



Cenário de Câmbio

Maio 2025

8 de maio de 2025

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.



Cenário de Câmbio

Análise Mensal

Setor Externo

- Transações Correntes
 - Balança Comercial
- Conta Capital e Financeira
- Fluxo Cambial
- Reservas Internacionais

Desempenho das Moedas

Modelos de Câmbio

- Câmbio Real e de Equilíbrio
- Taxa de Câmbio 'ex-risco doméstico'
- Projeções
- Sensibilidade

Mai/25: Ambiente externo favorece a apreciação do real

Internacional: Ao longo de abril, o dólar registrou uma desvalorização significativa de 4,6% frente aos principais pares (DXY), atingindo o maior recuo desde novembro de 2022 — período em que o Fed sinalizou uma desaceleração no ritmo de alta de juros, após 4 altas de 75 bps. No cenário atual, o principal catalisador foi a surpresa provocada pelos anúncios tarifários de 2 de abril, significativamente mais duros do que o esperado. Isso não apenas levou o mercado a revisar para baixo as projeções de crescimento dos EUA, como também gerou questionamentos sobre a posição do dólar no mundo como porto seguro. Apesar da recuperação parcial dos ativos norte-americanos nas semanas seguintes, sustentada pelo adiamento das tarifas recíprocas por 90 dias, o dólar permaneceu em um patamar depreciado. A perda de credibilidade do governo norte-americano levou diversos investidores estrangeiros, antes beneficiados pela exuberância dos ativos dos EUA, a montar posições de hedge, gerando obstáculos à recuperação da moeda. Nos próximos meses, enxergamos dificuldade para que o dólar volte a ganhar tração, mesmo em um contexto de diferencial de juros e crescimento ainda favorável frente à Zona do Euro. Acreditamos que parte relevante da recuperação da moeda deva ocorrer em julho, prazo final para o adiamento das tarifas, quando se espera avanço nas negociações, especialmente com países asiáticos. A partir daí, esperamos que o dólar volte a flutuar mais em linha com seus fundamentos — diferencial de juros, diferencial de crescimento e fatores sazonais. Reconhecemos que o ambiente está mais incerto do que o usual e a dinâmica de moedas será mais sensível ao fluxo de informação envolvendo as negociações tarifárias.

Brasil: O real se valorizou ao longo de abril (0,6%), impulsionado principalmente pela perda de força do dólar no mercado global (4,6%), em um movimento de aversão a ativos norte-americanos. Diferentemente das divisas de países desenvolvidos, que passaram a se valorizar logo após os anúncios do Liberation Day, o real só começou a mostrar uma recuperação mais clara a partir de 10 de abril, quando houve uma redução na aversão ao risco, em resposta à decisão de Trump de suspender, por 90 dias, as tarifas recíprocas para os países que não retaliaram os EUA. No âmbito doméstico, não houve fatores relevantes que impulsionassem ou inibissem significativamente a apreciação da moeda, reforçando a predominância dos vetores externos no comportamento do câmbio ao longo de 2025. À frente, mantemos a visão de que o real continuará mais suscetível ao ambiente internacional, dada a elevada incerteza global. Do ponto de vista dos fundamentos, embora o recente avanço do minério de ferro seja positivo, a queda dos preços do petróleo neutraliza o impacto geral das commodities sobre o câmbio. Já no campo da política monetária, o principal fator a monitorar será o desfecho do atual ciclo de cortes de juros. A depender do ponto em que o BC decidir encerrar o processo, em relação ao grau de desancoragem das expectativas de inflação, uma postura *dovish* poderá enfraquecer o *carry trade* esperado do real, e, conseqüentemente, seu desempenho. **Desta forma, a projeção para a taxa de câmbio ao final de 2025 mudou de R\$6,25/US\$ para R\$6,0/US\$, em direção à nossa projeção alternativa, que se mantém em R\$5,8/US\$.**

USDBRL vs DXY



Monitor de Câmbio

	7-May-25	MTD	1M	YTD	1Y
Real*	5,74	(1,2)	3,0	7,5	(11,7)
DXY	99,9	0,4	(3,2)	(7,9)	(5,2)
Ouro	3.366,9	2,4	12,9	28,3	45,5
Commodity (CRB)	549,9	0,4	1,4	2,5	1,0
Petróleo (Brent)	61,0	(0,2)	(4,5)	(16,8)	(21,8)
Minério de Ferro	97,8	1,5	4,0	(1,2)	(8,1)
CDS Brazil 10Y	286,3	(0,2)	(8,3)	(10,4)	25,0
Carrego (Selic - FFR)	9,5	8,5	9,5	7,6	4,9

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

Setor Externo

Cenário de Câmbio

Setor Externo: Transações Correntes

Transações Correntes registram deterioração expressiva no 1T25

Em março, apesar de o déficit em TC ter sido significativamente menor em relação ao mesmo período de 2024 (-45% a/a), o 1T25 registrou uma deterioração expressiva (59% a/a). Esse resultado refletiu não apenas o forte aumento das importações (13% a/a), que reduziu o superávit da balança comercial, mas também no maior déficit da balança de serviços (13,5% a/a). Por outro lado, destacamos a menor saída de capital via lucros e dividendos (-17,5% a/a).

