



Cenário de Câmbio

Setembro 2025

4 de setembro 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'

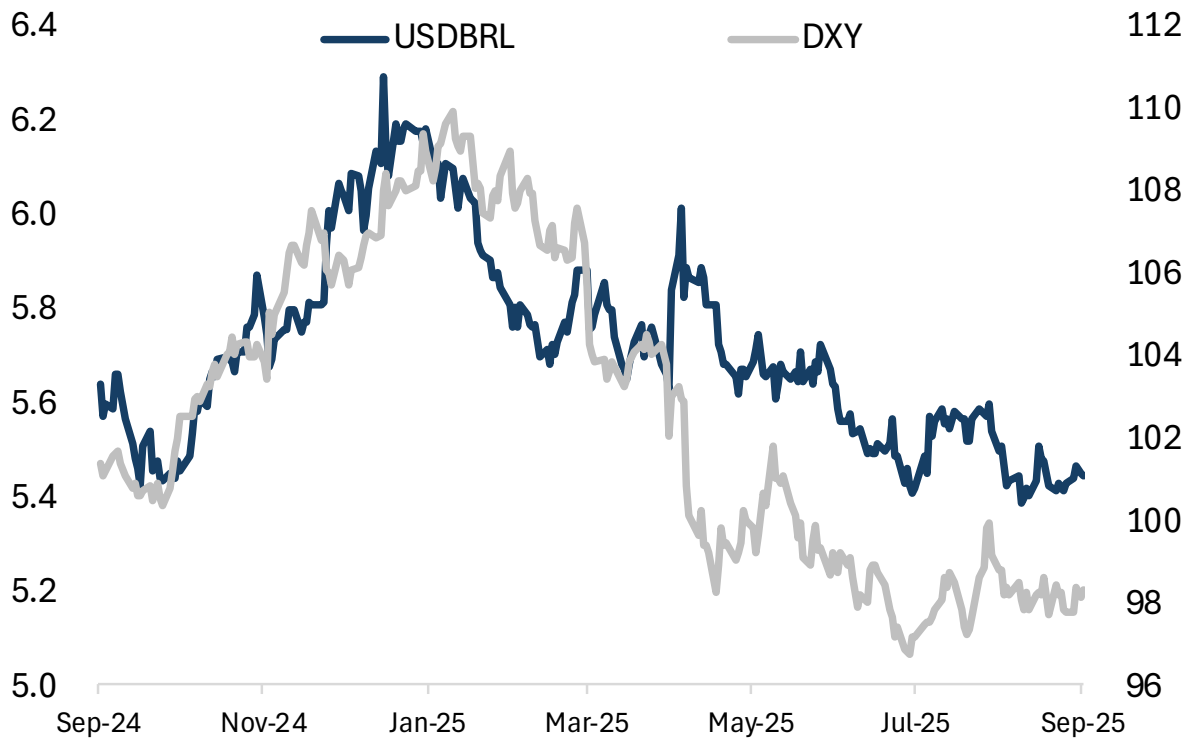
Projeções

Sensibilidade

Internacional: O dólar voltou a apresentar perda de força globalmente (DXY) em agosto, após a divulgação de um Payroll de julho mais fraco do que o esperado. Esse cenário reforçou a percepção de desaceleração no mercado de trabalho, que, embora ainda mantenha relativo equilíbrio entre oferta e demanda, agora opera em um nível mais baixo e, portanto, mais vulnerável. Diante disso, as falas de Powell durante o simpósio de Jackson Hole ampliaram o espaço para a retomada do ciclo de cortes de juros já em setembro. Ao mesmo tempo, ainda que cercados por incertezas, os membros do Fed vêm se mostrando mais inclinados à visão de que o choque inflacionário provocado pelas tarifas tende a ser temporário, não exigindo, portanto, a manutenção dos juros em patamares tão restritivos para conter uma possível inércia inflacionária. Nesse contexto, revisamos nossa projeção para 2025: em vez de apenas um corte, agora esperamos três reduções de 25 bps entre as reuniões do FOMC de setembro e dezembro. Essa reprecificação, caso confirmada, reduz o diferencial de juros favorável ao dólar, o que leva a um enfraquecimento adicional do DXY— movimento já parcialmente precificado ao longo do último mês. No campo institucional, as recentes tentativas de Trump de aumentar sua influência sobre o Fed reforçam a percepção de risco político e incentivam a diversificação global de riscos, contribuindo para a fragilidade do dólar globalmente. Por outro lado, alguns fatores tendem a moderar a velocidade desse enfraquecimento. No campo da política monetária, entendemos que o ECB necessitará realizar uma nova rodada de corte de juros em 2026, levando a taxa de depósito a um patamar considerado acomodatório. Paralelamente, a percepção crescente de risco fiscal na Europa — evidenciada pela moção de confiança na França, marcada para 8 de setembro — amplia a incerteza na região. Nesse contexto, tanto a redução do diferencial de juros entre EUA e Zona do Euro quanto a elevação da percepção de risco soberano europeu atuam como fatores que limitam a queda do dólar. Como resultado dessa nova perspectiva de cenário, marcado pelo embate de forças opostas, entendemos que o resultante mais provável é de uma perda de força adicional do DXY em relação às nossas projeções anteriores, ainda que em intensidade mais limitada, tendência que deve se manter até o final do ano.

