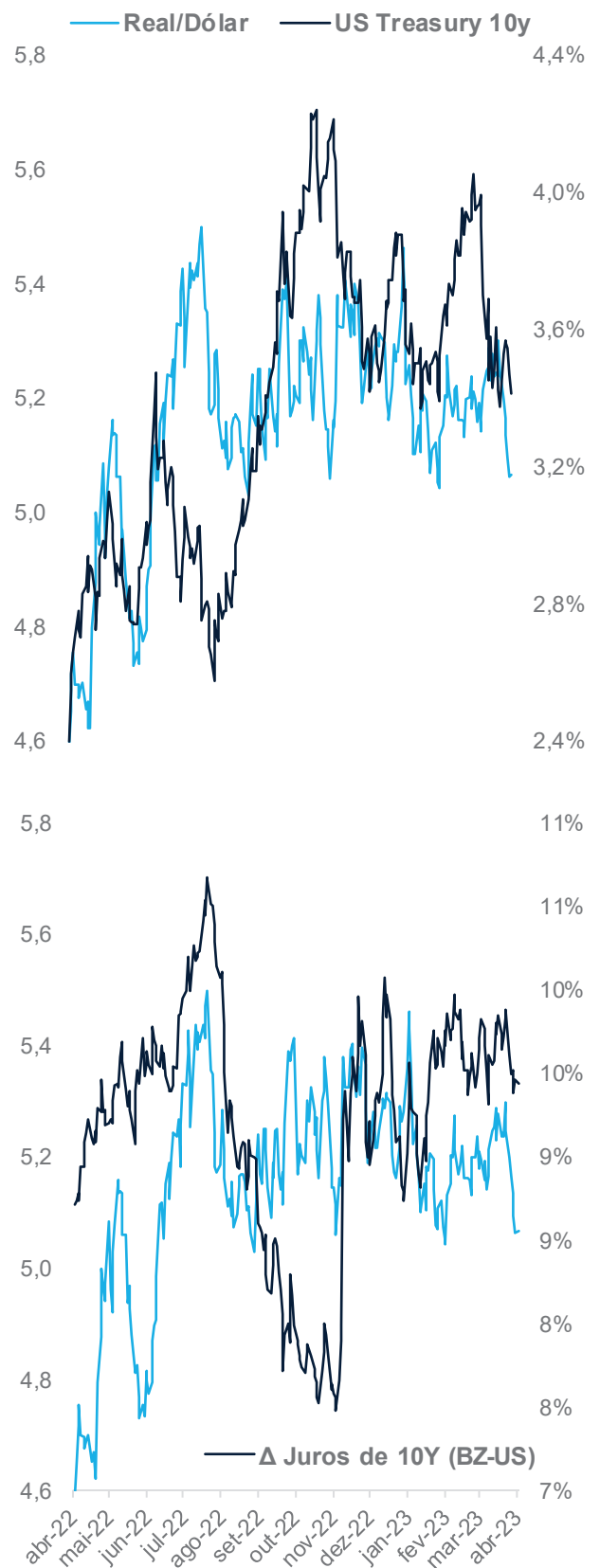
As *commodities* (CRB Index) apresentaram alta nos últimos 30 dias, com a recuperação dos preços do petróleo e o ambiente favorável para metálicas, além do bom desempenho de algumas soft commodities, como o açúcar, por exemplo. Com a decisão da OPEP de promover novo corte na oferta, desta vez de 1mb/d adicionais, o CRB deve seguir em trajetória de recuperação.

O Dólar global (DXY) apresentou enfraquecimento no contexto recente também devido ao esvaziamento do noticiário em relação aos sistemas bancários americano e europeu, além das diversas declarações de membros dos bancos centrais das duas regiões salientando que farão o que for preciso para manter a estabilidade e liquidez do sistema financeiro.