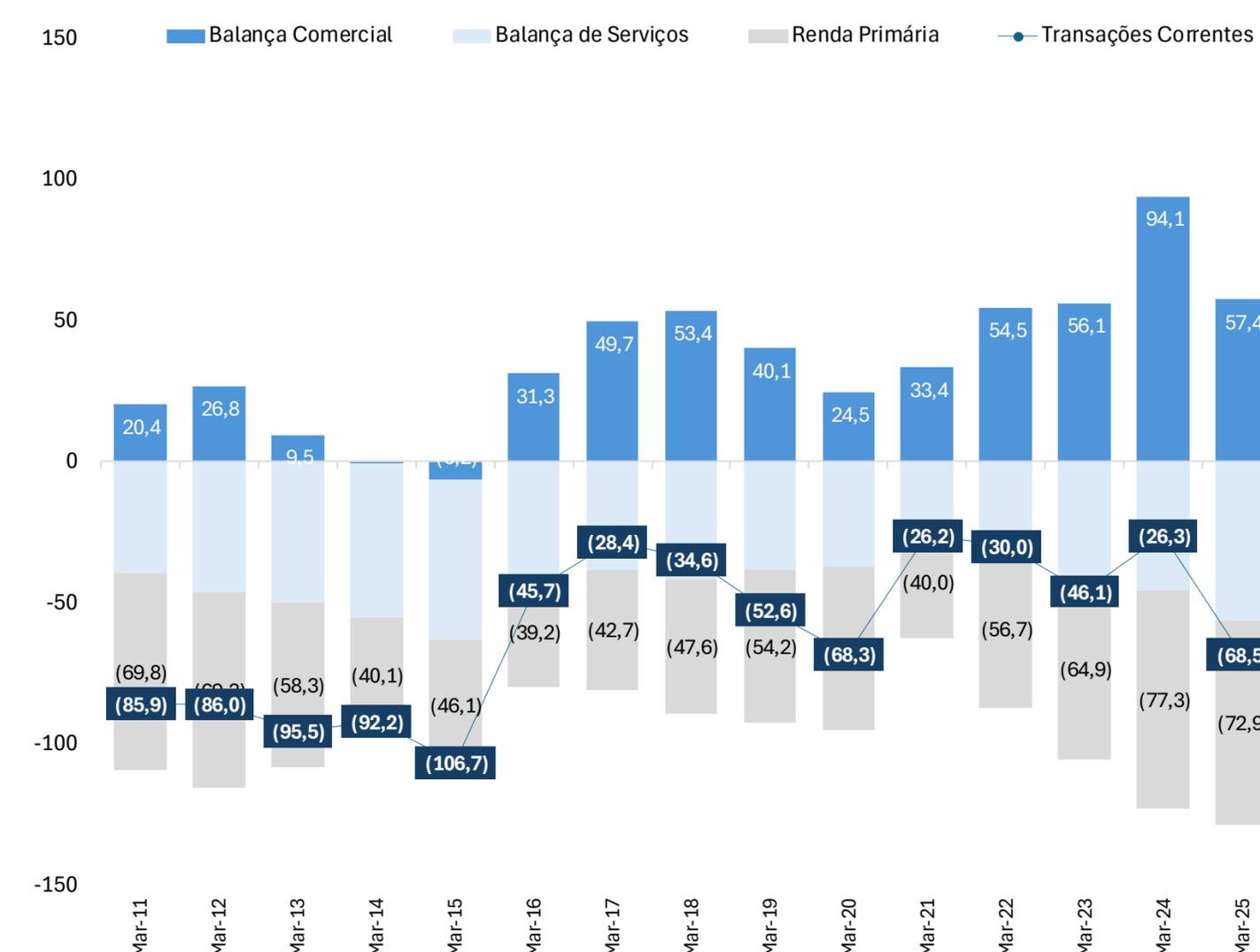
Transações Correntes

Em bilhões de dólares

Balança de Pagamentos	Mensal		Acumulado 12 meses		% PIB
	Mar-25	Feb-25	Mar-25	Feb-25	
Transações Correntes	(2,2)	(8,9)	(68,5)	(70,3)	-3,2%
Balança Comercial	7,6	(1,1)	57,4	56,1	2,7%
Exportações	29,4	23,0	339,4	337,9	15,9%
Importações	21,8	24,1	281,9	281,7	13,2%
Balança de Serviços	(4,4)	(3,9)	(56,1)	(55,6)	-2,6%
Transporte	(1,1)	(1,2)	(16,1)	(15,9)	-0,8%
Viagens	(0,8)	(0,8)	(12,5)	(12,5)	-0,6%
Aluguel de Equipamentos	(1,1)	(1,0)	(11,3)	(11,2)	-0,5%
Telecom & IT	(0,7)	(0,7)	(7,5)	(7,5)	-0,4%
Propriedade Intelectual	(1,1)	(0,6)	(9,3)	(8,8)	-0,4%
Outros Serviços	0,5	0,4	0,6	0,3	0,0%
Renda Primária	(5,8)	(4,1)	(72,9)	(73,8)	-3,4%
Juros	(1,5)	(1,9)	(24,6)	(24,6)	-1,2%
Lucros & Dividendos	(3,8)	(2,2)	(43,7)	(44,3)	-2,0%
Outros	(0,4)	(0,0)	(4,5)	(4,8)	-0,2%
Renda Secundária	0,3	0,2	3,1	3,0	0,1%

Transações Correntes

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Importações seguem como principal vetor para a deterioração da balança comercial

Em 12 meses, o saldo comercial registrou retração de 35,5% em relação ao mesmo período do ano anterior, refletindo a queda das exportações (-1,4% a/a) e, sobretudo, o expressivo aumento das importações (13% a/a). Esse movimento reflete o maior vazamento da demanda doméstica para o setor externo, com destaque para o avanço nas importações de bens intermediários (18,5% a/a) e de peças para veículos (18,4% a/a).