Brasil: Nos últimos 30 dias, o real apresentou valorização frente ao dólar, movimento impulsionado principalmente pela perda de força global da moeda norte-americana. No cenário doméstico, os dados econômicos continuam a indicar desaceleração da atividade nos setores cíclicos, o que reforça a credibilidade da política monetária e melhora as expectativas de inflação. Esse quadro contribuiu para a queda da curva DI, que, tudo mais constante, tenderia a reduzir a atratividade do real. No entanto, esse efeito tem sido mais do que compensado pelas crescentes perspectivas de cortes de juros nos Estados Unidos na parte final de 2025. No campo fiscal, avaliamos que a incerteza sobre a aprovação das medidas arrecadatórias pode se configurar como um desafio adicional para a entrega da meta de resultado primário para 2026. **Nesse contexto, mantemos nossa projeção para a taxa de câmbio no fim do ano em R\$5,60/US\$, mas com viés de baixa, refletindo o novo cenário de afrouxamento monetário nos EUA.**

USDBRL vs DXY



Monitor de Câmbio

	4-Sep-25	MTD	1M	YTD	1Y
Real*	5.45	(0.3)	1.0	13.4	3.6
DXY	98.3	0.5	(0.5)	(9.4)	(3.0)
Ouro	3,549.8	3.0	5.2	35.3	42.2
Commodity (CRB)	554.4	(0.1)	(0.9)	3.3	3.5
Petróleo (Brent)	66.9	(0.9)	(1.7)	(7.2)	(5.2)
Minério de Ferro	104.4	0.9	1.6	7.3	16.1
CDS Brazil 10Y	237.2	0.7	(5.9)	(25.8)	(9.7)
Carrego (Selic - FFR)	10.2	10.2	10.2	7.6	4.9

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

Setor Externo

Cenário de Câmbio

Setor Externo: Transações Correntes

Maior despesa com rendas leva a deterioração em Transações Correntes em julho maior do que o esperado

Em julho, o déficit em transações correntes somou US\$ 7,1 bi (vs. US\$ 5,5 bi consenso), uma piora de 37% em relação ao mesmo período do ano anterior. O resultado foi explicado principalmente pelo aumento das despesas com rendas, em especial lucros e dividendos. Já a balança comercial, embora tenha registrado superávit ligeiramente inferior ao de julho passado, voltou a crescer após um trimestre de desaceleração, impulsionada pelo avanço das exportações.

