



8 de maio de 2023

# Cenário de Câmbio

## Macro Strategy

Leonardo Paiva, CFA  
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

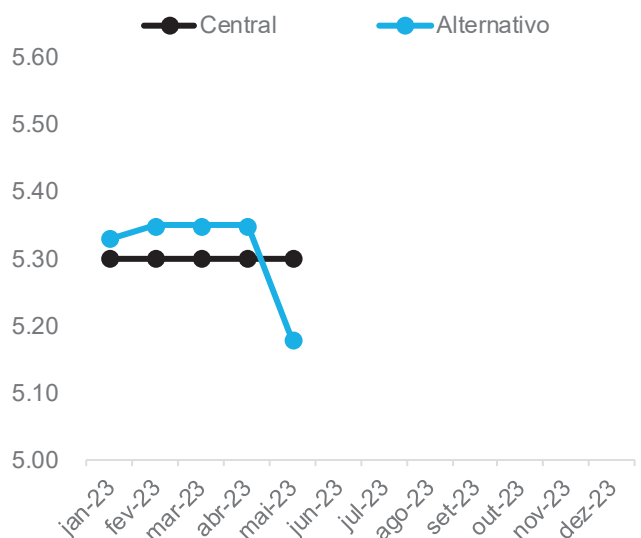
## Enforcement fiscal pode ajudar o Real

O Real apresentou estabilidade desde o nosso último relatório, o que pode ser explicado por um ambiente global menos adverso e por uma conjuntura doméstica sem novidades suficientes para alterar o patamar de negociação da moeda.

No campo internacional, o foco do último encontro do FOMC foi direcionado para a estabilidade financeira em detrimento da ancoragem da inflação. Powell destacou a moderação do crescimento econômico e o aperto das condições financeiras amplas que devem reduzir o *momentum* da economia. Embora Powell tenha afirmado que a evolução dos salários não é o principal driver da inflação, ele destacou a influência na dinâmica de preços no setor de serviços ex-habitação. O comunicado trouxe uma mudança importante, retirando o trecho que buscava calibrar a política monetária para um posicionamento "suficientemente restritivo", e sinalizando que o comitê irá considerar o aperto acumulado da política monetária para determinar a extensão adicional apropriada. Powell deixou implícito que o comitê enxerga uma política monetária que já estaria próxima ou efetivamente até restritiva o suficiente para a convergência da inflação à meta de 2%. Nossa expectativa é de uma pausa no ciclo de juros, mas sem cortes ao longo de 2023, diferente da precificação de mercado.

A economia doméstica tem experimentado um noticiário relativamente estável, mas o balanço de riscos ainda é marcado por discussões que podem impactar o Real. Em maio, a tramitação do projeto do novo arcabouço fiscal no Congresso será o destaque, e há otimismo da classe política em relação à sua aprovação. Espera-se que o projeto apresente melhorias qualitativas focadas nos mecanismos de *enforcement* durante o debate na Câmara dos Deputados, o que pode contribuir para a formação de um quadro interno compatível com uma taxa de câmbio mais apreciada. Considerando isso, nossa estimativa para a taxa de câmbio no final de 2023 segue R\$/US\$ 5,30, agora com viés baixista, considerando a possível descompressão de risco com o avanço da discussão do arcabouço fiscal. Não obstante, pode haver aversão ao risco e enfraquecimento do Real se a discussão sobre a meta de inflação no Conselho Monetário Nacional avançar sobre uma alteração altista.