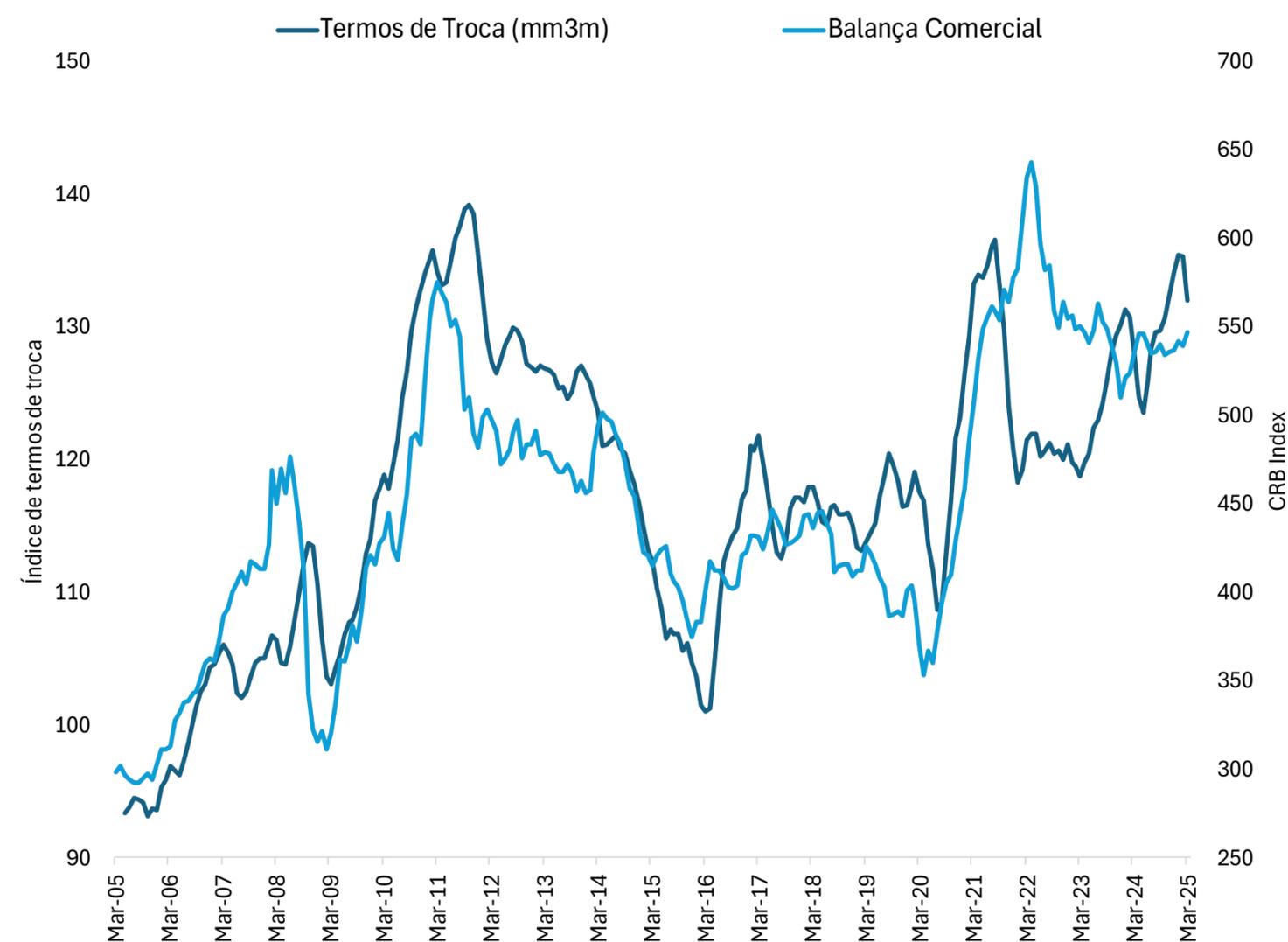
Balança Comercial

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses

Balança Comercial	Mar-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	% a/a
Saldo	101,8	70,3	64,7	65,7	-35,5%
Soja em grãos, mesmo triturada	52,2	41,6	41,3	41,7	-20,1%
Óleos brutos de petróleo	35,3	36,0	35,6	35,1	-0,5%
Minério de ferro	32,3	29,2	28,3	27,9	-13,8%
Açúcar de cana, em bruto	15,3	15,4	14,7	14,3	-6,5%
Café cru em grão	7,9	11,9	12,2	12,9	63,8%
Exportações	341,5	335,7	335,1	336,7	-1,4%
Óleos brutos de petróleo	44,0	44,8	44,2	43,4	-1,2%
Soja em grãos, mesmo triturada	52,3	41,9	41,6	41,9	-19,8%
Minério de ferro	32,4	29,3	28,3	27,9	-14,0%
Açúcar de cana, em bruto	15,3	15,4	14,7	14,3	-6,5%
Café cru em grão	7,9	11,9	12,2	12,9	63,6%
Importações	239,8	265,4	270,5	271,0	13,0%
Produto e preparos químicos diversos	27,5	29,3	29,7	29,8	8,2%
Demais bens intermediários	12,4	14,2	14,4	14,7	18,5%
Motores, peças e acessórios para veículos automotores	11,8	13,6	13,8	13,9	18,4%
Componentes eletrônicos e peças de máquinas de proce	11,7	11,6	11,5	11,4	-2,7%
Motores, peças e acessórios para aeronaves	7,9	10,2	10,4	10,7	34,8%

Termos de Troca (média móvel de 3 meses) vs CRB Index

Em pontos



Setor Externo: Conta de Capital e Financeira

Investimento Direto no País retrai no início de 2025, mas ainda sustenta o déficit em Transações Correntes

Na Conta Financeira, o Investimento Direto no País (IDP) registrou uma retração significativa no 1T25 em relação ao mesmo período do ano anterior (-12% a/a), reflexo da maior saída de capital (-27% a/a), com destaque para a queda no ingresso de capital social. Ainda assim, o saldo do IDP foi suficiente para cobrir o déficit em transações correntes no trimestre. Em março, observou-se saída líquida de dólares, especialmente por meio de ações e fundos de investimento.

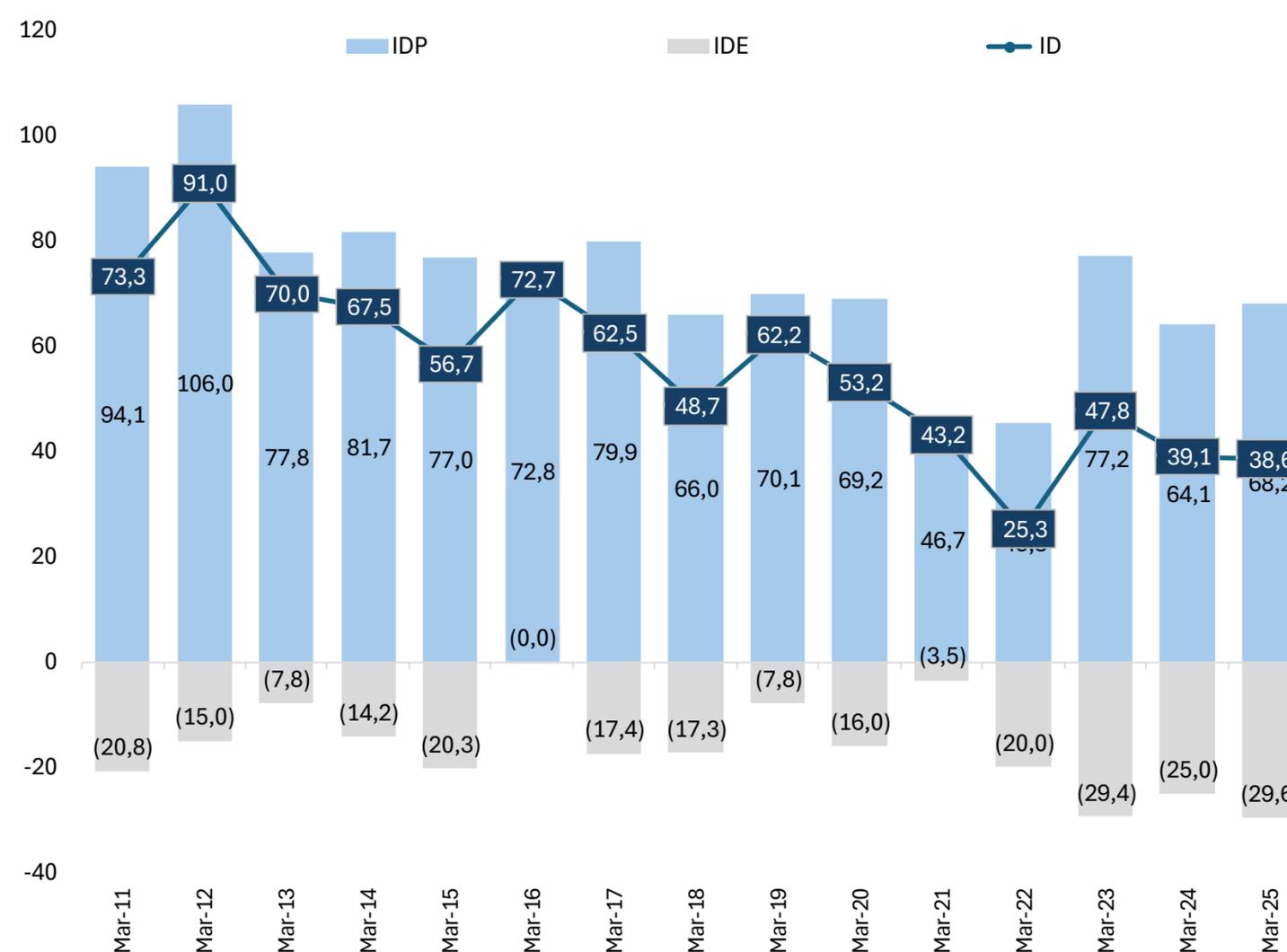
Conta Capital e Financeira

Em bilhões de dólares

Balança de Pagamentos	Mensal		Acumulado 12 meses		% PIB
	Mar-25	Feb-25	Mar-25	Feb-25	
Conta de Capital (entrada > 0)	(0,7)	(0,8)	(14,8)	(15,6)	-0,7%
Conta Financeira (entrada < 0)	(3,8)	(10,0)	(94,8)	(97,3)	-4,4%
Investimento Direto	(2,8)	(5,4)	(38,6)	(45,2)	-1,8%
No País (IDP)	(6,0)	(9,3)	(68,2)	(72,5)	-3,2%
Para o Exterior (IDE)	3,1	3,9	29,6	27,3	1,4%
Investimento em Carteira	2,0	(1,2)	0,8	0,1	0,0%
Ações & Fundos de Invest.	1,6	0,2	7,9	10,4	0,4%
Títulos de Dívida	0,4	(1,4)	(7,1)	(10,3)	-0,3%
Outras Contas Financeiras	(3,0)	(3,4)	(57,0)	(52,2)	-2,7%
Derivativos	(0,2)	(0,0)	1,4	0,1	0,1%
Outros Investimentos	(3,4)	(5,1)	(29,2)	(23,2)	-1,4%
Ativos de Reserva	0,7	1,7	(29,2)	(29,0)	-1,4%
Erros e Omissões (entrada > 0)	(0,8)	(0,3)	(11,5)	(11,3)	-0,5%

