



Cenário de Câmbio

Novembro 2024

30 de outubro de 2024

BTG Pactual Macro Strategy

Álvaro Frasson
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Arthur Mota
Miami – BTG Pactual US Capital LLC

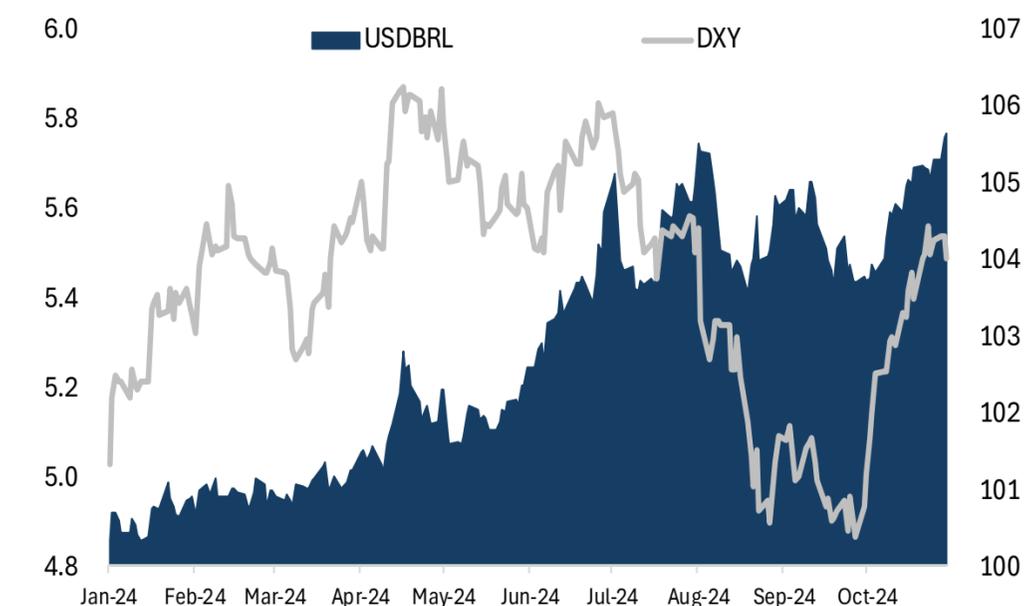
Victor Amaral
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.



Internacional: USD volta a ganhar força no mundo. Outubro foi marcado por um movimento de correção dos mercados de renda fixa, especialmente em relação aos próximos passos do ciclo de política monetária nos EUA para o 4T24 e 2025. Desde a decisão *dovish* do Fed em setembro, a divulgação de dados mais fortes do que o esperado resultou na redução dos temores sobre uma desaceleração acentuada do mercado de trabalho, aumentando as expectativas de um soft landing, além de reforçar a necessidade de vigilância sobre a inflação. Como consequência, o mercado não apenas convergiu para o nosso cenário-base de cortes no restante de 2024 (2x25), como também para nossa taxa terminal de 3,4% a.a. em 2025. Por sua vez, na Zona do Euro, os dados de atividade e inflação mais fracos alteraram o script de cortes trimestrais do ECB, que reduziu suas três de suas principais taxas de juros em 25 bps em outubro. Como resultado, os fundamentos macro apoiaram a valorização do DXY durante o mês, tanto via diferencial de juros mais atrativo quanto por melhores perspectivas de crescimento. Desse modo, **elevamos nossa projeção para o DXY ao final de 2024 para 105,1 pts, com um viés altista para novembro**, refletindo a manutenção de um *carry* atrativo, juntamente ao avanço de Trump na corrida eleitoral, reforçando expectativas de políticas tarifárias que favoreçam a valorização da moeda americana.

Brasil: credibilidade econômica em xeque enfraquece Real. No cenário local, o diferencial de juros atrativo, mesmo em meio ao novo ciclo de alta promovido pelo Banco Central, não foi suficiente para sustentar a tendência de valorização do real observada em setembro. Em paralelo aos fatores externos mencionados, a atividade econômica doméstica segue aquecida, impulsionada principalmente pelo consumo das famílias, que tem demonstrado resiliência frente aos níveis historicamente baixos de desemprego. Essa dinâmica tem dificultado uma desaceleração mais acentuada da inflação de serviços, contribuindo para a desancoragem das expectativas inflacionárias. Assim, cresce a necessidade de um anúncio, por parte do governo, de medidas fiscais mais robustas. No entanto, a ausência de iniciativas significativas até os últimos dias de outubro tem sido determinante para explicar a pressão negativa sobre o real, mesmo em um contexto global marcado pelo fortalecimento do dólar. **Diante disso, elevamos nossa projeção de taxa de câmbio para R\$ 5,50/US\$ em 2024.**