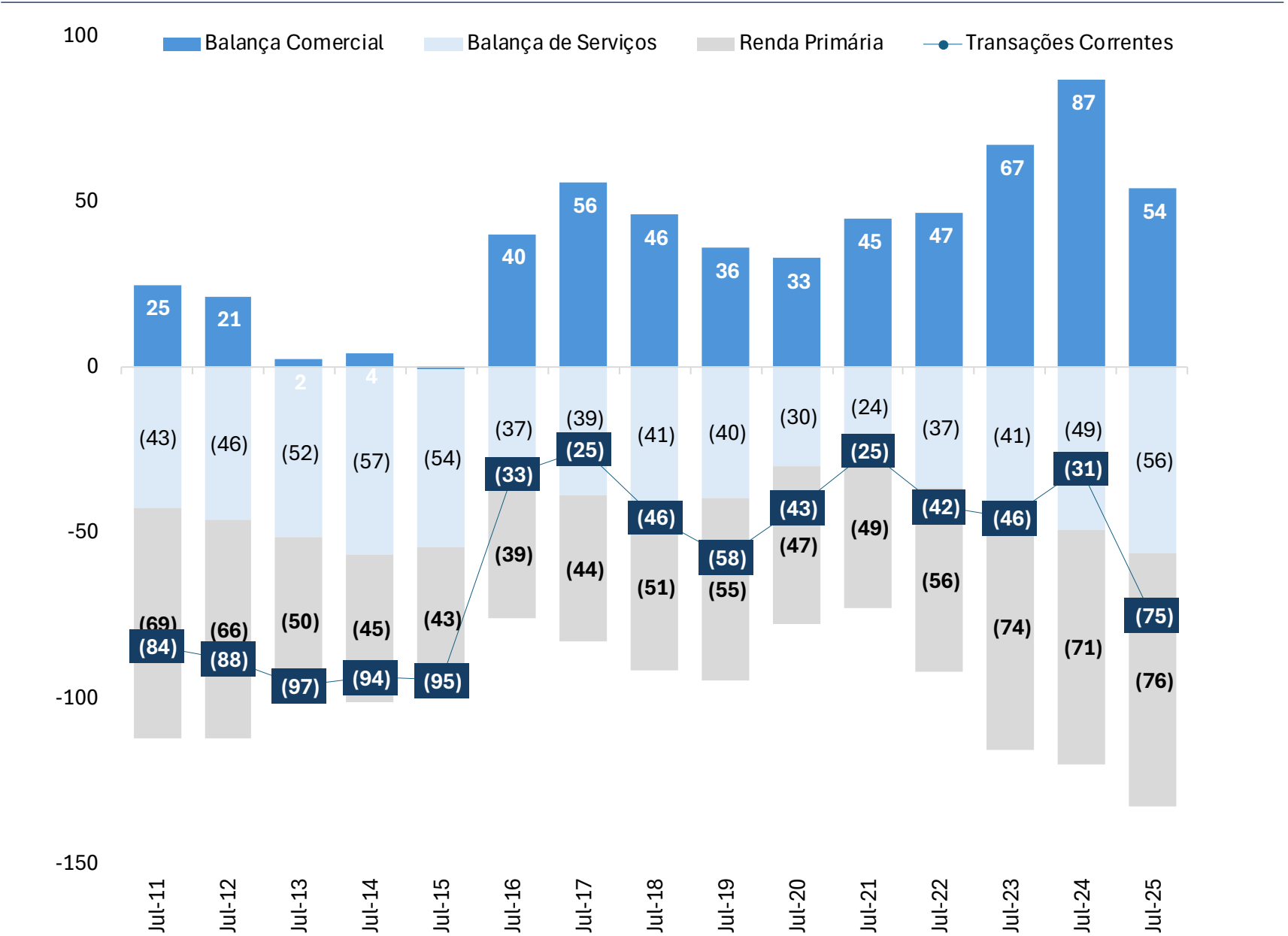
Transações Correntes

Em bilhões de dólares

Balança de Pagamentos (USD bilhões)	Mensal		Acumulado 12 meses		% PIB
	Jul-25	Jun-25	Jul-25	Jun-25	
Transações Correntes	(7.1)	(5.3)	(75.3)	(73.3)	-3.5%
Balança Comercial	6.5	5.1	53.9	54.4	2.5%
Exportações	32.6	29.1	339.7	338.2	15.8%
Importações	26.1	24.0	285.8	283.8	13.3%
Balança de Serviços	(5.0)	(4.5)	(56.5)	(56.4)	-2.6%
Balança de Renda (1ª + 2ª)	(8.5)	(5.9)	(72.7)	(71.4)	-3.3%
Conta de Capital (entrada > 0)	(1.3)	(1.5)	(14.2)	(14.2)	-0.7%
Conta Financeira (entrada < 0)	(8.7)	(6.4)	(91.3)	(91.7)	-4.2%
Investimento Direto	(5.8)	(0.5)	(41.1)	(40.0)	-1.9%
No País (IDP)	(8.3)	(2.8)	(68.2)	(67.0)	-3.2%
Para o Exterior (IDE)	2.5	2.3	27.1	27.1	1.3%
Investimento em Carteira	3.0	(1.8)	11.0	4.1	0.5%
Ações & Fundos de Invest.	1.8	2.4	13.5	10.2	0.6%
Títulos de Dívida	1.3	(4.2)	(2.4)	(6.1)	-0.1%
Outras Contas Financeiras	(5.9)	(4.1)	(61.3)	(55.8)	-2.9%
Reservas Internacionais			329.7	363.0	15.3%