## Cenário de Câmbio

## Dinâmica de juros: EUA e Brasil

Após o posicionamento do FOMC e a evolução recente da situação do setor financeiro, revisamos nosso cenário para um *fed funds rate* terminal de 5,0%-5,25%, com término em maio, mas sem cortes ao longo de 2023. Ambiente ainda é de aperto das condições financeiras e elevada volatilidade. Por outro lado, cabe destacar que o cenário de inflação não melhorou, com surpresas altistas tanto no núcleo do CPI, quanto do PCE, mostrando que o agregado dos dados de inflação reflete uma tendência de um número mais próxima de 4% no final deste ano. Dito isso, o fechamento recente dos vencimentos mais longos pode ser revertido a medida que o quadro de inflação se mostre mais adverso. No Brasil, os vencimentos mais longos apresentaram fechamento com o ambiente mais favorável no mercado internacional, mas também pela expectativa de avanço na discussão do arcabouço fiscal. É verdade que o fechamento da curva se deu antes da apresentação do projeto e o qualitativo ainda está “sub judice”, visto que diversas informações relevantes ainda não estão detalhadas. Portanto, o movimento observado pode ser revertido no curto prazo, mas certamente as negociações dos juros domésticos serão mais voláteis.



## Cenário de Câmbio

# Pares emergentes e exportadores

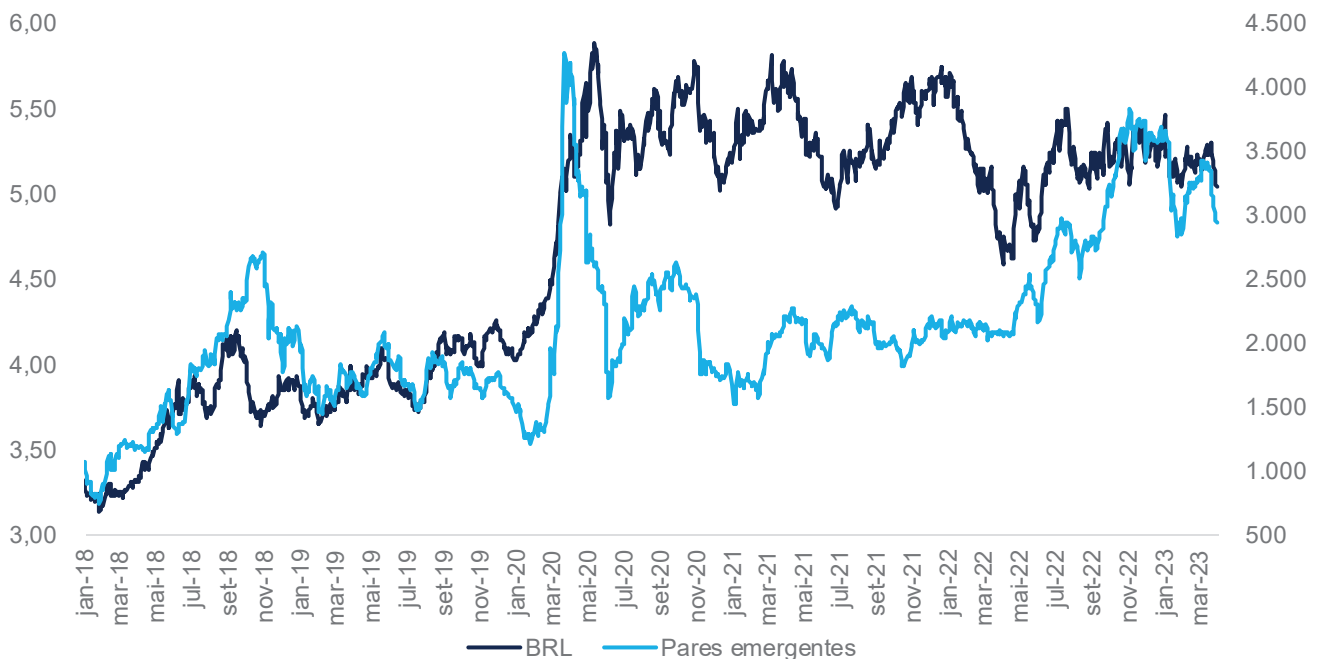
O Real apresentou performance relativamente em linha aos pares emergentes no último mês, o que é explicado pela descompressão de risco global a partir do afastamento do risco no sistema bancário americano e europeu.