Real vs DXY: desempenho em 2024



Monitor de Câmbio

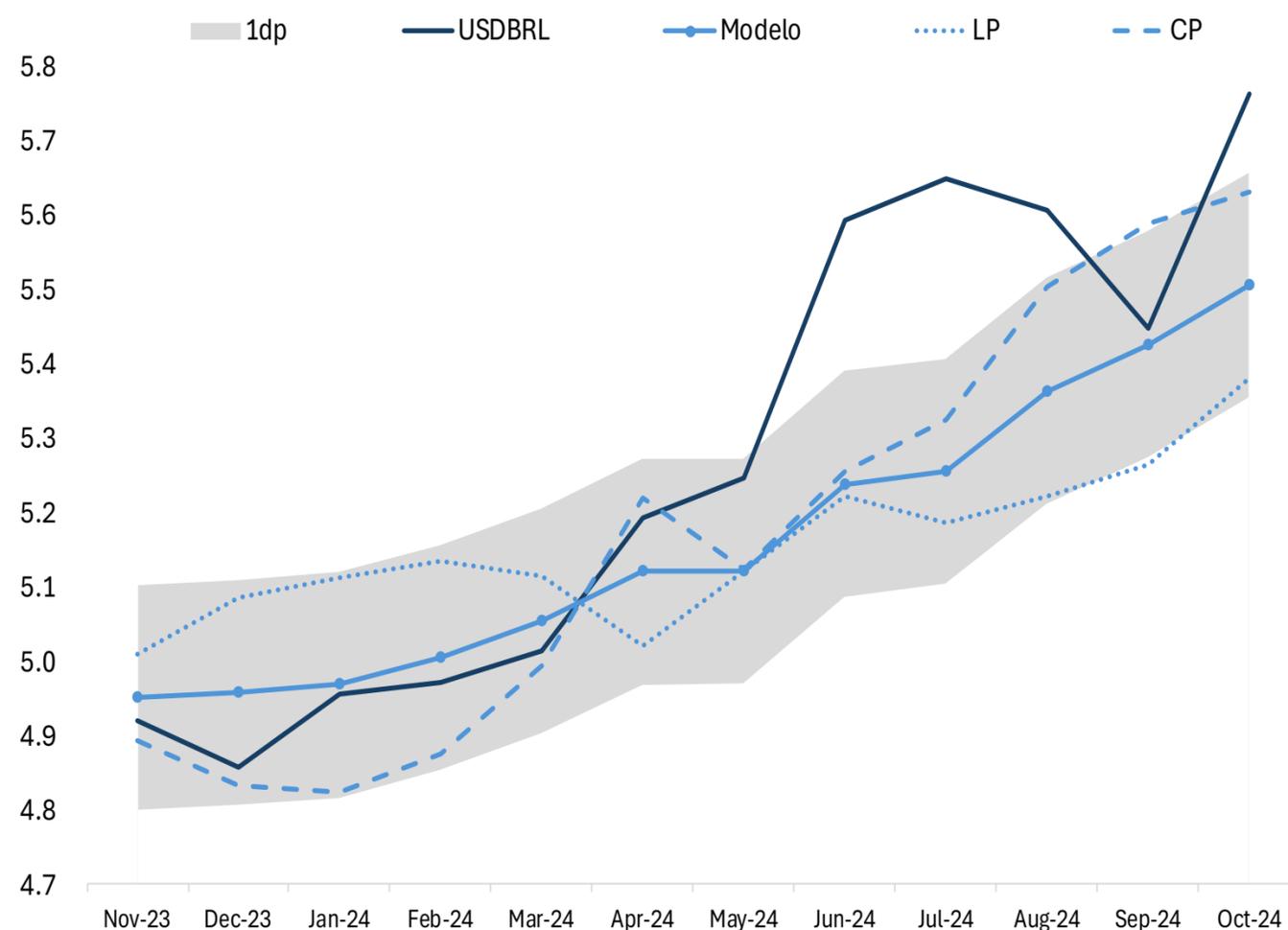
	30-Oct-24	MTD	1M	YTD	1Y
Real*	5.77	(5.5)	(5.5)	(15.8)	(12.5)
DXY	104.0	3.2	3.2	2.6	(2.0)
Ouro	2,788.4	5.8	5.8	35.2	39.7
Commodity (CRB)	534.3	(1.1)	(0.8)	4.7	(1.3)
Petróleo (Brent)	72.6	1.2	1.2	(3.3)	(10.4)
Minério de Ferro	103.9	(5.4)	(5.4)	(16.4)	1.8
CDS Brazil 10Y	257.5	1.0	1.0	10.6	(10.3)

* Valores negativos refletem a depreciação do Real; positivos, apreciação.