Investimento Direto

No País vs para o Exterior, acumulado 12 meses

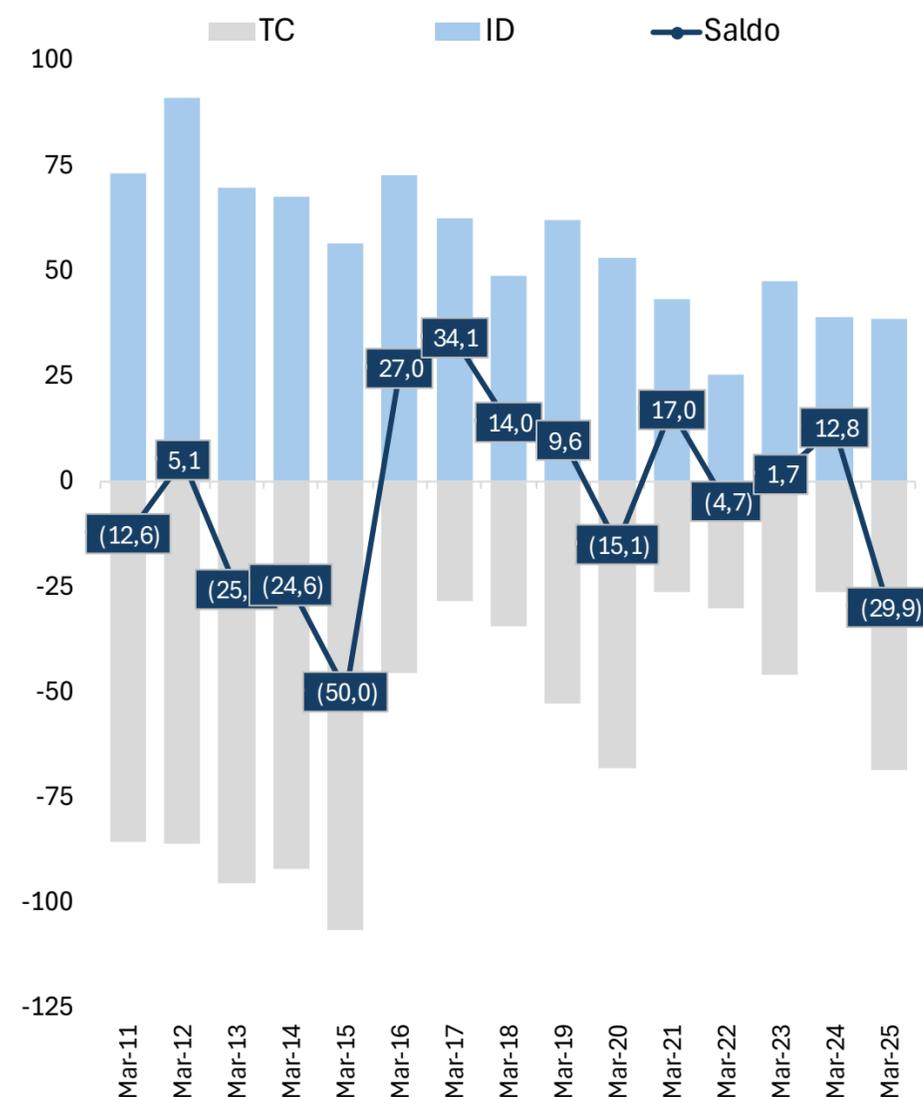


Fluxo cambial líquido negativo em 12 meses

A somatória de uma deterioração no saldo comercial com uma saída de fluxo financeiro, nos últimos 12 meses, reforça um fluxo cambial líquido desfavorável para a apreciação da nossa taxa de câmbio.

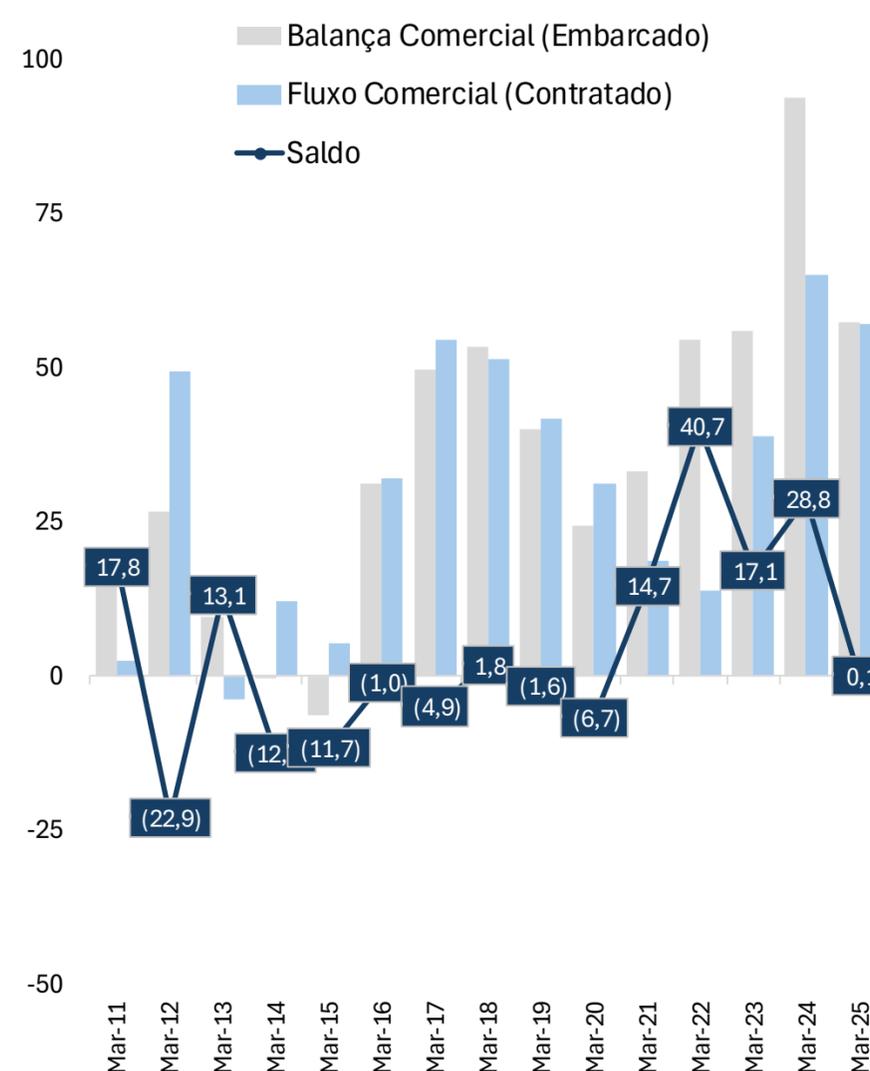
Transações Correntes vs Investimento Direto