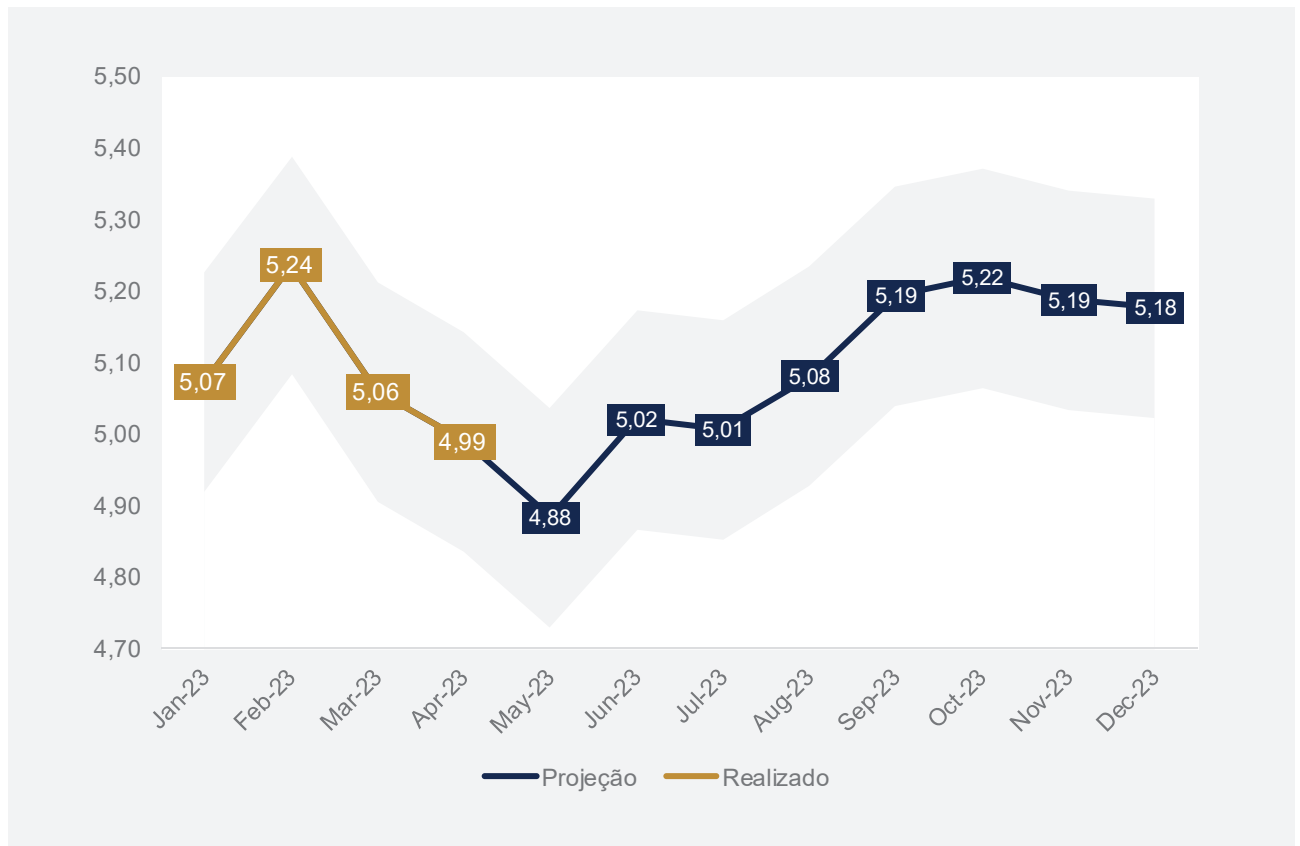
### Histórico de projeções - BTG Pactual