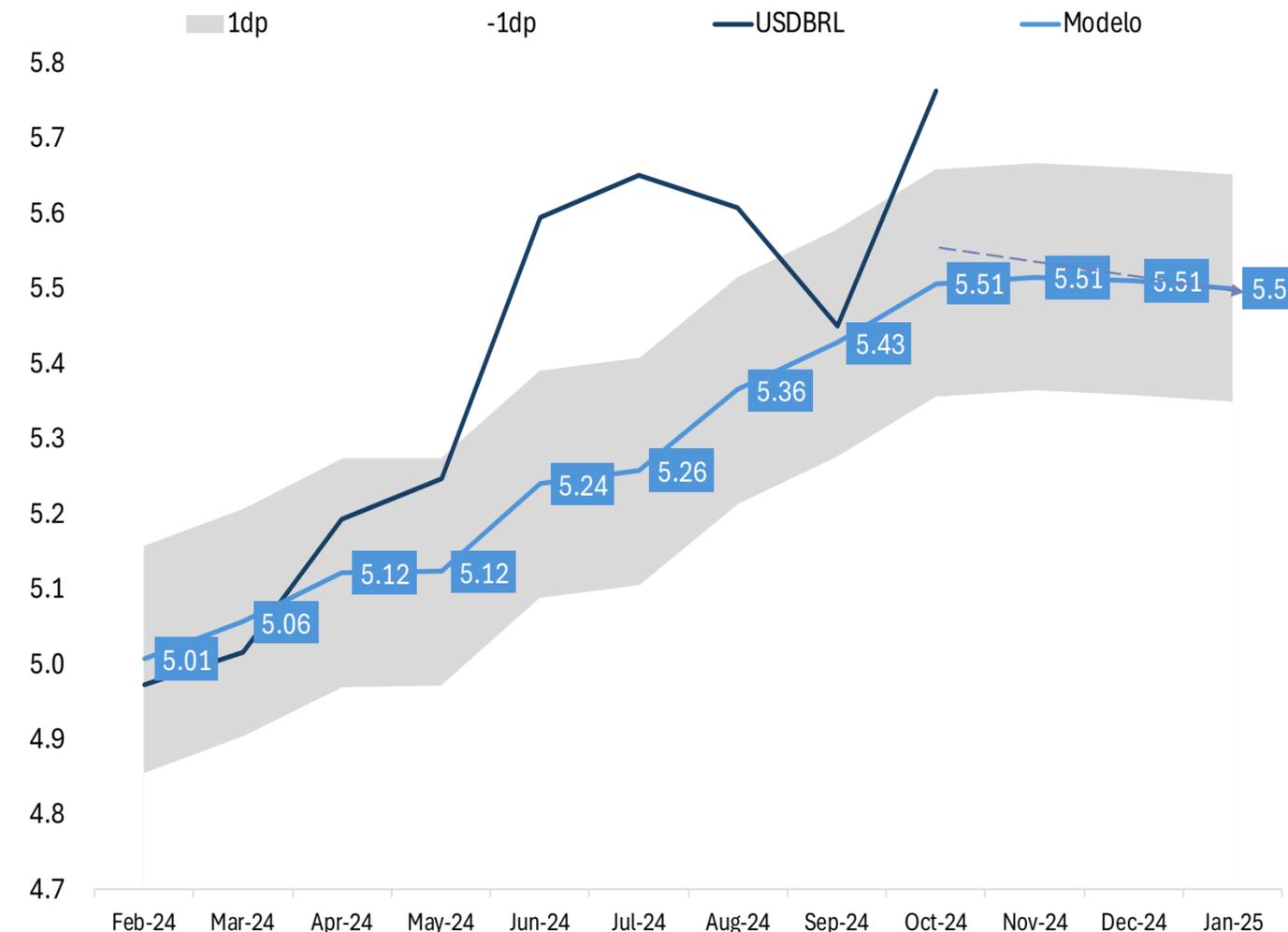
Projeções: R\$5,50/US\$ é nossa estimativa para 2024e

Carry mais atrativo não consegue segurar a moeda em meio ao aumento do prêmio de risco. Realizamos uma revisão altista em nossa projeção de câmbio para o final de 2024, de R\$ 5,35 para R\$ 5,50. Apesar do nível de juros mais atrativo no mercado doméstico, a deterioração das perspectivas do ambiente fiscal tem adicionado prêmio de risco, fator que tem contribuído para a projeção de um cenário de real mais fraco para o final do ano, juntamente com o ambiente de dólar mais forte globalmente.

