



# Cenário de Câmbio

Dezembro 2024

3 de dezembro 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.



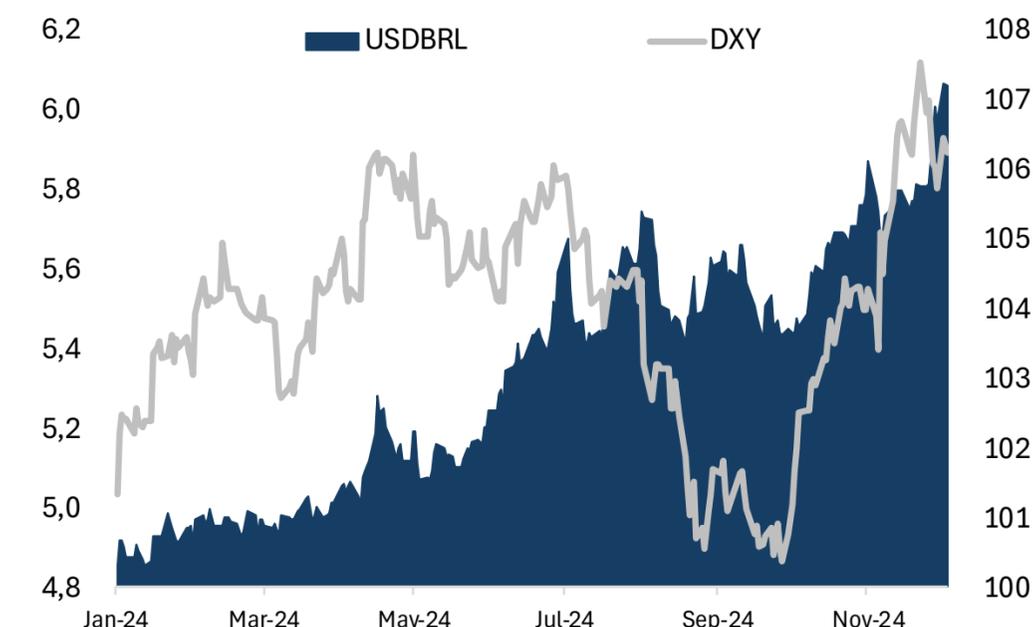
**Internacional: USD mantém atratividade global.** O *Republican Sweep* intensifica a percepção do excepcionalismo americano, o que puxa capital de outros mercados, em especial emergentes, para tal mercado. Além disso, também reduz o fluxo que, em outro momento, sairia dos EUA para buscar risco em outra geografia. A política tarifária do Trump é positiva para o dólar ganhar força no mundo, contra qualquer moeda, sendo o ponto de equilíbrio para o mercado global não travar por conta das tarifas. Apesar de a China estar em movimento de expansão fiscal e busca de suporte para a demanda doméstica, os estímulos ao setor imobiliário são apenas para neutralizar a queda. Não há intenção de retomada estrutural do setor, limitando a demanda e os preços de algumas commodities que são referência para a nossa moeda.

**Brasil: apresentação do pacote fiscal desancora o comportamento do real.** A decepção com o conjunto de medidas divulgadas pelo governo não foi apenas pelo baixo impacto nas contas públicas, mantendo fragilizado o arcabouço fiscal como instrumento de credibilidade, mas também pelo anúncio da medida de isenção do IRPF para salários até R\$5 mil mensais em um momento em que o país precisa desacelerar a atividade econômica para reatorar as expectativas de inflação próximas à meta de 3,0%. Ainda que a medida seja positiva pela maior progressividade tributária, o timing deste debate não poderia ter sido pior. Indiretamente, o conjunto da obra sinalizou um governo que não fará superávit primário se depender de ajuste no gasto público e que ‘dobrou a aposta’ no consumo das famílias, resultando em uma menor preocupação com a trajetória recente da inflação.

Sobre este tema, o novo presidente do Banco Central estreará sob a nova metodologia de auferição da meta de inflação e com chances nada desprezíveis de iniciar sua gestão descumprindo a meta nos primeiros seis meses do próximo ano. Se o ajuste fiscal não virá e há incerteza sobre a condução da política monetária, a variável de correção é a taxa de câmbio.