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



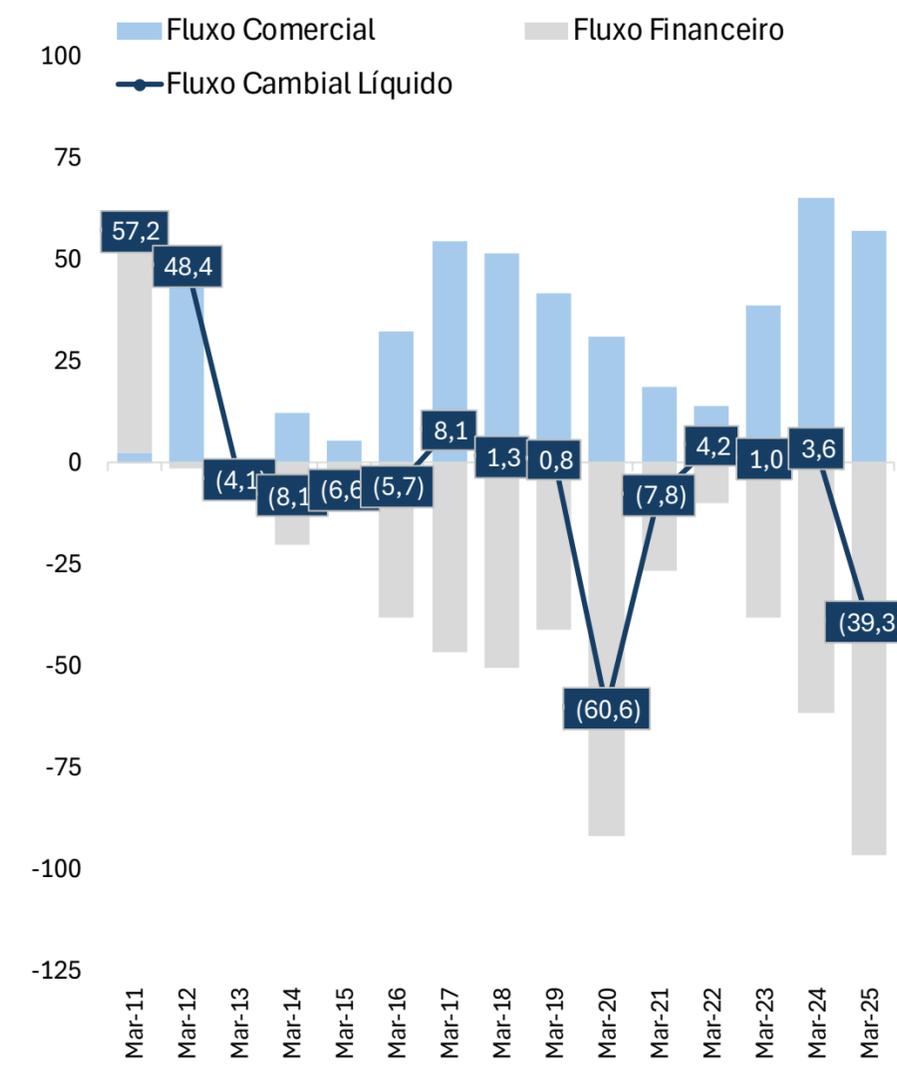
Câmbio Embarcado vs Contratado

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Fluxo Cambial Líquido

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Setor Externo: Reservas Internacionais

Reservas crescem USD4,6bi em abril.

Mesmo com um crescimento nas despesas com *swap cambial* e outros instrumentos de intervenção cambial, a posição cambial líquida também apresentou crescimento no último mês, de USD2,8bi.