Desempenho dos Modelos: longo prazo vs curto prazo



Projeção Mensal (USDBRL)



Sensibilidade: Balanço de riscos equilibrado para o câmbio

Tanto o cenário externo quanto o doméstico ajudam a explicar a alta das projeções. Dentre os componentes que contribuem para a revisão altista em nosso modelo de câmbio, apesar da melhora nos preços das commodities, destaca-se a sinalização de um dólar mais forte globalmente, tanto pela queda na projeção do índice Value/Growth (de 69 para 67 pts) quanto pela alta do DXY (de 102,2 para 105,3 pts). Por sua vez, a piora do risco doméstico (de 250 para 257) continua indicando um ambiente de maior aversão ao risco para o investidor em meio ao contexto de maior incerteza fiscal.

Modelo de Longo Prazo

Estimativas 24e		DXY					CDS Brazil 10Y
Value/Growth							
		108.3	106.8	105.3	103.8	102.3	
	63	5.69	5.66	5.63	5.60	5.57	287
	65	5.56	5.53	5.50	5.47	5.44	272
	67	5.44	5.41	5.38	5.35	5.32	257
	69	5.32	5.29	5.26	5.23	5.20	242
	71	5.20	5.17	5.14	5.11	5.08	227
		11.15	11.40	11.65	11.90	12.15	
		DI					

Modelo de Curto Prazo

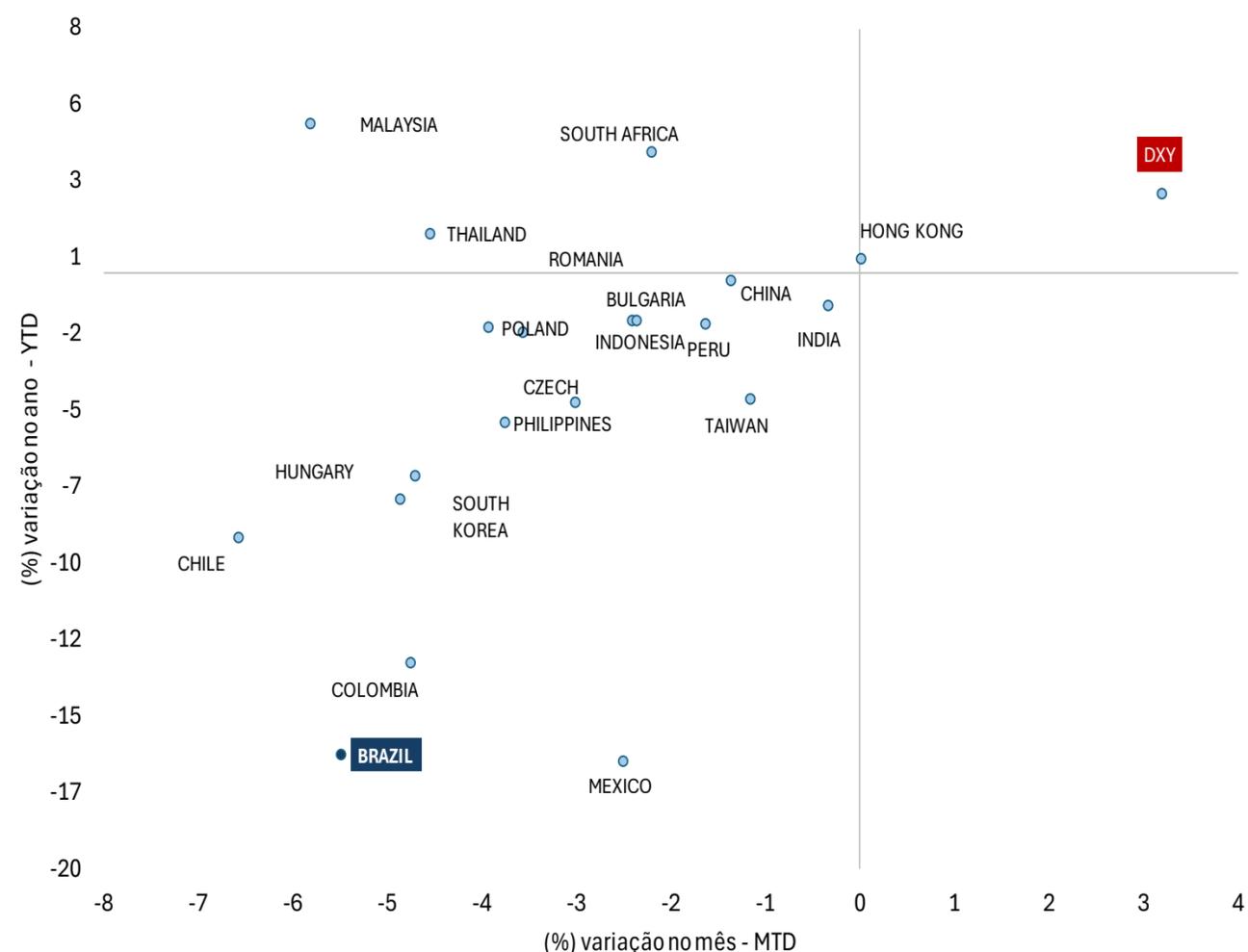
Estimativas 24e		DXY					CDS Brazil 10Y
Ouro							
		108.3	106.8	105.3	103.8	102.3	
	2,856	5.97	5.94	5.91	5.88	5.85	287
	2,756	5.83	5.80	5.77	5.74	5.71	272
	2,656	5.70	5.67	5.64	5.61	5.58	257
	2,556	5.56	5.53	5.50	5.47	5.44	242
	2,456	5.42	5.39	5.36	5.33	5.29	227
		85.1	85.3	85.6	85.8	86.1	
		Commodities*					