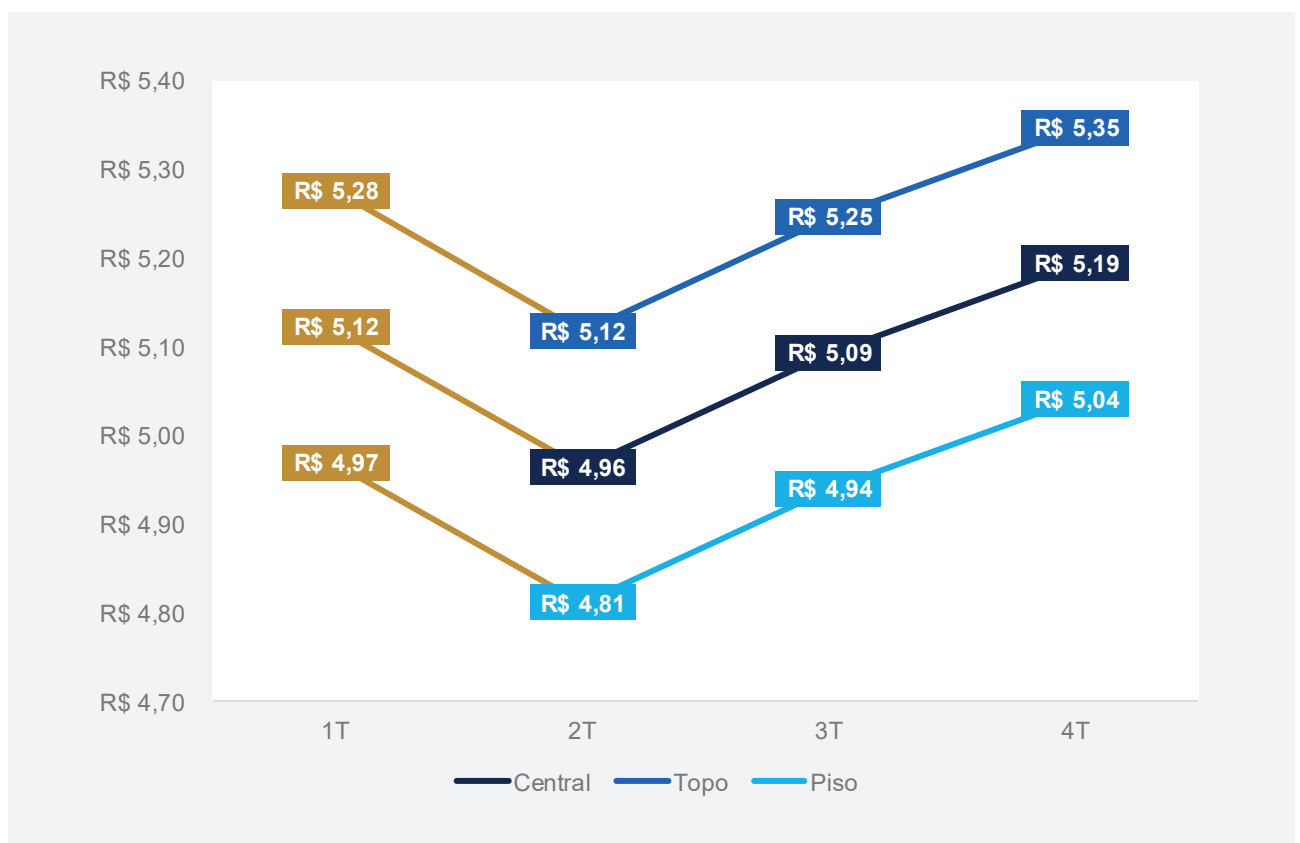
Cenário de Câmbio

# Cenários & projeções alternativas\*

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



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

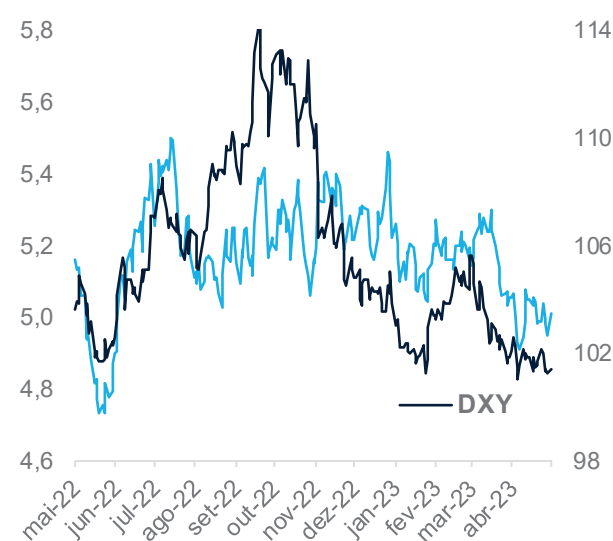
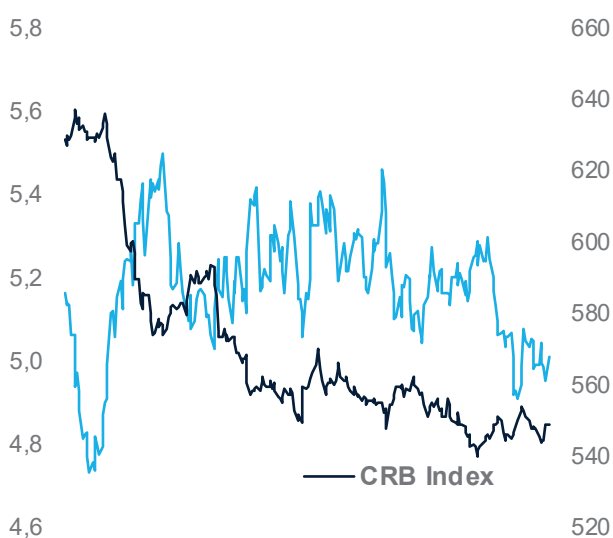
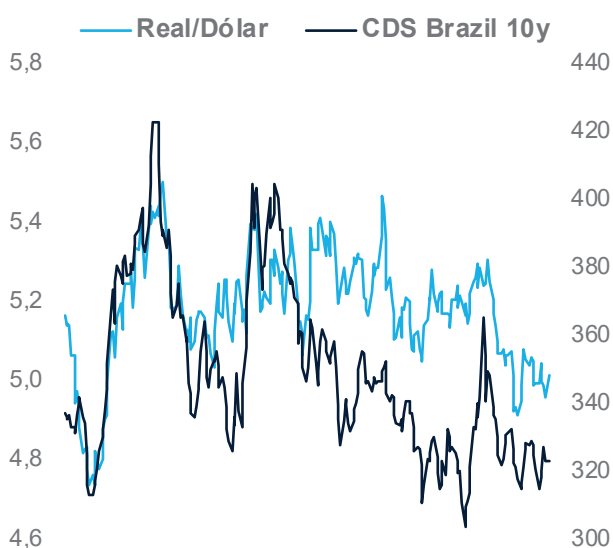


\*números calculados a partir da união entre os dados realizados até 05/05 e os dados projetados com nosso modelo alternativo de alta frequência para 2023

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual, 2023

Cenário de Câmbio

# Dinâmicas de risco, *commodities* e moedas



O CDS Brasil de 10 anos apresentou maior volatilidade nas últimas semanas, mas ainda com tendência de queda. O avanço da discussão do novo arcabouço fiscal está sendo responsável por direcionar a precificação de risco da economia doméstica, o que nos leva a esperar que a volatilidade continue sendo a tônica nos próximos meses.