### Performance das moedas pares\*

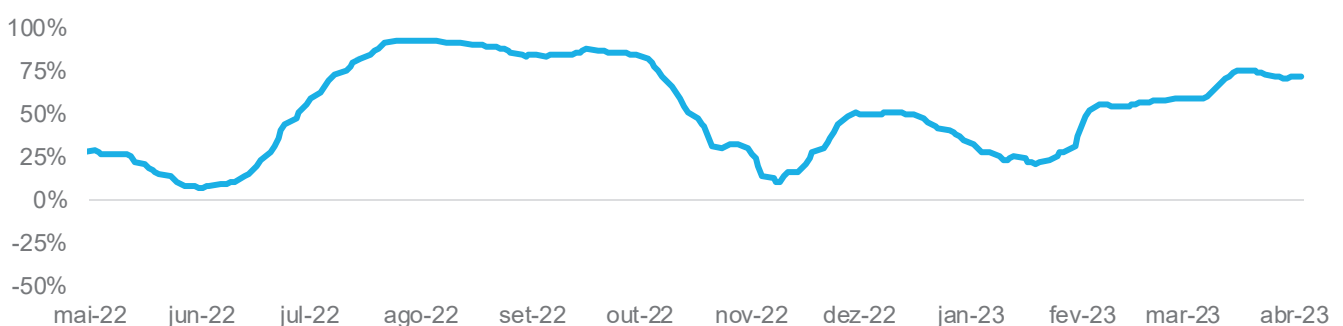
Moeda	03-abr-23	30 dias	12M	2023
Real	5,07	2,5%	-10,3%	4,1%
Peso Argentino	210,36	-6,1%	-88,5%	-18,8%
Peso Chileno	808,88	-0,6%	-3,8%	5,0%
Peso Colombiano	4.604,77	3,8%	-24,3%	5,1%
Peso Mexicano	18,06	-0,6%	8,8%	7,4%
Novo Sol Peruano	3,77	0,4%	-3,4%	1,0%
Renmimbi	6,88	0,4%	-8,1%	0,3%
Rúpia Indiana	82,33	-0,4%	-9,0%	0,5%
Rúpia Indonésia	14.971,00	2,2%	-4,3%	3,9%
Won Sul Coreano	1.316,64	-1,2%	-8,4%	-4,5%
Dólar Búlgaro	1,79	2,4%	-0,6%	1,9%
Florim Húngaro	346,19	2,9%	-3,0%	7,3%
Lira Turca	19,19	-2,1%	-30,7%	-2,6%
Rand Sul-Africano	17,85	1,6%	-22,3%	-4,8%

\*Se positivo, o câmbio apreciou.