**Portanto, elevamos nossa projeção de USDBRL de R\$5,50/US\$ para R\$5,9/US\$ ao final de 2024 e incluímos a projeção para o final de 2025 em R\$5,8/US\$**

## Real vs DXY: desempenho em 2024



## Monitor de Câmbio

	3-Dec-24	MTD	1M	YTD	1Y
Real*	6,06	(1,5)	(4,6)	(19,9)	(18,5)
DXY	106,3	0,5	1,9	4,9	2,9
Ouro	2.648,0	0,2	(3,2)	28,4	30,5
Commodity (CRB)	535,3	(0,1)	0,2	4,9	1,1
Petróleo (Brent)	73,7	2,6	1,3	(0,9)	(3,0)
Minério de Ferro	105,5	1,4	1,7	(13,3)	(5,2)
CDS Brazil 10Y	272,9	3,3	1,9	17,2	8,7

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

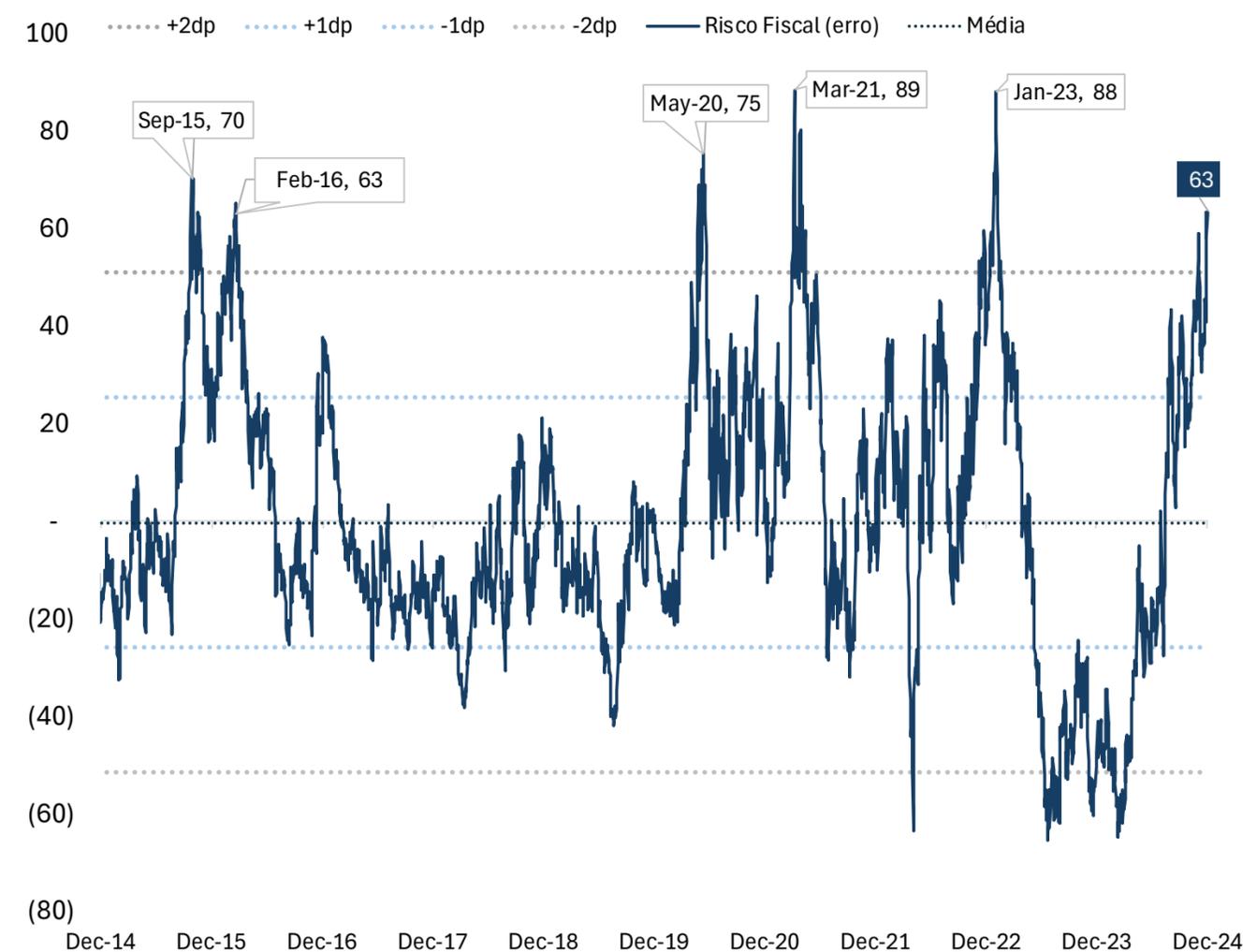
# Cenário: Câmbio sem 'ruído' poderia ser R\$5,4/US\$

**Ruído provocado pelo risco fiscal tem sido a principal causa da depreciação do real nas últimas semanas.** Fizemos um modelo de USDBRL levando em consideração variáveis internacionais, como DXY, Value/Growth, Commodities e apenas uma variável doméstica (CDI), a fim de simular qual seria a taxa de câmbio desconsiderando qualquer tipo de variável de risco fiscal/institucional, como o CDS. O Credit Default Swap é comumente utilizado como uma proxy desses fatores mais subjetivos de percepção de risco para as moedas. Neste exercício, observamos que o USDBRL, neste modelo sem CDS, deveria ser de R\$5,43/US\$, cerca de 60 centavos de distância do atual preço de tela e dois desvios-padrão da série histórica de 10 anos deste 'ruído'.