Transações Correntes

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Setor Externo: Balança Comercial

Saldo comercial em 12 meses segue apresentando deterioração

Em julho, a balança comercial acumulada em 12 meses mostrou queda nas exportações das principais commodities — minério de ferro (-17,3%), soja (-15,6%) e óleos brutos (-11,5%) — fator determinante para a piora do saldo comercial. As importações, por sua vez, apesar da desaceleração econômica já refletida nos dados do 2T25, permanecem em nível superior ao observado no ano anterior.

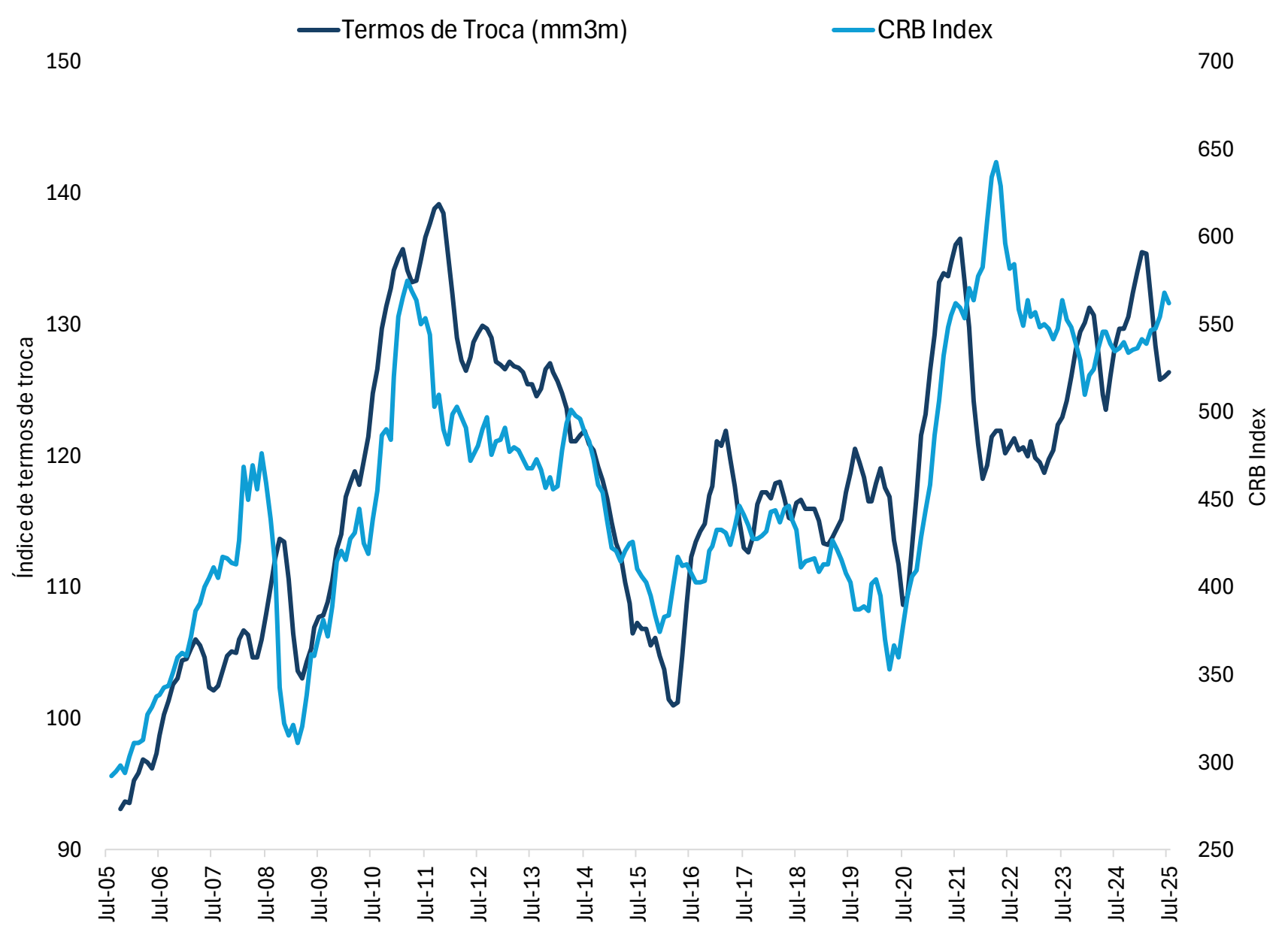
Balança Comercial

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses

Balança Comercial	Jul-24	May-25	Jun-25	Jul-25	% a/a
Saldo	95.2	63.1	62.5	61.9	-35.0%
Soja em grãos, mesmo triturada	47.7	41.0	40.3	40.3	-15.4%
Óleos brutos de petróleo	39.3	35.2	35.2	35.7	-9.3%
Minério de ferro	32.6	27.4	27.2	27.0	-17.3%
Café cru em grão	9.2	13.5	13.6	13.8	49.6%
Açúcar de cana, em bruto	16.2	13.8	13.8	13.6	-15.8%
Exportações	344.0	335.5	335.8	337.1	-2.0%
Óleos brutos de petróleo	48.3	42.6	42.5	42.8	-11.5%