Reservas Internacionais

Em bilhões de dólares



Posição Cambial Líquida

Em bilhões de dólares



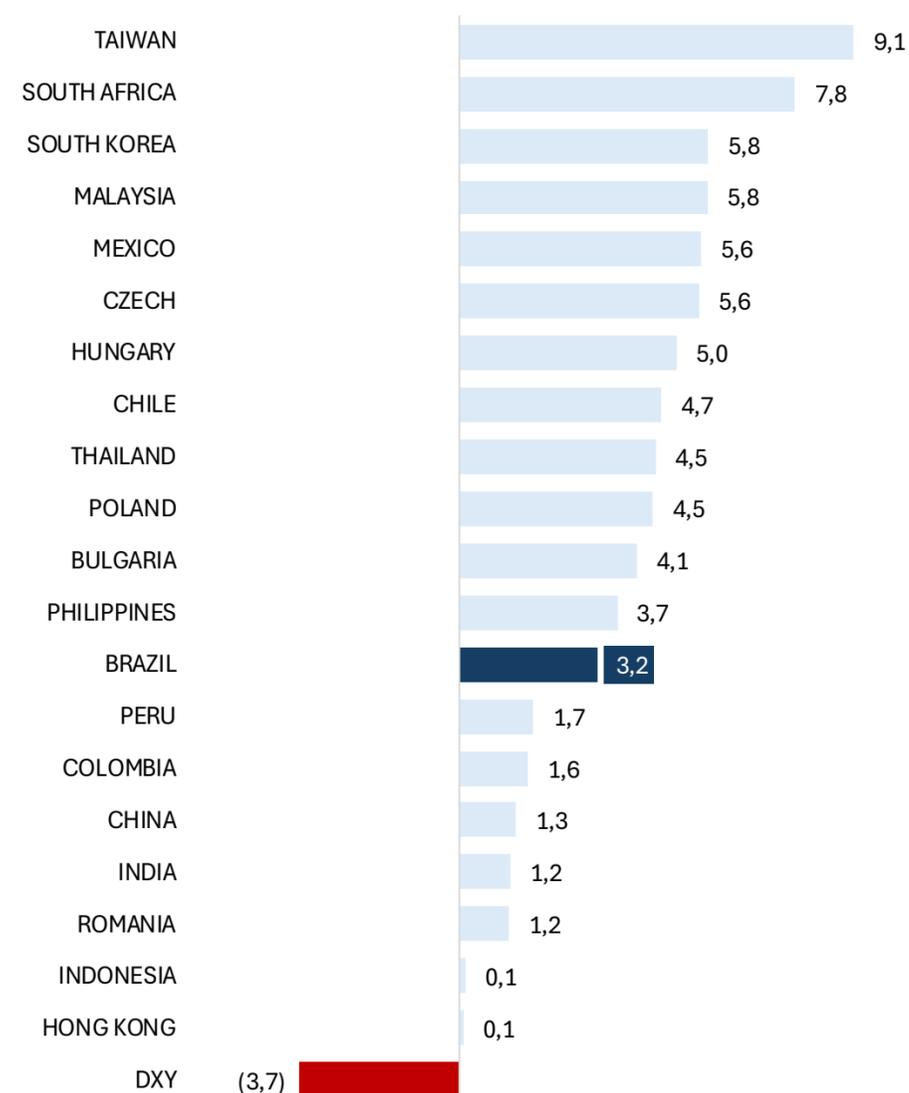
Desempenho das Moedas

Cenário de Câmbio

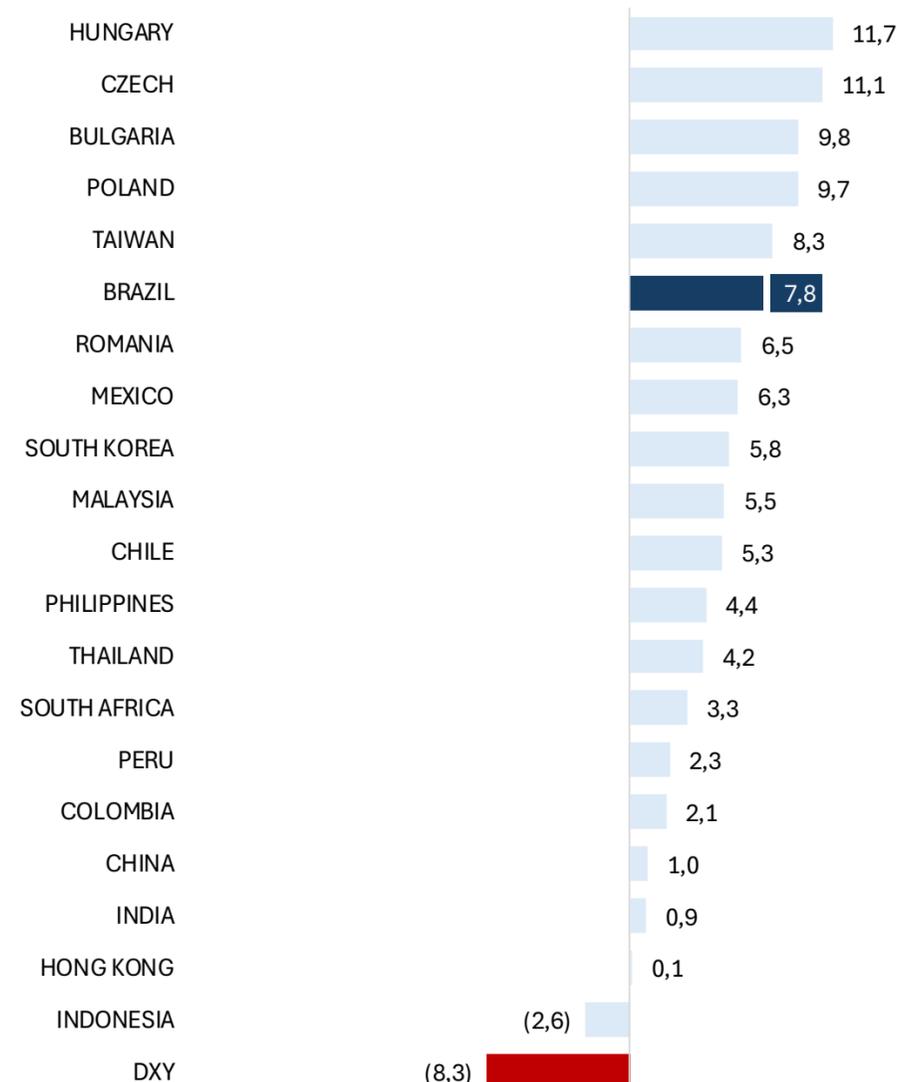
Real aprecia nos últimos 30 dias

Ao longo dos últimos 30 dias, o dólar se enfraqueceu tanto frente às principais moedas (DXY), quanto em relação às divisas de mercados emergentes — um movimento que já vem se desenhando desde o início do ano. Esse desempenho reflete, em parte: (i) revisões baixistas de diferencial de crescimento em relação aos pares europeus; (ii) busca por ativos seguros fora dos EUA desde os anúncios tarifários de Trump (02 de abril).