### USDBRL: preço de tela vs modelo sem CDS



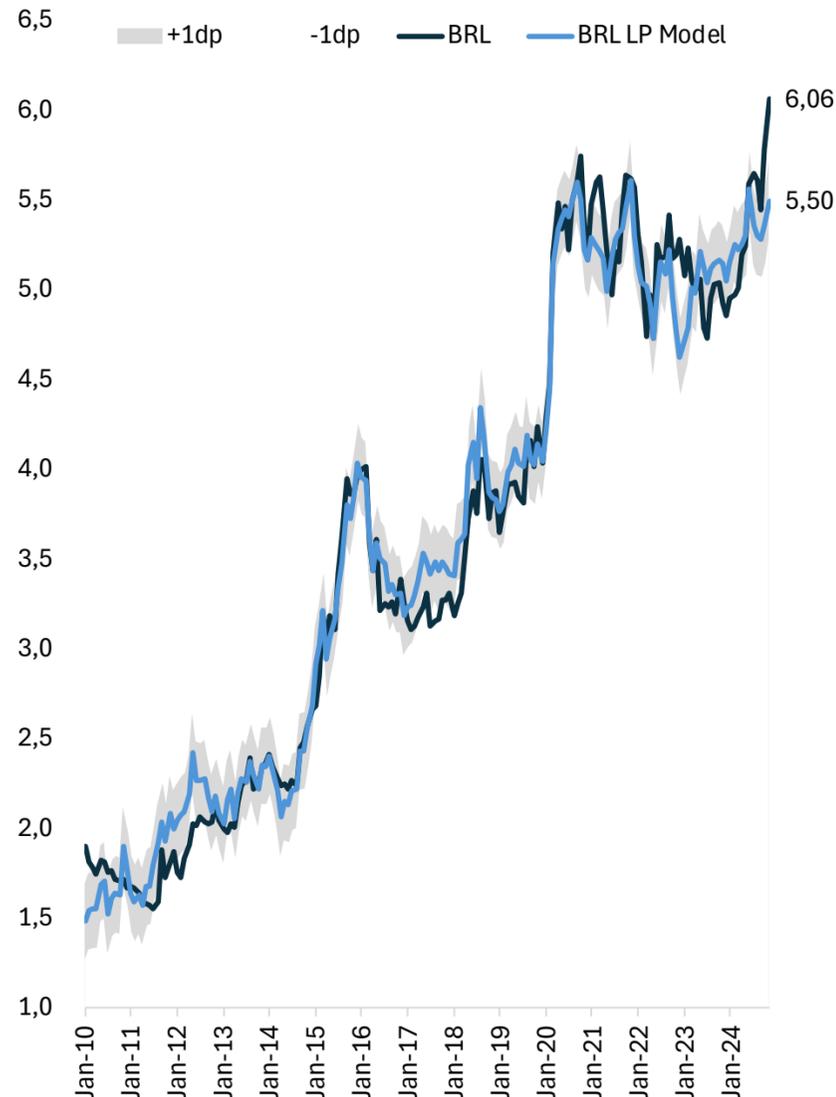
### Ruído: preço de tela – modelo sem CDS (USDBRL, centavos)



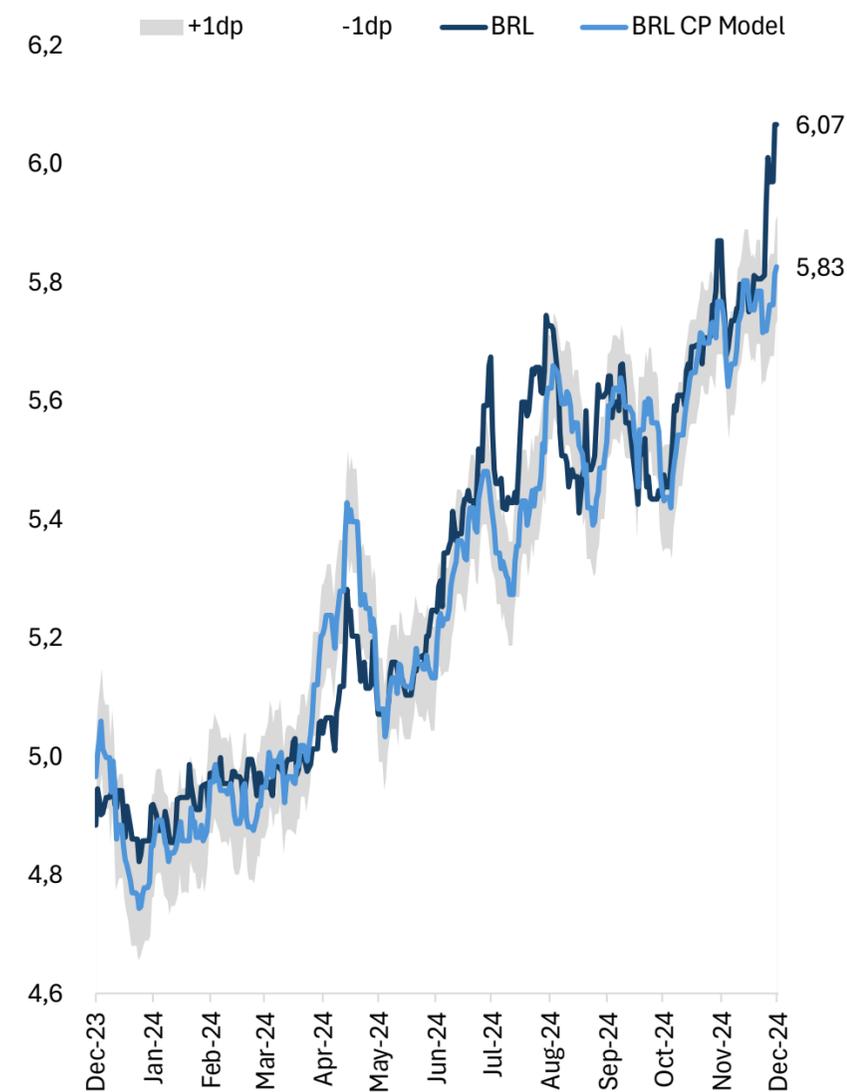
# Projeções: R\$5,9/US\$ para 2024 e R\$5,8/US\$ para 2025