Soja em grãos, mesmo triturada	48.0	41.2	40.5	40.5	-15.6%
Minério de ferro	32.6	27.4	27.2	27.0	-17.3%
Demais bens intermediários	12.2	13.5	13.7	13.9	13.8%
Açúcar de cana, em bruto	16.2	13.8	13.8	13.6	-15.8%
Importações	248.8	272.4	273.3	275.2	10.6%
Produto e preparos químicos diversos	27.2	30.4	30.6	31.1	14.3%
Demais bens intermediários	12.7	14.9	15.1	15.2	19.7%
Motores, peças e acessórios para veículos automotores	12.2	14.2	14.4	14.7	20.2%
Motores, peças e acessórios para aeronaves	8.8	11.0	11.2	11.6	31.6%
Adubos, fertilizantes e defensivos agrícolas	9.6	11.0	11.2	11.5	19.4%

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

Em pontos



Setor Externo: Conta de Capital e Financeira

Investimento Direto no País apresenta seu melhor resultado mensal desde 2014

Em julho, após dois meses abaixo do esperado, o IDP registrou entrada de US\$ 8,3 bi (vs. US\$ 5,4 bi consenso), acumulando US\$ 68,2 bi em 12 meses. A surpresa positiva no mês decorreu principalmente do aumento da participação no capital e de operações intercompanhia, impulsionadas pelo maior volume de crédito recebido do exterior.