As commodities (CRB Index) apresentaram queda nos últimos 30 dias, principalmente devido ao enfraquecimento do petróleo e do minério de ferro. O pessimismo em relação à demanda foi responsável por direcionar esse movimento, considerando que a oferta do petróleo segue deficitária e a do minério de ferro estável.

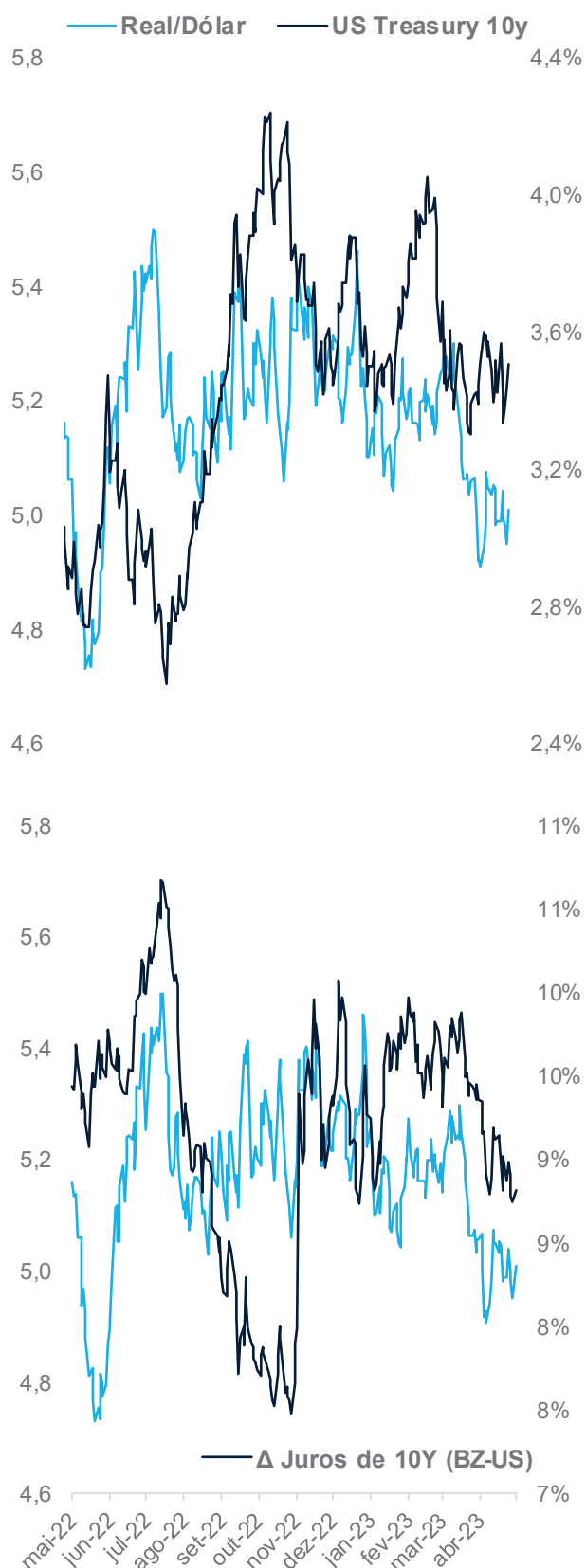
O Dólar global (DXY) apresentou enfraquecimento no contexto recente, em boa parte devido ao possível encerramento do ciclo de ajustes altistas na *fed funds rate*, em consonância com a manutenção do avanço do ciclo de ajustes do ECB. Nesse ambiente, vemos um cenário mais desafiador para o DXY, sobretudo devido à maior possibilidade de surpresas no caso europeu, o que por consequência dá suporte ao Euro.

Cenário de Câmbio

# Dinâmica de juros: EUA e Brasil

Embora o mercado esteja precificando cortes de juros nos EUA a partir do segundo semestre deste ano, ainda vemos pouco espaço e apetite para esse movimento por parte do FOMC, especialmente dada a persistência do aperto no mercado de trabalho e das expectativas de inflação ainda fora da meta. A assimetria na curva de juros ainda é altista e pode abrir oportunidades para aplicações e alongamento das estratégias no futuro. A expectativa é de que o cenário de elevada volatilidade nos vencimentos mais longos da curva seja mantido, conforme observado no contexto recente.

No Brasil, na esteira do avanço da discussão do novo Arcabouço Fiscal, os vencimentos intermediários e longos da curva de juros apresentaram, novamente, fechamento em baixa. O avanço da discussão do tema nas próximas semanas pode contrariar um futuro mais volátil, mas acreditamos que a tendência é que as taxas sigam sendo negociadas em patamares mais baixos do que os observados no primeiro trimestre deste ano.