* Índice proprietário de uma cesta de *commodities* ajustada pela relevância na balança comercial do Brasil.

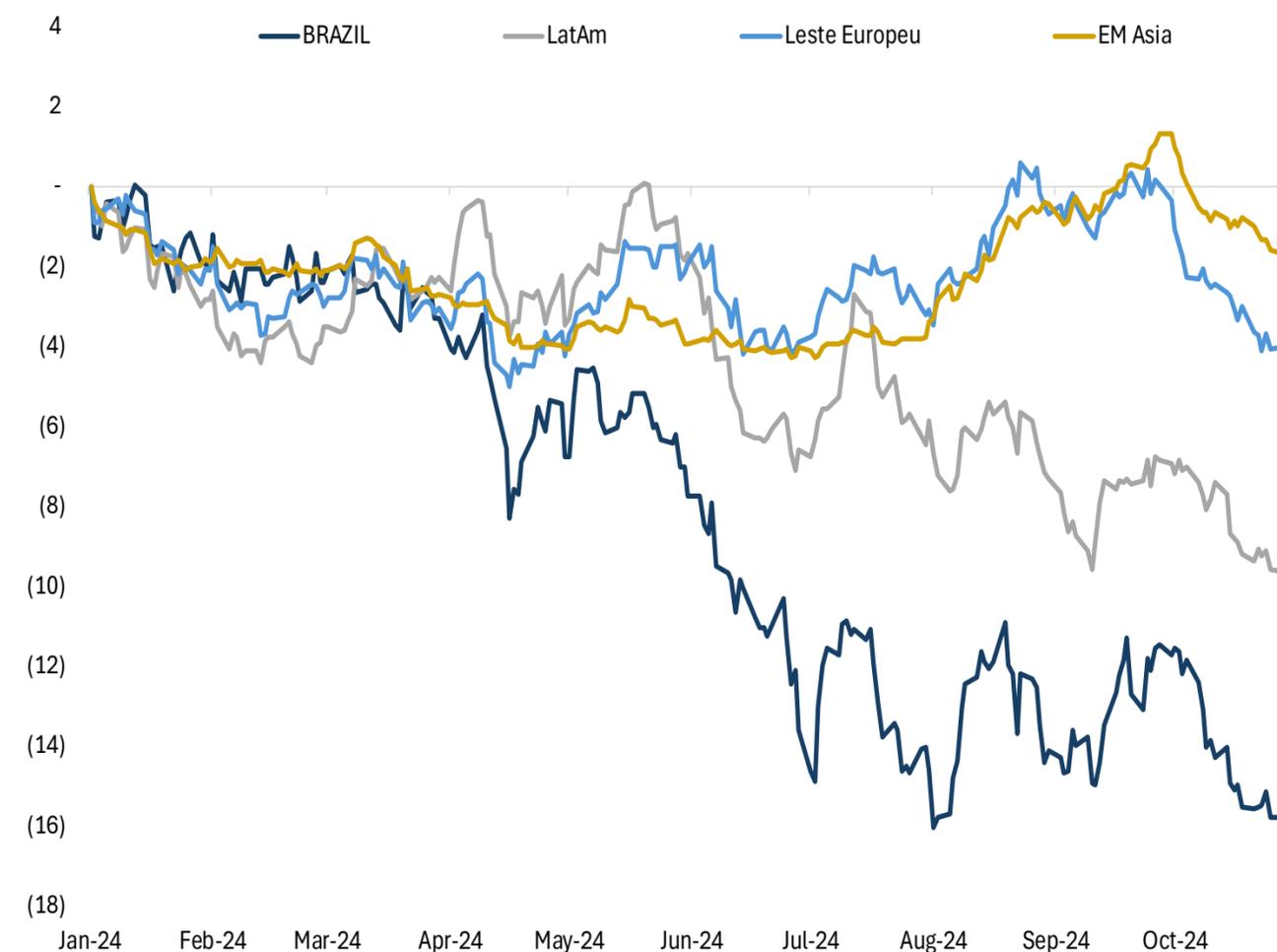
Moedas: Real segue descolado de peers EM no ano