**Preço do câmbio descola dos modelos em razão dos ruídos fiscais.** Para capturar o ruído dentro dos modelos, elevamos o erro-padrão dentro e partimos da premissa de um crescimento no CDS Brazil 10-year até 320 pontos em abril (mesmo nível do 1T23, antes da apresentação do arcabouço fiscal), em razão das incertezas sobre como será o caminho durante o ciclo de alta de juros e pela apresentação da PLDO para 2026. Neste cenário, o real poderia continuar seu caminho de depreciação. Contudo, partimos da premissa de que este patamar demandaria ações de ganho de credibilidade, seja via política fiscal, seja monetária.

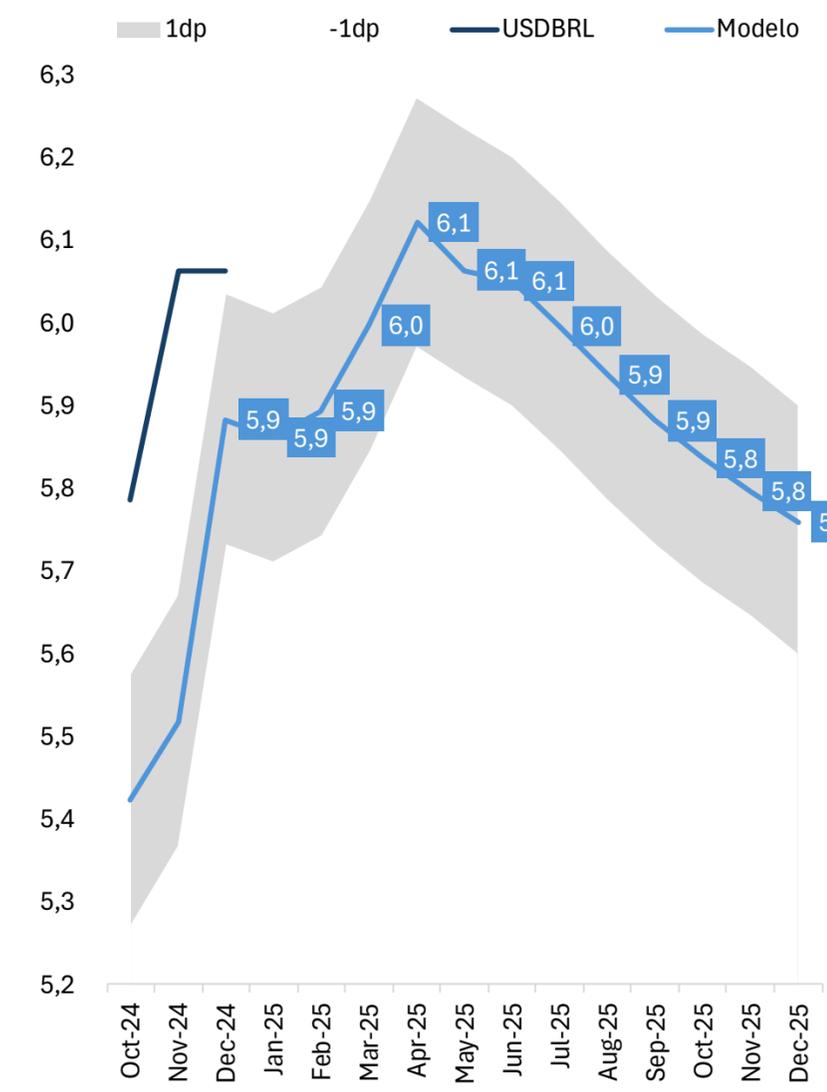
### Modelo de Longo Prazo



### Modelo de Curto Prazo



### Projeção Mensal (USDBRL)



# Sensibilidade: Decepção fiscal desequilibra sensibilidade das projeções

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	
		109,0	107,5	106,0	104,5	103,0		
Value/Growth	63	6,10	6,07	6,04	6,01	5,98		305
	65	5,98	5,95	5,92	5,89	5,86		290
	67	5,86	5,83	5,80	5,77	5,74		275
	69	5,74	5,71	5,68	5,65	5,62		260
	71	5,62	5,59	5,56	5,53	5,49		245
		11,40	11,65	11,90	12,15	12,40		
		DI						