# Pares emergentes e exportadores

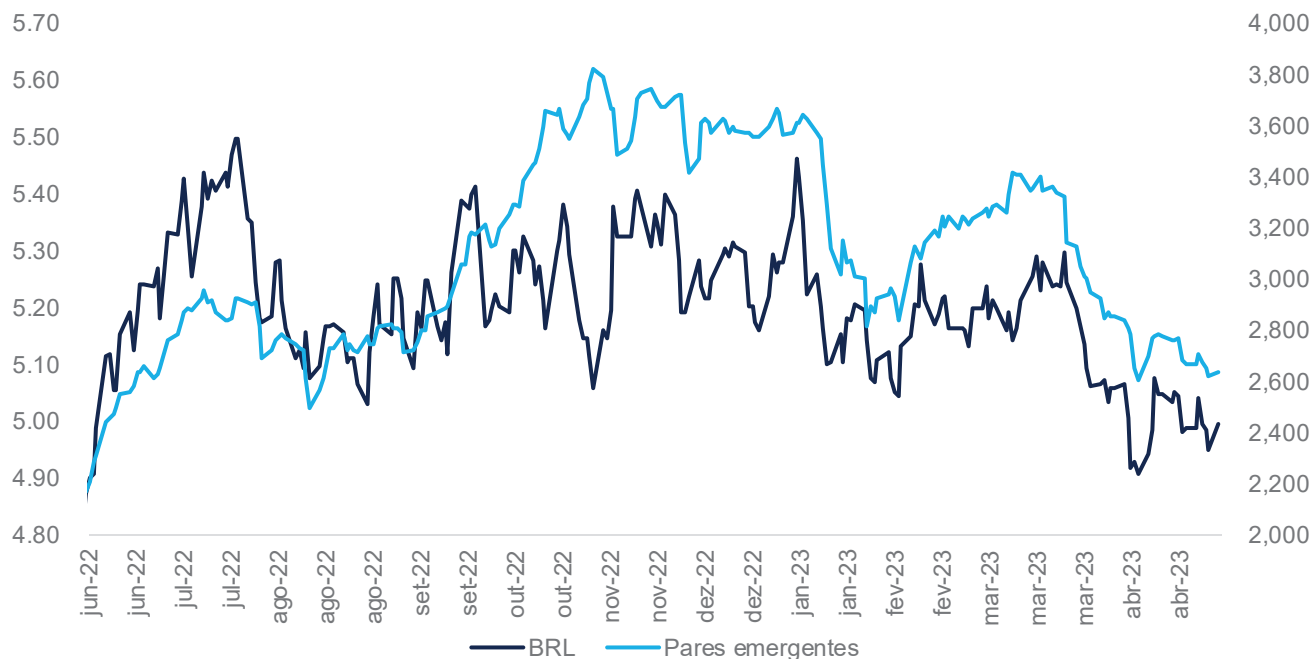
No último mês, o desempenho do Real foi relativamente semelhante ao de outras moedas de países emergentes, o que se explica pela redução do risco no sistema bancário global e por dados mistos de atividade econômica nos Estados Unidos.

## Performance das moedas pares\*

Moeda	08-mai-23	30 dias	12M	2023
Real	5,01	1,1%	2,9%	5,1%
Peso Argentino	227,60	-6,9%	-94,9%	-28,5%
Peso Chileno	797,35	2,6%	8,2%	6,3%
Peso Colombiano	4.508,60	1,0%	-10,2%	7,1%
Peso Mexicano	17,80	2,0%	12,7%	8,7%
Novo Sol Peruano	3,71	2,0%	3,0%	2,6%
Renmimbi	6,91	-0,4%	-2,9%	-0,2%
Rúpia Indiana	81,80	0,2%	-5,6%	1,1%
Rúpia Indonésia	14.711,00	1,3%	-0,9%	5,5%
Won Sul Coreano	1.321,07	-0,1%	-3,7%	-4,8%
Dólar Búlgaro	1,78	1,2%	4,0%	2,8%
Florim Húngaro	338,18	2,1%	6,2%	9,4%
Lira Turca	19,51	-1,2%	-29,3%	-4,3%
Rand Sul-Africano	18,33	1,0%	-13,2%	-7,6%

\*Se positivo, o câmbio apreciou.