### Taxa de câmbio (R\$/US\$) e índice de moedas pares (PCA)



### Correlação entre o Real e as moedas pares



Cenário de Câmbio

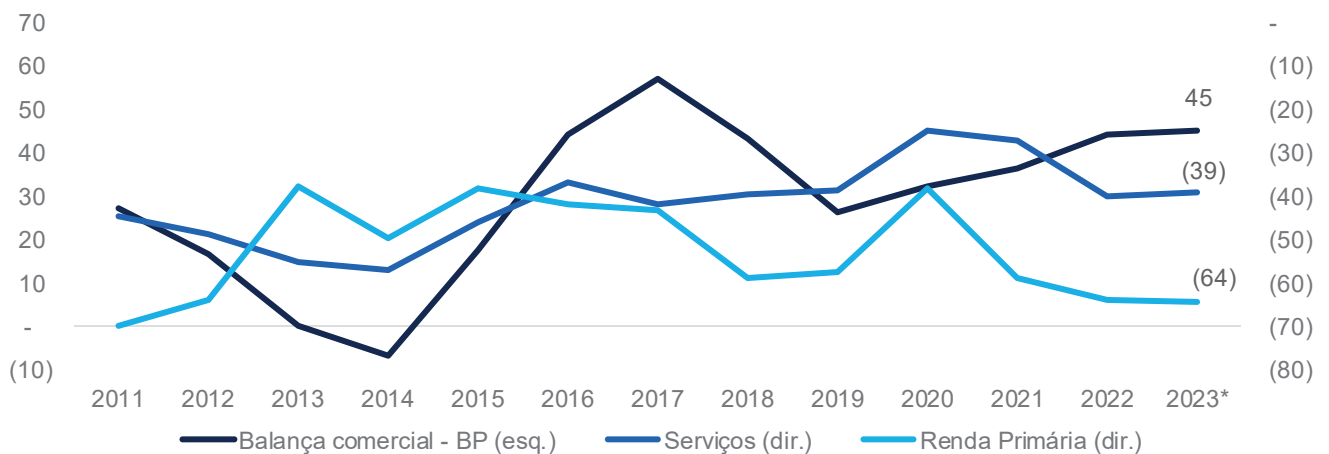
# Balanco de pagamentos

O déficit em transações correntes (TC) de fevereiro, de US\$2,8bilhões, foi muito inferior ao observado em fev/2022 (US\$4,2bilhões). Menores despesas com serviços e lucros e dividendos explicam o número. Em 12 meses, o déficit diminuiu em US\$2 bilhões.