Em outubro negativo para emergentes, Real adiciona risco com incertezas domésticas. Embora a diferença na desvalorização do real em relação aos seus pares tenha diminuído em setembro, voltou a aumentar em outubro, resultando em um desempenho ainda pior, mesmo diante de taxas de juros mais atrativas. Fica claro que as preocupações com o ambiente doméstico são o principal fator que pode destravar maior valor para a moeda, tendo sido uma das principais causas do fraco desempenho ao longo de 2024.

Variação (%): no mês vs no ano



Variação acumulada YTD (%): USDBRL vs regiões emergentes



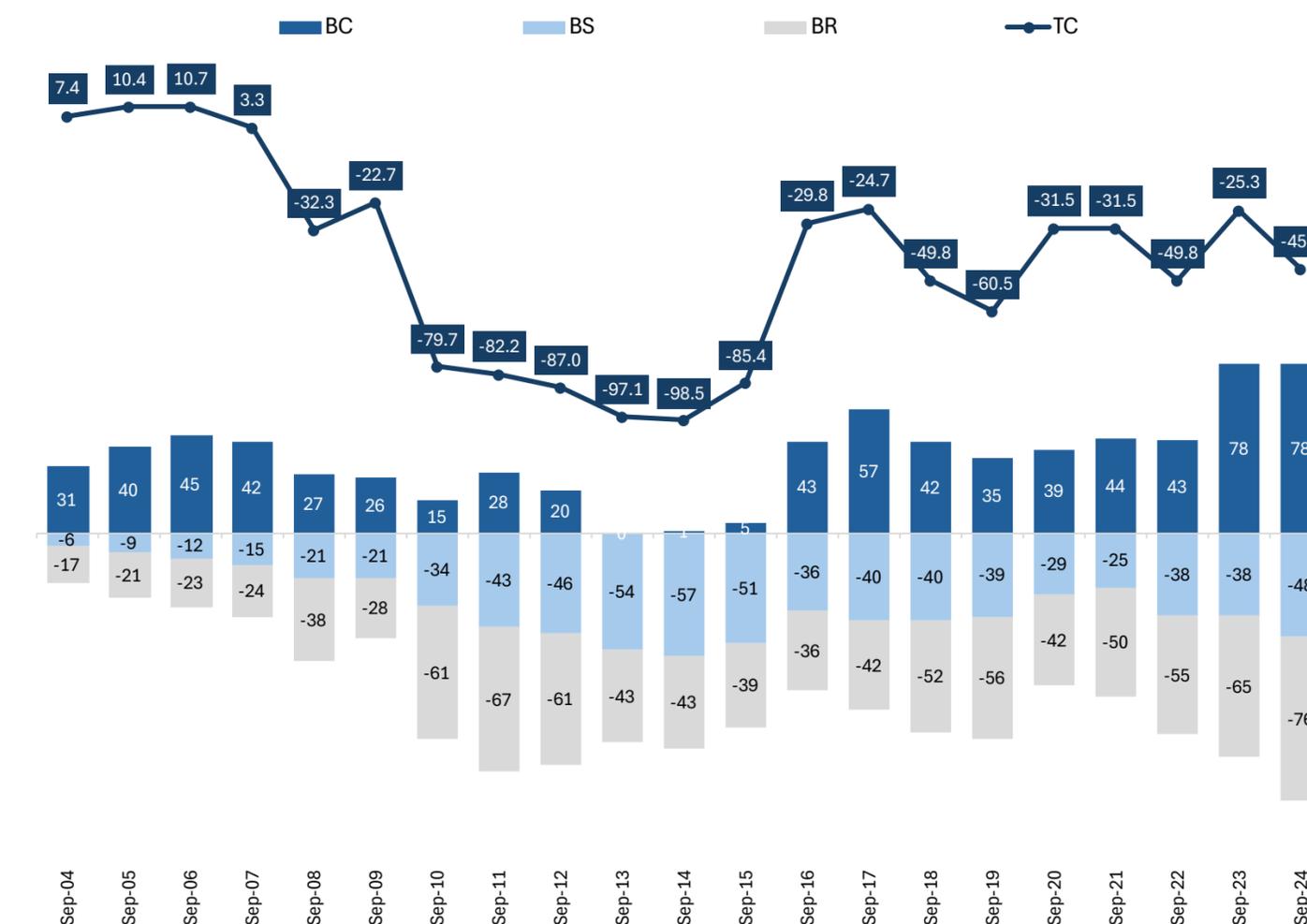
Setor Externo: Transações Correntes seguem em nível deteriorado