## Modelo de Curto Prazo

Estimativas 24e		DXY					CDS Brazil 10Y	
		109,0	107,5	106,0	104,5	103,0		
Ouro	2.843	6,43	6,37	6,32	6,27	6,21		305
	2.743	6,26	6,20	6,15	6,10	6,05		290
	2.643	6,09	6,03	5,98	5,93	5,88		275
	2.543	5,92	5,87	5,81	5,76	5,71		260
	2.443	5,75	5,70	5,64	5,59	5,54		245
			82,6	82,8	83,1	83,3	83,6	
		Commodities*						

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

## Probabilidades

Cenários	- de 5,4	5,4 - 5,6	5,6 - 5,8	5,8 - 6,0	6,0 - 6,2	+ de 6,2
Qtde	0	6	14	14	9	7
%	0%	12%	28%	28%	18%	14%
			40%	60%		

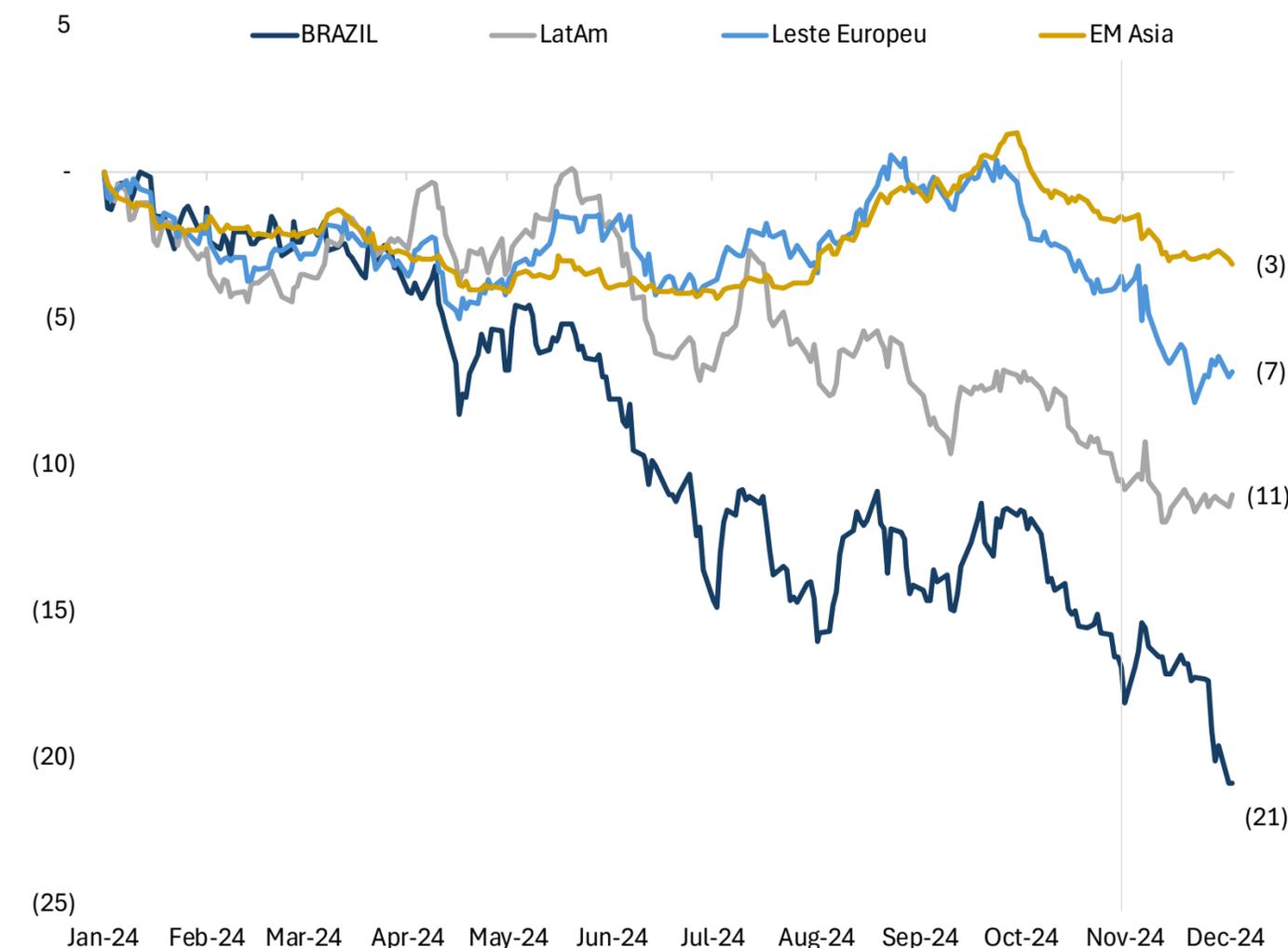
# Moedas: Ambiente desafiador para emergentes permanece