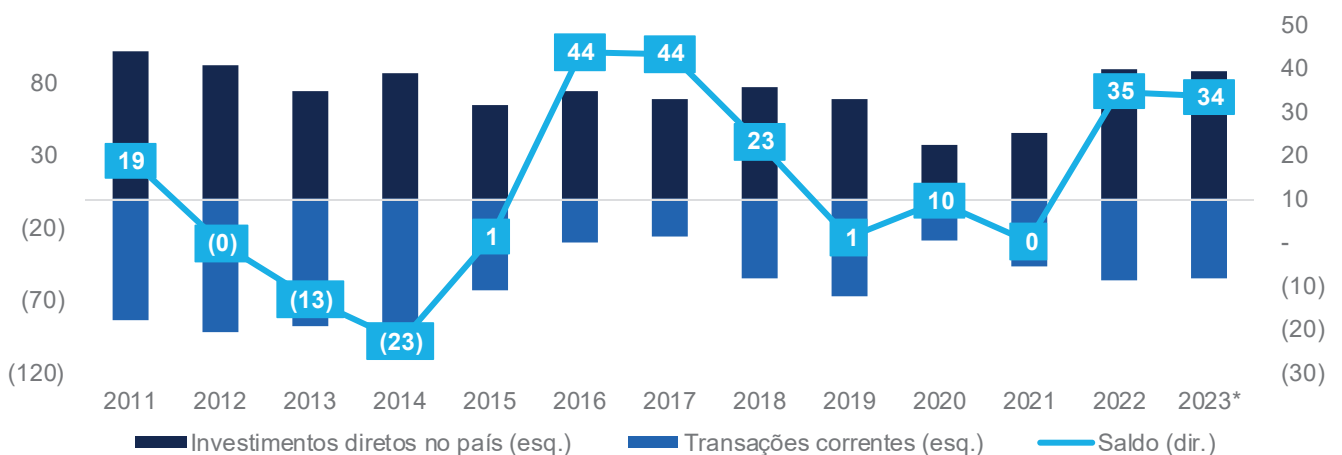
## Balanco de pagamentos – Bilhões US\$

Discriminação	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
<b>Transações correntes</b>	(84)	(93)	(88)	(110)	(63)	(31)	(25)	(55)	(68)	(28)	(46)	(56)	(54)
Balança comercial - BP	28	17	0	(7)	17	45	57	43	27	32	36	44	45
Serviços	(44)	(49)	(55)	(57)	(46)	(37)	(42)	(39)	(38)	(25)	(27)	(40)	(39)
Renda primária	(70)	(64)	(37)	(49)	(38)	(42)	(43)	(59)	(57)	(38)	(59)	(64)	(64)
Renda secundária	3	3	4	3	3	3	2	(0)	1	2	3	4	4
<b>Conta capital</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0
<b>Conta financeira</b>	(89)	(94)	(90)	(109)	(65)	(22)	(20)	(56)	(67)	(16)	(50)	(66)	(64)
Investimentos – ativos	16	12	40	51	5	13	28	9	26	8	42	64	55
Investimentos – passivos	163	125	123	172	75	43	54	70	69	15	106	121	113
Derivativos	(0)	(0)	(0)	2	3	(1)	1	3	2	5	(1)	(2)	(2)
Ativos de reserva	59	19	(6)	11	2	9	5	3	(26)	(14)	14	(7)	(4)
<b>Erros e omissões</b>	(6)	(1)	(2)	1	(2)	8	5	(1)	0	8	(4)	(11)	(10)