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



## Correlação entre o Real e as moedas pares



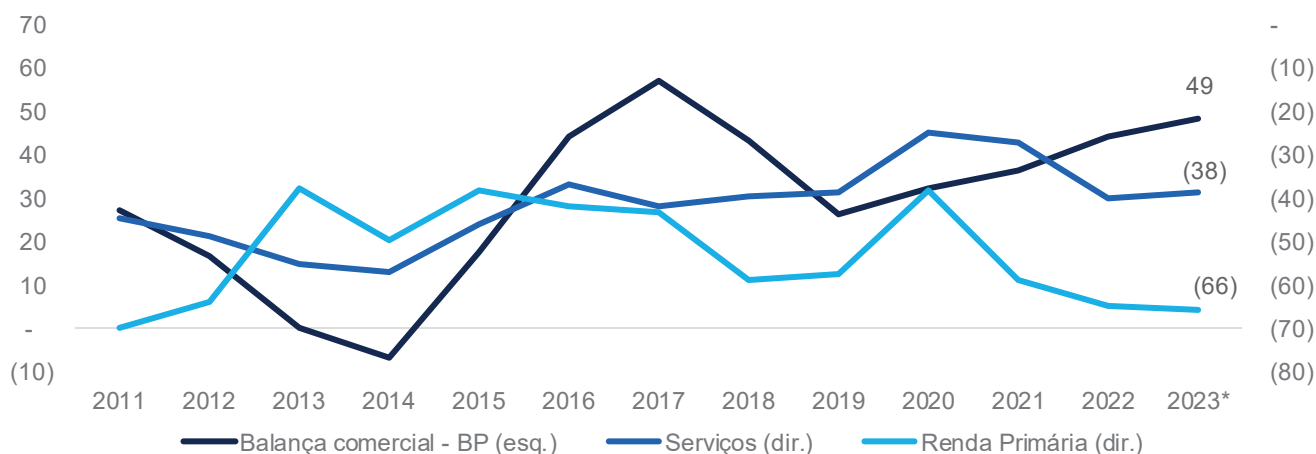
# Balanzo de pagamentos

O superávit de US\$0,3 bilhão em transações correntes (TC) em março foi o melhor para o mês desde 2006. No 1T23, o déficit em TC diminuiu 30% em relação ao mesmo período de 2022. A melhora ocorreu principalmente devido ao maior superávit comercial.

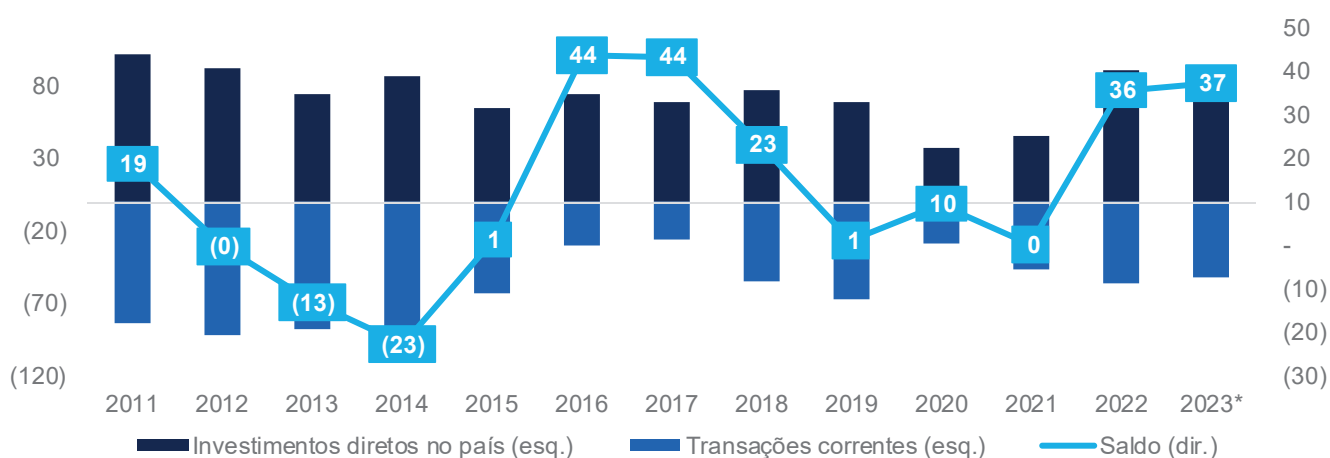
## Balanzo de pagamentos – Bilhões US\$

Discriminação	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
<b>Transações correntes</b>	<b>(84)</b>	<b>(93)</b>	<b>(88)</b>	<b>(110)</b>	<b>(63)</b>	<b>(31)</b>	<b>(25)</b>	<b>(55)</b>	<b>(68)</b>	<b>(28)</b>	<b>(46)</b>	<b>(57)</b>	<b>(52)</b>
Balança comercial - BP	28	17	0	(7)	17	45	57	43	27	32	36	44	49
Serviços	(44)	(49)	(55)	(57)	(46)	(37)	(42)	(39)	(38)	(25)	(27)	(40)	(38)
Renda primária	(70)	(64)	(37)	(49)	(38)	(42)	(43)	(59)	(57)	(38)	(59)	(65)	(66)
Renda secundária	3	3	4	3	3	3	2	(0)	1	2	3	4	3
<b>Conta capital</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Conta financeira</b>	<b>(89)</b>	<b>(94)</b>	<b>(90)</b>	<b>(109)</b>	<b>(65)</b>	<b>(22)</b>	<b>(20)</b>	<b>(56)</b>	<b>(67)</b>	<b>(16)</b>	<b>(50)</b>	<b>(58)</b>	<b>(50)</b>
Investimentos – ativos	16	12	40	51	5	13	28	9	26	8	42	75	64
Investimentos – passivos	163	125	123	172	75	43	54	70	69	15	106	124	115
Derivativos	(0)	(0)	(0)	2	3	(1)	1	3	2	5	(1)	(2)	(1)
Ativos de reserva	59	19	(6)	11	2	9	5	3	(26)	(14)	14	(7)	2
<b>Erros e omissões</b>	<b>(6)</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>(1)</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>(4)</b>	<b>(2)</b>	<b>2</b>

## Transações correntes – Bilhões US\$



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



\*Acumulado nos últimos 12 meses até março de 2023.