Em novembro, 19 das 20 principais moedas emergentes depreciaram. Com a forte apreciação do DXY (1,7% MTD), em razão dos efeitos da eleição de Donald Trump, os emergentes tiveram forte depreciação de suas moedas, com destaque para os países do leste europeu (-2,8% MTD). Nos chamou a atenção que os latinos, exceto o Brasil, tiveram um desempenho mais resiliente (-0,7% MTD), em razão da apreciação do sol peruano e da quase estabilidade do peso colombiano. O real (-3,2% MTD) já apresentava uma trajetória de maior depreciação ao longo de novembro, em função dos consecutivos adiamentos da apresentação do pacote fiscal. Após a apresentação, a depreciação se intensificou.

### Variação (%): no mês vs no ano



### Variação acumulada YTD (%): USDBRL vs regiões emergentes



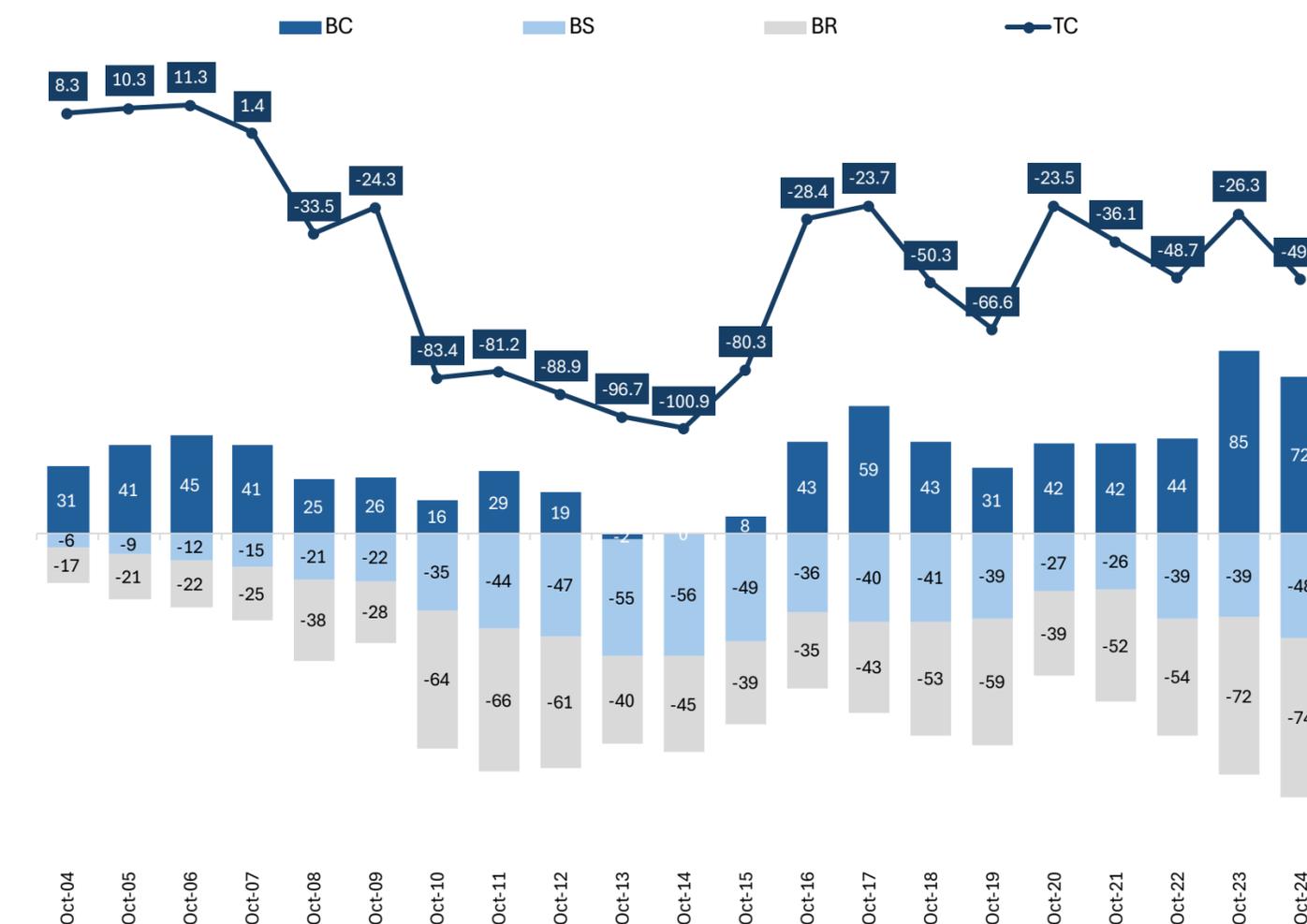
# Setor Externo: Atividade Doméstica Forte "Vaza" para o Setor Externo