## Transações correntes – Bilhões US\$



## Saldo em transações correntes e investimento estrangeiro direto – Bilhões US\$



\*Acumulado nos últimos 12 meses até fevereiro



Cenário de Câmbio

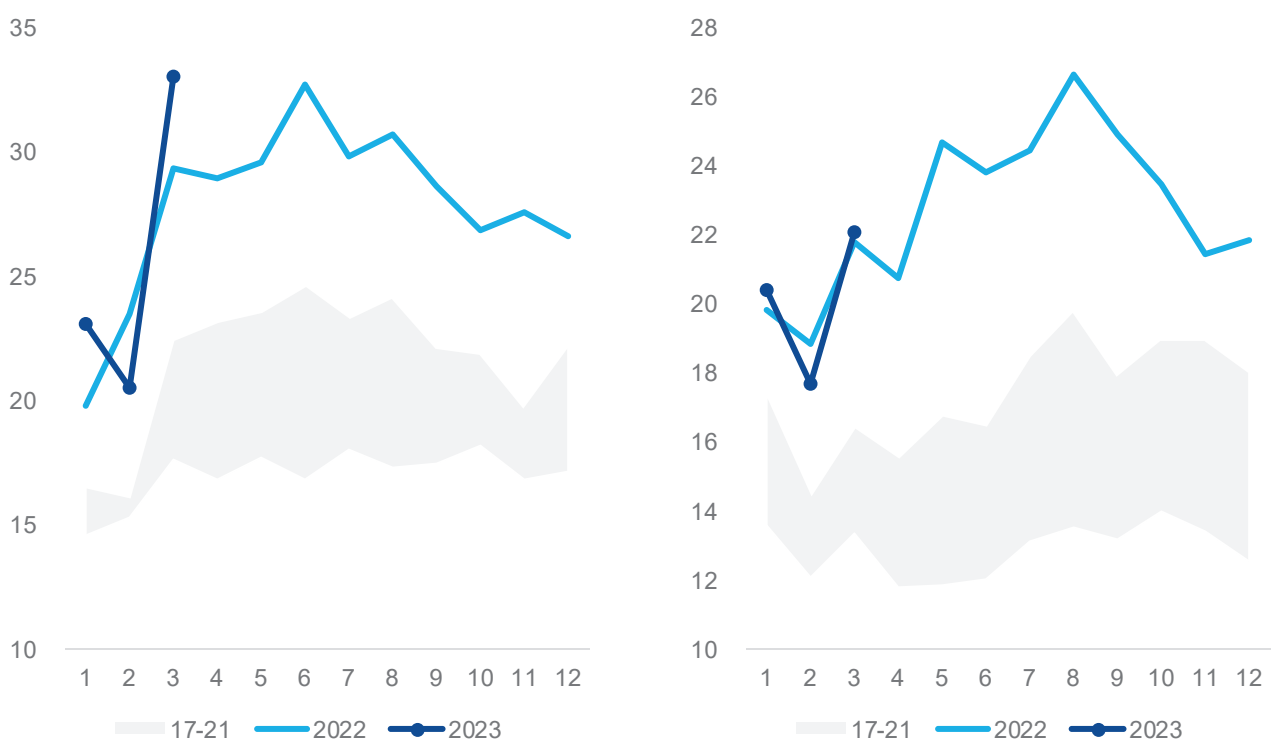
# Balança comercial

O superávit de US\$11,0 bilhões em março, bastante acima do observado no mesmo período do ano passado e recorde para o mês, foi explicado pela aceleração nas exportações de petróleo, milho e soja, que devem manter força nos próximos meses.

## Balança Comercial critério Secex – milhões US\$

	US\$ Milhão		Mil toneladas		Mil ton. por média/dia		Var. (%) Por média/dia	
	mar-23	mar-22	mar-23	mar-22	mar-23	mar-22	Valor US\$	Toneladas
<b>Exportações</b>	<b>33,060.3</b>	<b>29,422.3</b>	<b>69,346.9</b>	<b>60,934.6</b>	<b>3,015.1</b>	<b>2,769.8</b>		
A - Agropecuária	9,022.7	8,115.8	15,993.6	13,736.4	695.4	624.4	6.3%	11.4%
B - Indústria Extrativa	8,504.9	6,745.9	39,908.6	35,043.9	1,735.2	1,592.9	20.6%	8.9%
C - Indústria de Transformação	15,352.4	14,448.5	13,248.6	12,066.0	576.0	548.5	1.6%	5.0%
D - Outros Produtos	180.3	112.2	196.1	88.4	8.5	4.0	53.7%	112.3%
<b>Importações</b>	<b>22,104.3</b>	<b>21,809.1</b>	<b>14,252.5</b>	<b>13,475.2</b>	<b>619.7</b>	<b>612.5</b>		
A - Agropecuária	424.9	505.9	663.4	941.1	28.8	42.8	-19.7%	-32.6%
B - Indústria Extrativa	1,432.4	1,797.9	3,822.1	4,147.8	166.2	188.5	-23.8%	-11.9%
C - Indústria de Transformação	20,061.2	19,341.7	9,719.5	8,348.9	422.6	379.5	-0.8%	11.4%
D - Outros Produtos	185.7	163.7	47.6	37.5	2.1	1.7	8.5%	21.5%
<b>Saldo</b>	<b>10,956.0</b>	<b>7,613.2</b>	<b>55,094.5</b>	<b>47,459.3</b>	<b>2,395.4</b>	<b>2,157.2</b>		
A - Agropecuária	8,597.8	7,609.9	15,330.3	12,795.3	666.5	581.6		
B - Indústria Extrativa	7,072.5	4,948.0	36,086.5	30,896.0	1,569.0	1,404.4		
C - Indústria de Transformação	(4,708.9)	(4,893.2)	3,529.2	3,717.1	153.4	169.0		
D - Outros Produtos	(5.4)	(51.5)	148.5	50.9	6.5	2.3		