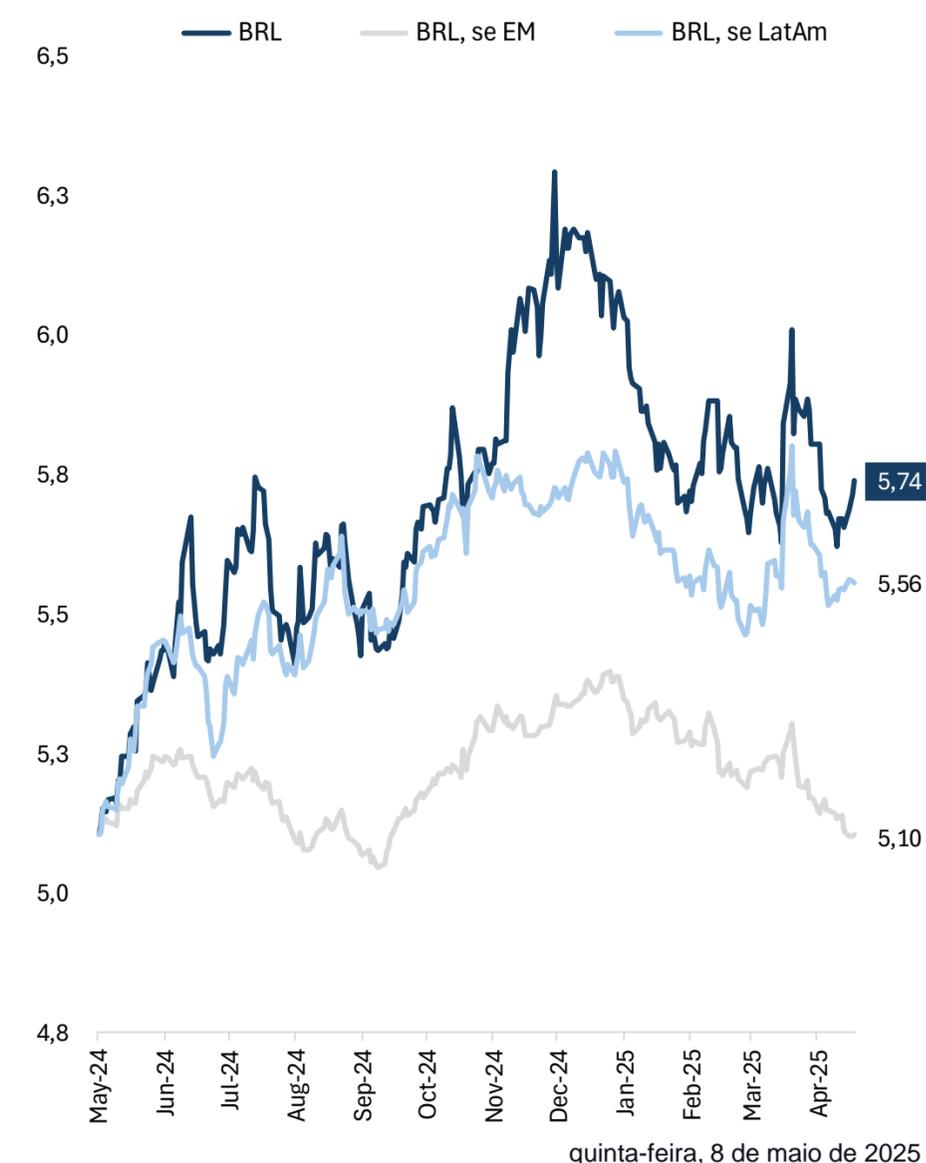
DXY vs Emergentes em 1 mês Variação



DXY vs Emergentes em 2025 Em bilhões de dólares



Desempenho do Real Em bilhões de dólares



Modelos de Câmbio

Cenário de Câmbio

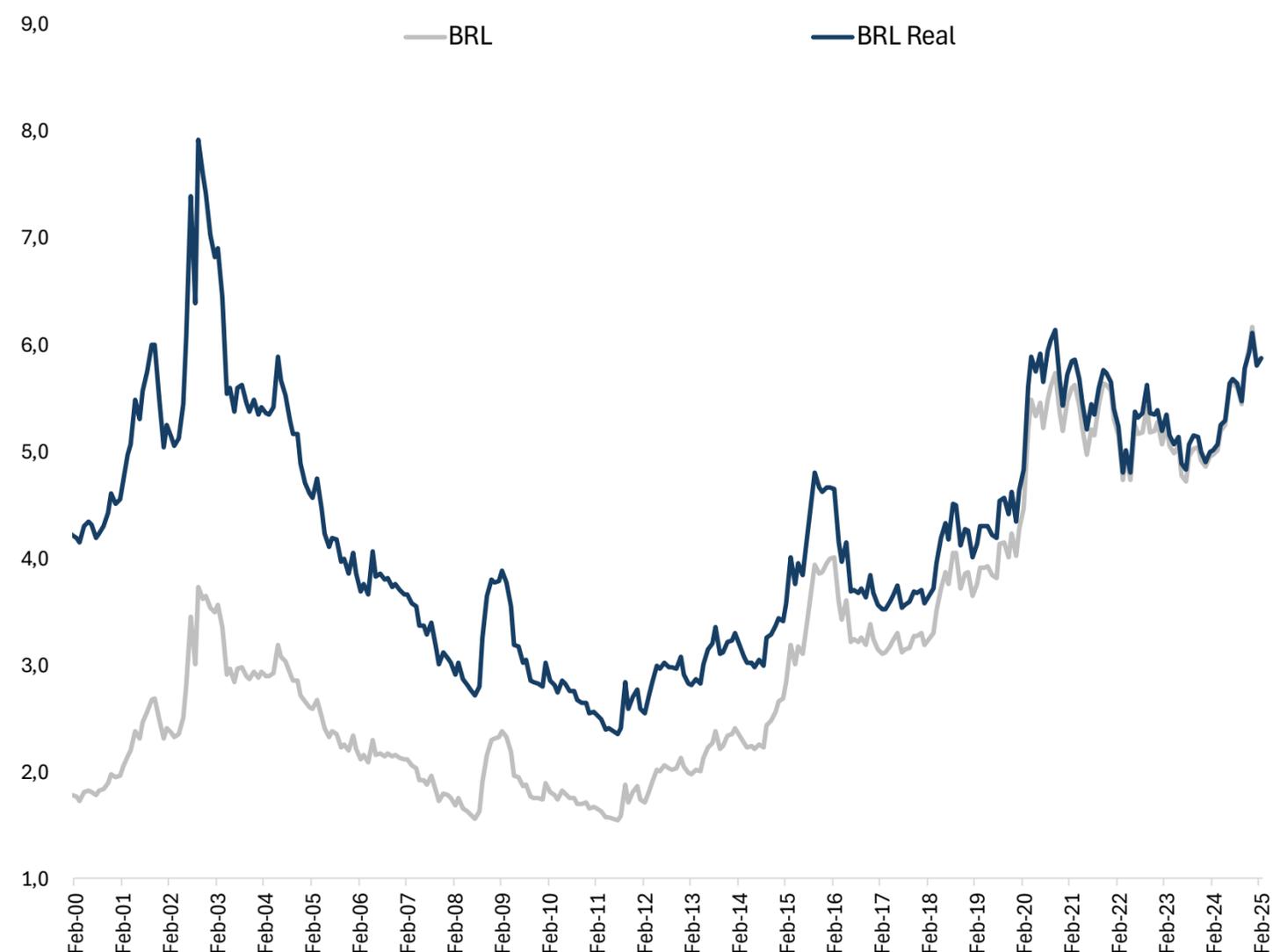
Modelos de Câmbio: Real vs Efetivo

No modelo de câmbio real efetivo (REER), a taxa de câmbio de equilíbrio está em R\$ 4,7

Máxima histórica da taxa de câmbio, em termos reais, segue em ~8,0/USDBRL em setembro de 2002. No modelo com base no passivo externo líquido e termos de troca, o *real effective exchange rate* (REER) está em ~4,6/USDBRL.

Taxa de Câmbio: Nominal vs Real (US CPI)

USDBRL



Taxa de Câmbio: Nominal vs Real Efetivo (REER)

USDBRL

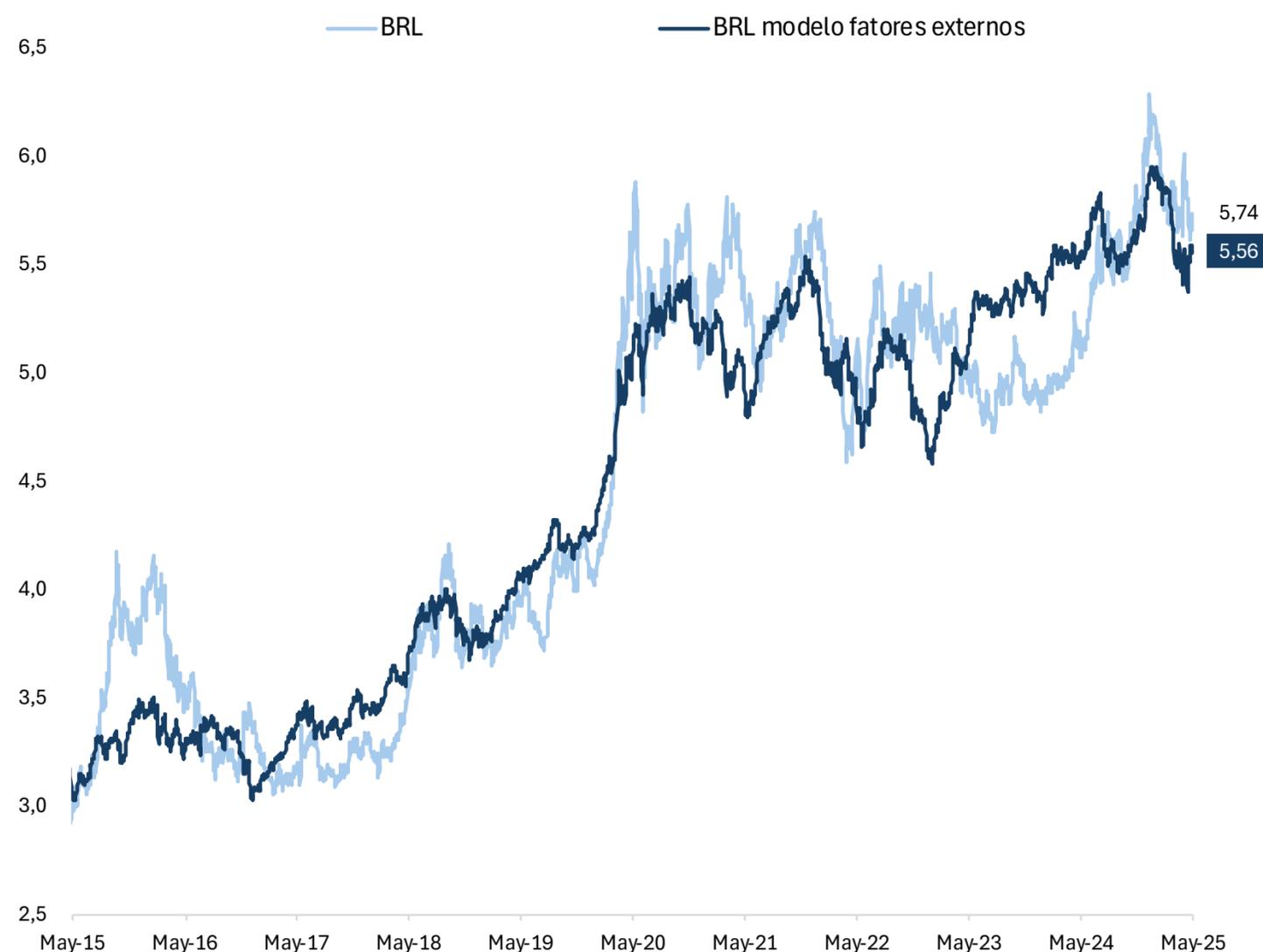


Modelos de Câmbio: Real 'ex-risco doméstico'