**Balança Comercial Perde Força em Outubro.** Após ter melhorado seu saldo em setembro, a balança comercial apresentou seu resultado mais fraco no ano, pois, apesar do aumento das exportações (3,52% m/m), não foi suficiente para compensar o expressivo avanço das importações (8,43% m/m). Com isso, as importações atingiram seu maior valor desde setembro de 2022, apoiadas pela forte demanda da economia doméstica, que acaba “vazando” para o setor externo. Por sua vez, tanto a balança de serviços quanto a de renda apresentaram menor deterioração, impulsionadas pelas quedas de demais serviços (de US\$ -1,9 bi para US\$ -0,7 bi) e de lucros e dividendos (de US\$ -4,5 bi para US\$ -3,8 bi), respectivamente.

USD bilhões	Dado mensal			Acumulado 12 meses			% a.a.
	Oct-24	Sep-24	Oct-23	Oct-24	Sep-24	Oct-23	
<b>Transações Correntes</b>	<b>-5.9</b>	-6.9	0.5	<b>-49.2</b>	-42.8	-26.3	86.9
Balança Comercial	<b>3.4</b>	4.5	8.6	<b>72.5</b>	77.6	84.5	<b>-14.2</b>
Exportações	<b>29.6</b>	28.6	29.8	<b>343.9</b>	344.1	342.2	0.5
Importações	<b>26.2</b>	24.2	21.2	<b>271.4</b>	266.5	257.7	5.3
Balança de Serviços	<b>-3.9</b>	-5.0	-3.9	<b>-47.8</b>	-47.8	-38.7	23.5
Viagens	<b>-0.7</b>	-0.8	-0.7	<b>-7.4</b>	-7.3	-7.9	<b>-6.4</b>
Transportes	<b>-1.6</b>	-1.5	-1.0	<b>-14.2</b>	-13.6	-13.6	4.4
Aluguel de equipamentos	<b>-0.9</b>	-0.9	-0.9	<b>-10.6</b>	-10.6	-9.1	15.7
Demais serviços	<b>-0.7</b>	-1.9	-1.3	<b>-15.7</b>	-16.3	-8.2	92.6
Balança de Renda	<b>-5.4</b>	-6.4	-4.3	<b>-73.8</b>	-72.7	-72.1	2.4
Juros	<b>-2.0</b>	-2.1	-1.5	<b>-30.7</b>	-30.2	-26.4	16.6
Lucros e dividendos	<b>-3.8</b>	-4.5	-3.2	<b>-46.0</b>	-45.4	-48.9	<b>-5.9</b>
Outros	<b>0.4</b>	0.2	0.4	<b>2.9</b>	2.9	3.2	<b>-7.7</b>

## Transações Correntes

Acumulado 12 meses (USD bilhões)