## Balança comercial mensal – Exportações e Importações (Bilhões US\$)



Cenário de Câmbio

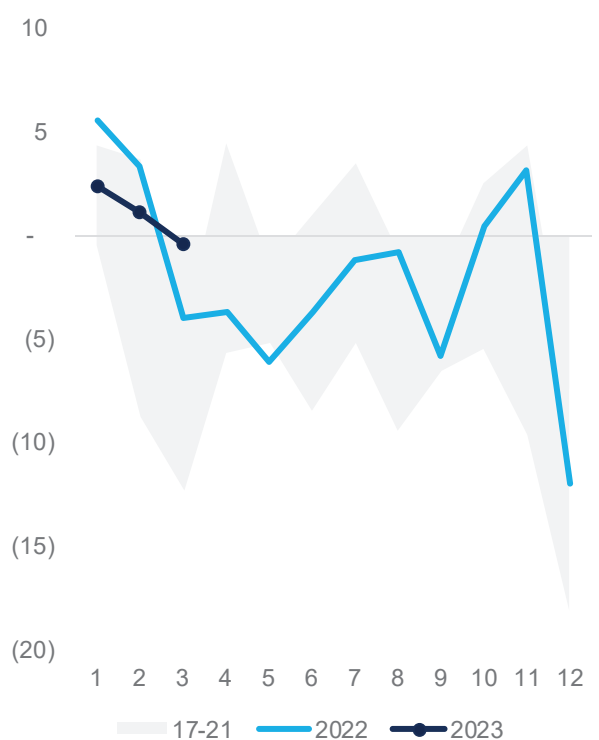
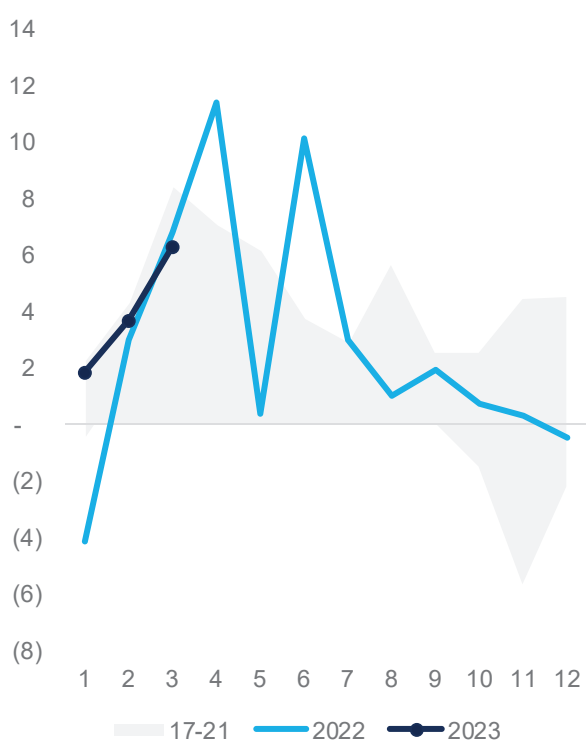
# Fluxo cambial

O fluxo pelo segmento financeiro neste mês até o dia 24 está deficitário em US\$0,4 bilhão, boa parte pelas saídas no mercado de ações, enquanto o comercial apresenta superávit de US\$6,4 bilhões, resultando no melhor resultado para o mês desde 2011.

## Fluxo cambial contratado – Bilhões US\$

	Comercial			Financeiro			Saldo total
	Exportação	Importação	Saldo	Compras	Vendas	Saldo	
2011	251.18	207.24	43.95	394.00	372.67	21.33	65.28
2012	224.61	216.24	8.37	391.55	383.17	8.38	16.75
2013	232.92	221.79	11.13	451.74	475.14	-23.40	-12.26
2014	222.27	218.14	4.14	513.20	526.62	-13.42	-9.29
2015	181.66	156.17	25.49	522.73	538.80	-16.07	9.42
2016	173.59	126.28	47.31	448.39	499.95	-51.56	-4.25
2017	195.61	142.69	52.93	482.72	535.02	-52.30	0.63
2018	226.82	179.08	47.74	524.66	573.39	-48.73	-0.99
2019	196.39	178.92	17.47	560.74	622.98	-62.24	-44.77
2020	192.35	169.10	23.25	485.10	536.27	-51.17	-27.92
2021	225.25	215.44	9.80	540.72	544.39	-3.67	6.13
2022	272.41	238.13	34.29	591.89	616.60	-24.72	9.57
YTD 23	61.17	49.31	11.86	125.98	122.90	3.08	14.94

## Fluxo cambial mensal – saldo comercial e financeiro (Bilhões US\$)



# Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse

[www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)