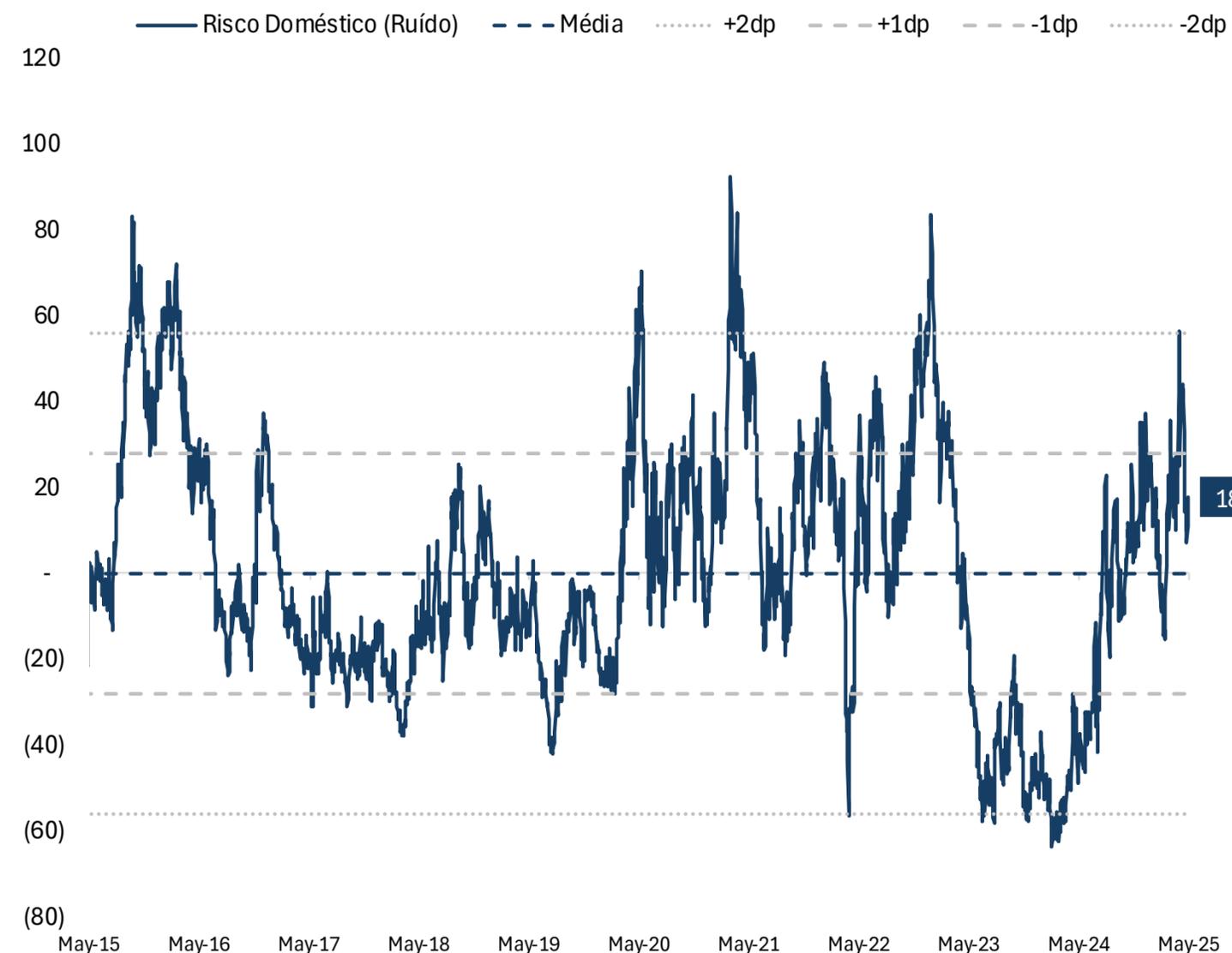
No modelo considerando apenas variáveis externas, a taxa de câmbio seria, aproximadamente, de R\$5,6/US\$

Desconsiderando os efeitos da taxa de juros na moeda e do risco-país, usualmente capturado pelo derivativo *credit default swap* (CDS), o preço negociado da taxa de câmbio tem se distanciado do modelo que captura apenas fatores do cenário externo.

Real: preço 'de tela' vs modelo com fatores externos
USDBRL



Ruído doméstico: preço 'de tela' – modelo com fatores domésticos
USDBRL centavos

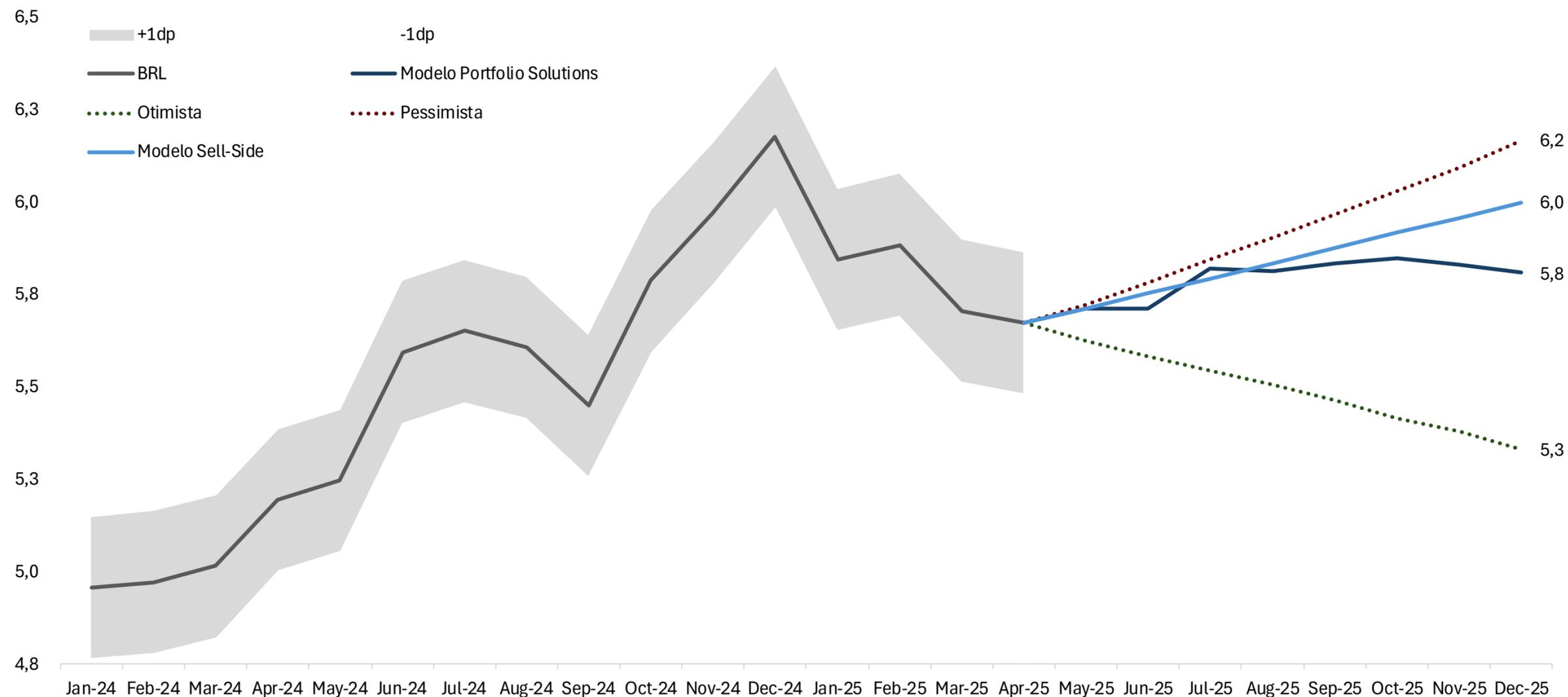


Modelos de Câmbio: Projeções 2025E

Esperamos uma taxa de câmbio de R\$5,8/US\$ para o final deste ano.

Esperamos que o real encerre 2025 com uma leve depreciação em relação ao nível atual (~R\$5,7/US\$), com algum fortalecimento do dólar especialmente em julho, diante das expectativas de avanço nas negociações tarifárias entre os EUA e seus principais parceiros comerciais, em especial os países asiáticos.

Real: preço 'de tela' vs modelo com fatores externos USDBRL



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