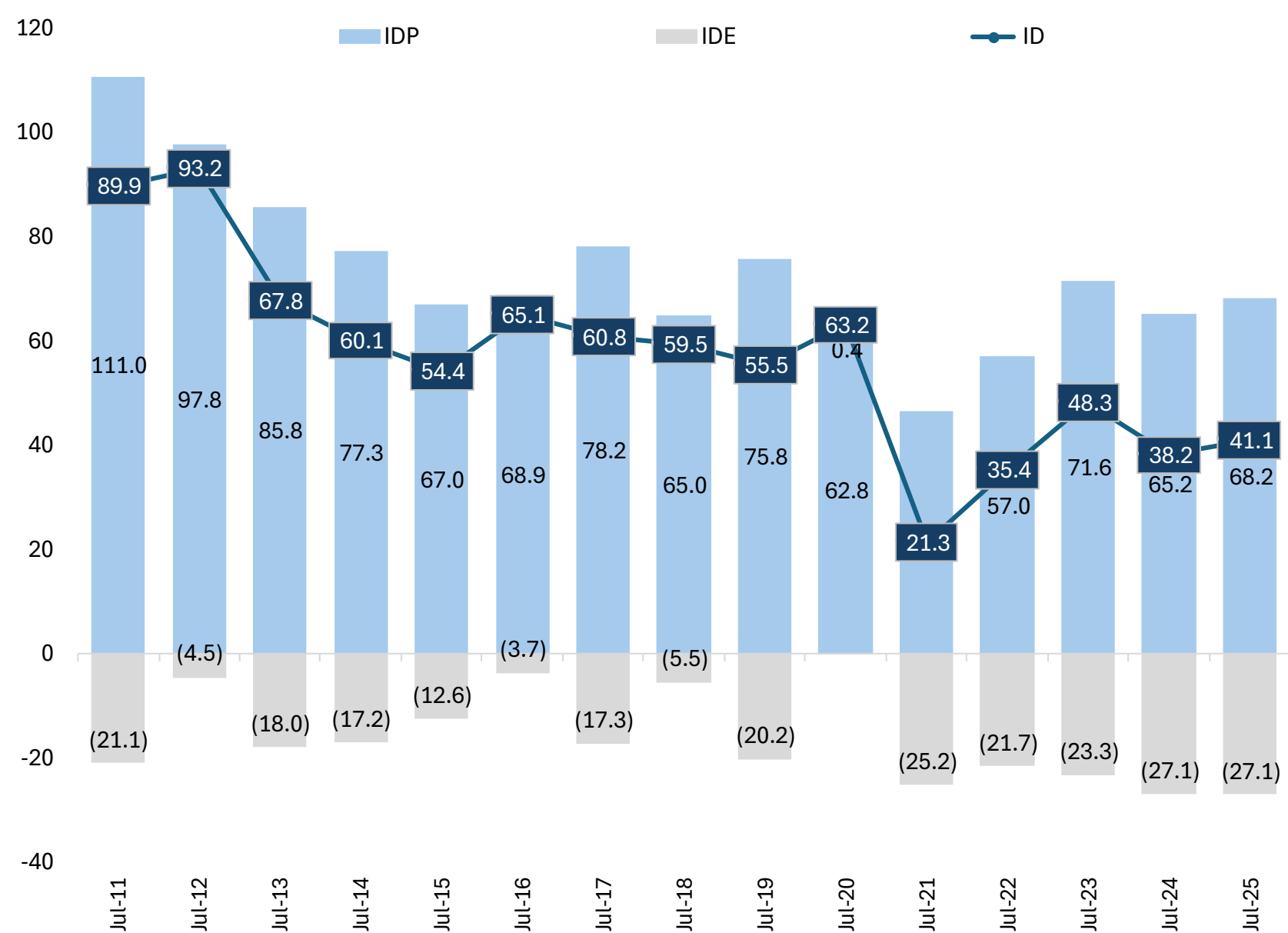
Conta Capital e Financeira

Em bilhões de dólares

Balança de Pagamentos	Mensal		Acumulado 12 meses		% PIB
	Jul-25	Jun-25	Jul-25	Jun-25	
Conta de Capital (entrada > 0)	(1.3)	(1.5)	(14.2)	(14.2)	-0.7%
Conta Financeira (entrada < 0)	(8.7)	(6.4)	(91.3)	(91.7)	-4.2%
Investimento Direto	(5.8)	(0.5)	(41.1)	(40.0)	-1.9%
No País (IDP)	(8.3)	(2.8)	(68.2)	(67.0)	-3.2%
Para o Exterior (IDE)	2.5	2.3	27.1	27.1	1.3%
Investimento em Carteira	3.0	(1.8)	11.0	4.1	0.5%
Ações & Fundos de Invest.	1.8	2.4	13.5	10.2	0.6%
Títulos de Dívida	1.3	(4.2)	(2.4)	(6.1)	-0.1%
Outras Contas Financeiras	(5.9)	(4.1)	(61.3)	(55.8)	-2.9%
Derivativos	(0.5)	(0.5)	(2.9)	(0.9)	-0.1%
Outros Investimentos	(8.5)	(3.6)	(30.1)	(24.5)	-1.4%
Ativos de Reserva	3.1	0.0	(28.3)	(30.4)	-1.3%
Erros e Omissões (entrada > 0)	(0.4)	0.4	(1.9)	(4.1)	-0.1%