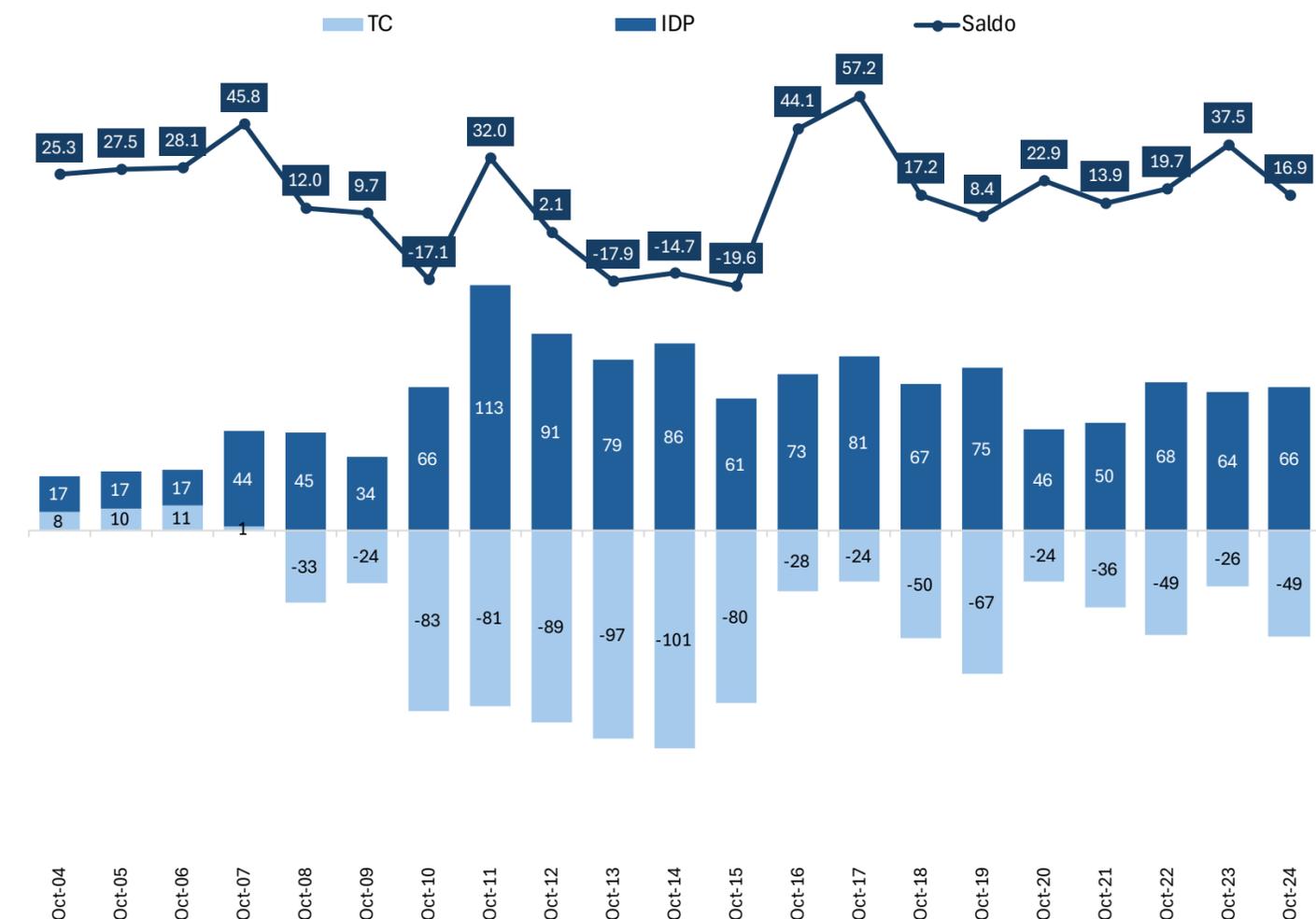
# Setor Externo: Conta Financeira Apresenta Melhora Qualitativa em Outubro

A principal métrica da conta financeira (CF), o investimento direto no país (IDP), voltou a acelerar em outubro, com alta (9,3% m/m), após dois meses de retração. Embora a deterioração do déficit em transações correntes tenha avançado em ritmo mais acelerado nos últimos 12 meses, o nível de IDP permanece mais do que suficiente para cobrir o déficit. Ademais, os investimentos no exterior ficaram basicamente zerados, pois a saída de maior fluxo via investimento direto no exterior e ativos de bancos foi compensada por outros ativos.

USD bilhões	Dado mensal			Acumulado 12 meses			% a.a.
	Oct-24	Sep-24	Oct-23	Oct-24	Sep-24	Oct-23	
<b>Conta Financeira</b>	<b>-7.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>-68.6</b>	<b>-62.3</b>	<b>-35.3</b>	<b>94.1</b>
Investimentos Ativos*	<b>0.0</b>	1.4	5.1	<b>29.8</b>	34.9	41.0	<b>-27.4</b>
Direto no Exterior	<b>2.4</b>	1.9	3.2	<b>24.1</b>	24.9	23.7	1.9
Ativos de Bancos	<b>1.5</b>	<b>-1.9</b>	1.6	<b>14.6</b>	14.6	3.6	302.7
Demais Ativos	<b>-3.9</b>	1.4	0.3	<b>-8.9</b>	<b>-4.6</b>	13.8	<b>-164.6</b>
Investimentos Passivos*	<b>8.1</b>	6.1	6.2	<b>103.8</b>	101.8	83.5	24.3
Direto no País (IDP)	<b>5.7</b>	5.2	3.1	<b>66.0</b>	63.4	63.8	3.4
Ações	<b>0.6</b>	<b>-1.3</b>	0.6	<b>-6.0</b>	<b>-6.0</b>	3.5	<b>-273.2</b>
Títulos de Dívida	<b>1.1</b>	4.3	1.6	<b>11.8</b>	12.3	13.0	<b>-9.4</b>
Empréstimos de CP e L	<b>-0.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>24.3</b>	25.4	8.4	190.2
Outros	<b>1.7</b>	<b>-2.0</b>	0.9	<b>7.6</b>	6.8	<b>-5.2</b>	<b>-245.7</b>
Derivativos	<b>0.1</b>	<b>-3.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>-4.7</b>	<b>-5.2</b>	<b>-33.7</b>
Ativos de Reserva	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>	0.7	<b>8.9</b>	9.3	12.4	<b>-28.1</b>

\*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 filiadadas 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)

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