Cenário de Câmbio

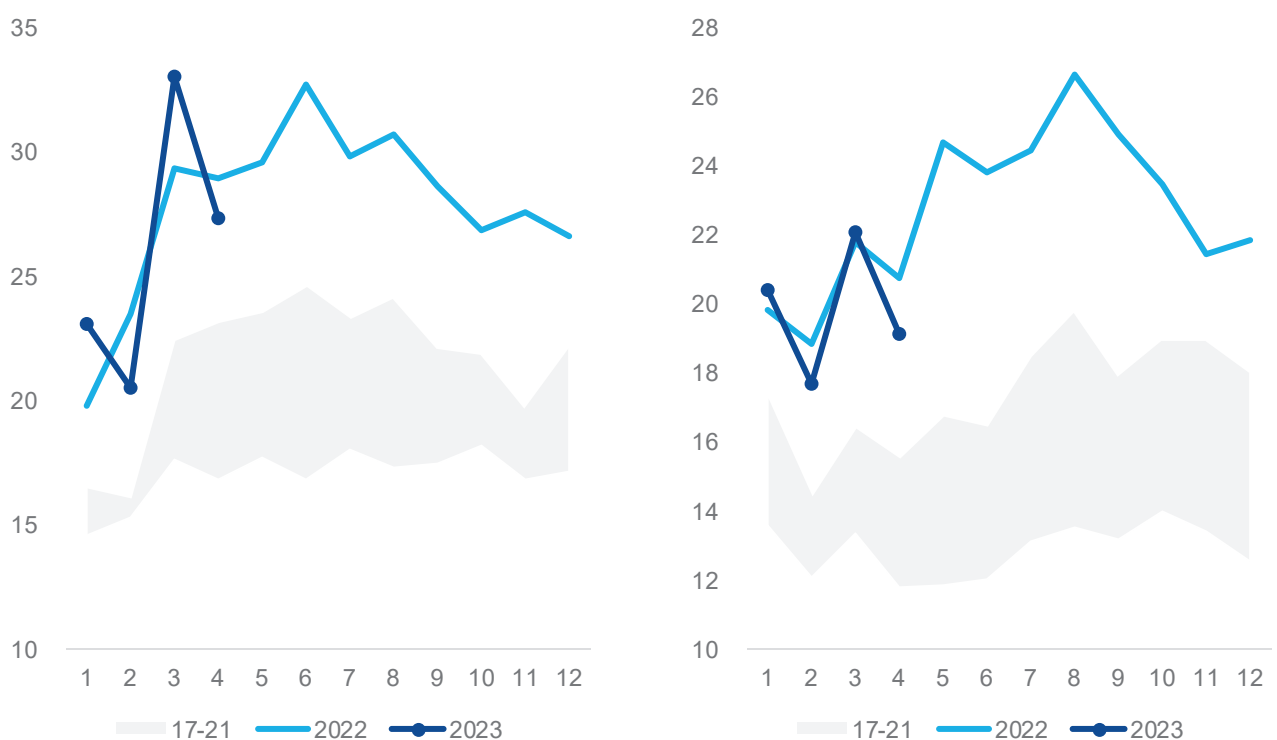
# Balança comercial

A balança comercial registrou superávit de US\$ 8,2 bilhões em abril, número similar ao de abril de 2021. No acumulado do ano até abril, o superávit foi 18% superior ao do mesmo período de 2021, sobretudo devido à queda das importações.