Investimento Direto

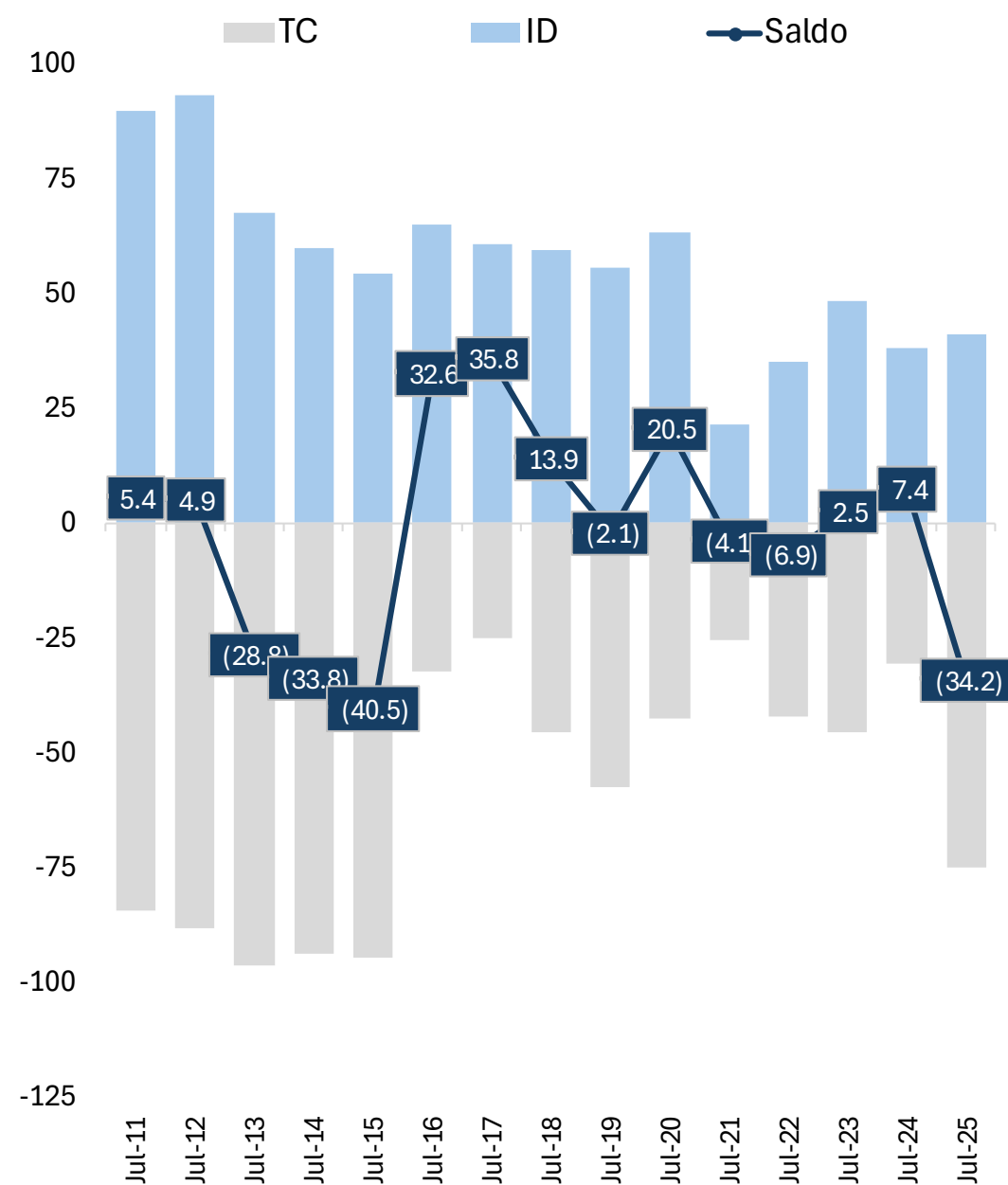
No País vs para o Exterior, acumulado 12 meses