Balança Comercial Apresenta Recuperação em Setembro. Após registrar o pior saldo do ano em agosto, a balança comercial mostrou sinais de recuperação em setembro, impulsionada pela redução nas importações. No entanto, essa melhora não foi suficiente para produzir um impacto significativo nas transações correntes. Nesse sentido, vale destacar tanto o agravamento do déficit na balança de serviços quanto de renda, refletidas principalmente em maiores remessas de juros, lucros e dividendos.

USD bilhões	Dado mensal			Acumulado 12 meses			% a.a.
	Sep-24	Aug-24	Sep-23	Sep-24	Aug-24	Sep-23	
Transações Correntes	-6.5	-6.9	0.3	-45.8	-39.0	-25.3	81.1
Balança Comercial	4.8	3.7	8.5	78.1	81.7	78.5	-0.5
Exportações	29.0	28.9	28.9	344.5	344.5	339.9	1.4
Importações	24.2	25.2	20.4	266.5	262.7	261.4	1.9
Balança de Serviços	-5.0	-4.7	-3.5	-48.0	-46.5	-38.4	24.9
Viagens	-0.8	-0.8	-0.7	-7.3	-7.2	-7.8	-6.8
Transportes	-1.5	-1.5	-1.0	-13.8	-13.3	-14.3	-3.5
Aluguel de equipamentos	-0.9	-1.0	-0.8	-10.6	-10.5	-8.9	18.5
Demais serviços	-1.9	-1.4	-1.0	-16.3	-15.5	-7.4	121.7
Balança de Renda	-6.4	-5.9	-4.8	-75.8	-74.2	-65.3	16.1
Juros	-2.1	-1.9	-2.1	-29.0	-29.1	-25.4	14.2
Lucros e dividendos	-4.5	-4.3	-3.0	-49.8	-48.2	-43.1	15.5
Outros	0.2	0.3	0.3	2.9	3.0	3.1	-6.9

Transações Correntes

Acumulado 12 meses (USD bilhões)



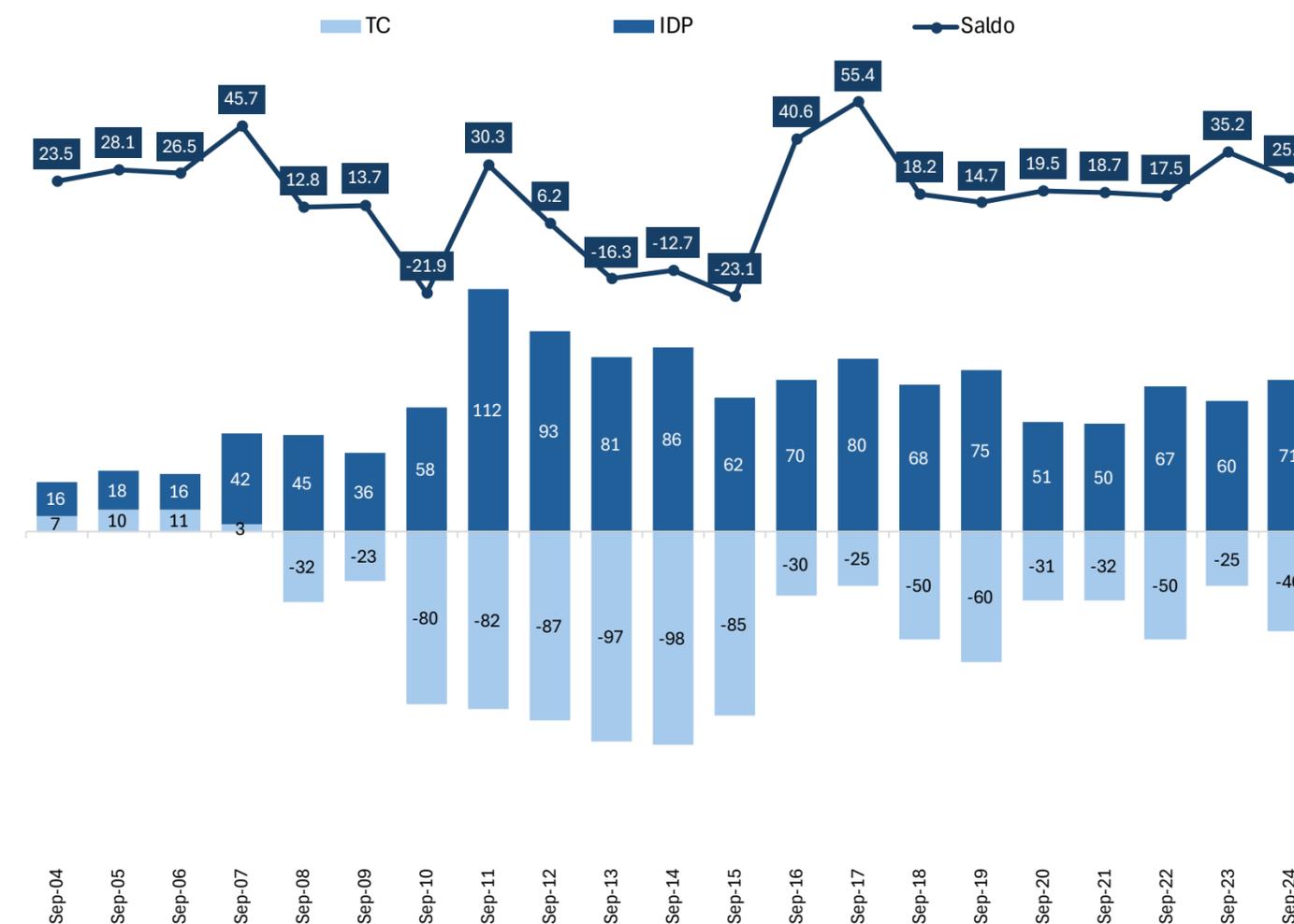
Setor Externo: Conta Financeira segue em patamar elevado