## Balança Comercial critério Secex – milhões US\$

	US\$ Milhão		Mil toneladas		Mil ton. por média/dia		Var. (%) Por média/dia	
	abr-23	abr-22	abr-23	abr-22	abr-23	abr-22	Valor US\$	Toneladas
<b>Exportações</b>	<b>27,365.0</b>	<b>28,969.7</b>	<b>58,399.0</b>	<b>55,211.3</b>	<b>3,244.4</b>	<b>2,905.9</b>		
A - Agropecuária	8,861.9	8,224.3	15,685.6	12,844.1	871.4	676.0	13.7%	28.9%
B - Indústria Extrativa	5,227.4	5,907.7	31,716.4	29,938.0	1,762.0	1,575.7	-6.6%	11.8%
C - Indústria de Transformação	13,052.6	14,702.2	10,717.1	12,302.8	595.4	647.5	-6.3%	-8.0%
D - Outros Produtos	223.1	135.6	280.0	126.4	15.6	6.7	73.7%	133.8%
<b>Importações</b>	<b>19,140.2</b>	<b>20,742.9</b>	<b>13,199.6</b>	<b>13,563.8</b>	<b>733.3</b>	<b>713.9</b>		
A - Agropecuária	346.8	478.4	501.7	970.1	27.9	51.1	-23.5%	-45.4%
B - Indústria Extrativa	1,618.2	1,422.4	4,000.7	3,161.5	222.3	166.4	20.1%	33.6%
C - Indústria de Transformação	17,009.3	18,684.9	8,655.2	9,396.8	480.8	494.6	-3.9%	-2.8%
D - Outros Produtos	166.0	157.2	41.9	35.5	2.3	1.9	11.4%	24.7%
<b>Saldo</b>	<b>8,224.8</b>	<b>8,226.8</b>	<b>45,199.4</b>	<b>41,647.4</b>	<b>2,511.1</b>	<b>2,192.0</b>		
A - Agropecuária	8,515.1	7,745.8	15,183.8	11,874.0	843.5	624.9		
B - Indústria Extrativa	3,609.3	4,485.2	27,715.7	26,776.5	1,539.8	1,409.3		
C - Indústria de Transformação	(3,956.7)	(3,982.7)	2,061.9	2,906.0	114.5	152.9		
D - Outros Produtos	57.1	(21.6)	238.0	90.9	13.2	4.8		

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



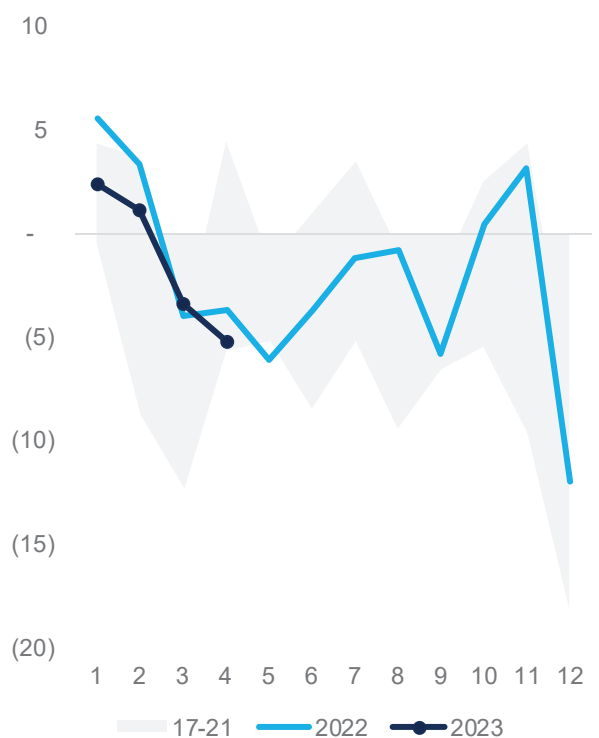
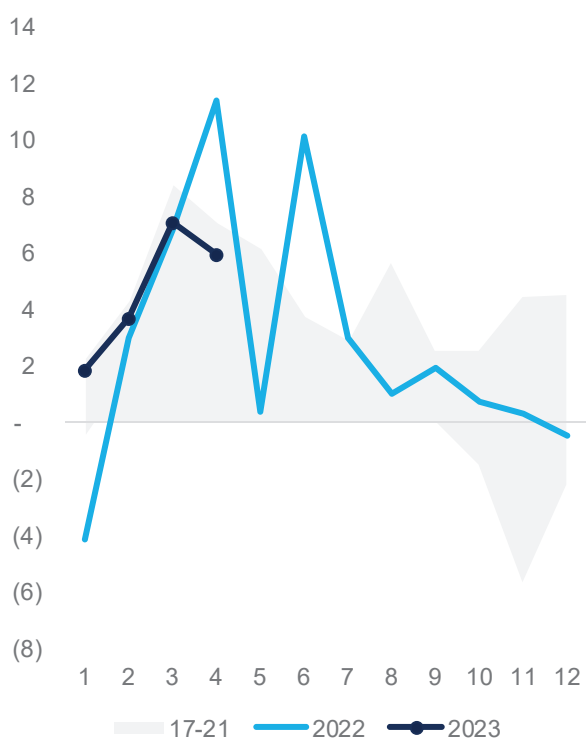
# Fluxo cambial

O resultado do mês foi abaixo do registrado em anos anteriores, devido ao elevado déficit financeiro. O fluxo comercial desacelerou em abril em função da apreciação do Real, o que levou os exportadores a postergarem o fechamento dos contratos de câmbio.

## 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	92.77	74.11	18.66	180.28	185.40	-5.12	13.54

## 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)