Conta Financeira Segue em Patamar Saudável. A principal métrica da conta financeira (CF), o investimento direto no país (IDP), registrou um novo recuo em setembro (-14%). Ainda assim, continua sendo mais do que suficiente para cobrir o déficit em transações correntes no acumulado do ano. Por outro lado, destaca-se a redução nos fluxos de investimentos em ações, contrastando com o aumento expressivo dos investimentos em títulos de dívida.

USD bilhões	Dado mensal			Acumulado 12 meses			% a.a.
	Sep-24	Aug-24	Sep-23	Sep-24	Aug-24	Sep-23	
Conta Financeira	-8.6	-9.6	-2.7	-65.9	-60.0	-34.6	90.6
Investimentos Ativos*	3.0	0.6	2.2	38.6	37.8	37.7	2.5
Direto no Exterior	1.9	1.6	2.2	24.9	25.3	22.2	12.2
Ativos de Bancos	-0.5	-2.7	-1.9	13.8	12.4	0.1	19004.3
Demais Ativos	1.6	1.7	1.9	-0.1	0.1	15.4	-100.7
Investimentos Passivos*	7.5	11.4	4.7	109.1	106.3	78.1	39.8
Direto no País (IDP)	5.2	6.1	5.1	70.7	70.6	60.4	17.0
Ações	-1.3	0.6	-0.5	-6.3	-5.5	4.6	-238.8
Títulos de Dívida	4.3	2.0	2.3	12.3	10.3	11.4	8.0
Empréstimos de CP e LP	1.2	0.8	1.7	25.3	25.9	6.2	311.8
Outros	-1.9	1.9	-4.0	7.1	5.0	-4.5	-257.5
Derivativos	-3.4	0.1	-0.2	-4.7	-1.5	-4.6	1.6
Ativos de Reserva	-0.7	1.1	0.1	9.3	10.0	10.4	-11.2

*Ativos: investimentos feitos por brasileiros no exterior. Passivos: investimentos feitos por estrangeiros no Brasil.

Saldo = TC – Investimento Direto no País
Acumulado 12 meses (USD bilhões)



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 filiadas 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

Disclaimer US: Este material, preparado pelo Banco BTG Pactual S.A., uma instituição financeira registrada e regulada no Brasil, está sendo disponibilizado pela BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG US") uma corretora registrada perante a SEC / FINRA e não configura consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Este material não é direcionado a você se o BTG Pactual, ou as suas afiliadas, forem proibidos ou possuírem restrições em relação à distribuição destas informações em sua jurisdição. As informações e opiniões aqui expressas são consideradas confiáveis à data desta publicação e foram obtidas de fontes públicas e fidedignas. Nenhuma garantia ou responsabilidade, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade ou totalidade das informações aqui apresentadas exceto pelas informações relacionados ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e suas afiliadas. As informações fornecidas devem ser tratadas de forma confidencial e não devem ser, em parte ou em todo, reproduzidas ou ter suas cópias circuladas sem prévia autorização do BTG Pactual.5