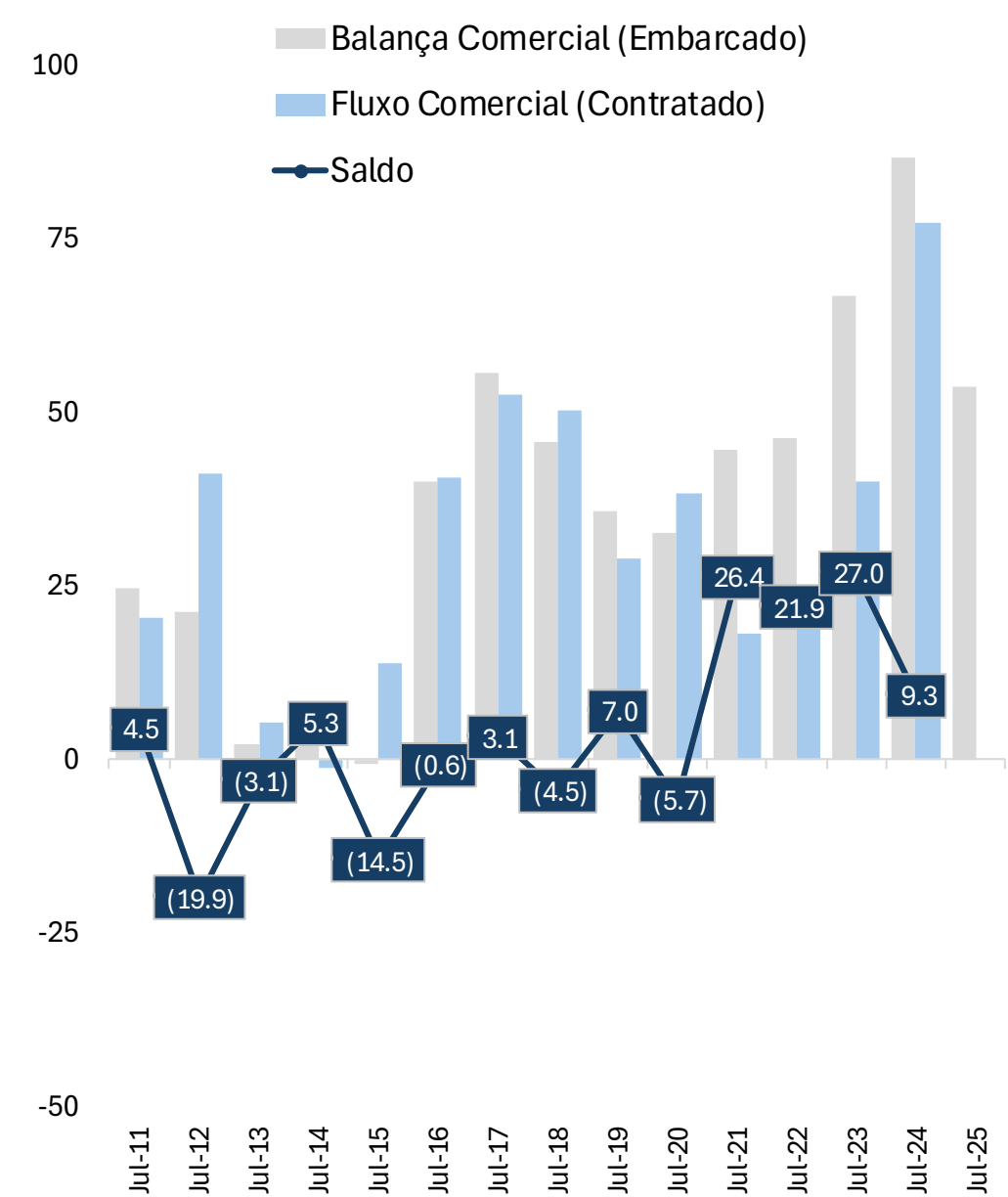
Transações correntes em julho alcançam pior resultado em 12 meses desde 2015

Embora o saldo das Transações Correntes tenha se deteriorado de forma relevante nos 12 meses até julho, esse fundamento não têm sido determinante para afetar a apreciação da taxa de câmbio no curto prazo. A valorização do real está, portanto, mais relacionada a um ambiente externo mais favorável para emergentes, além do fato de que a moeda brasileira havia encerrado 2024 em um nível bastante depreciado.

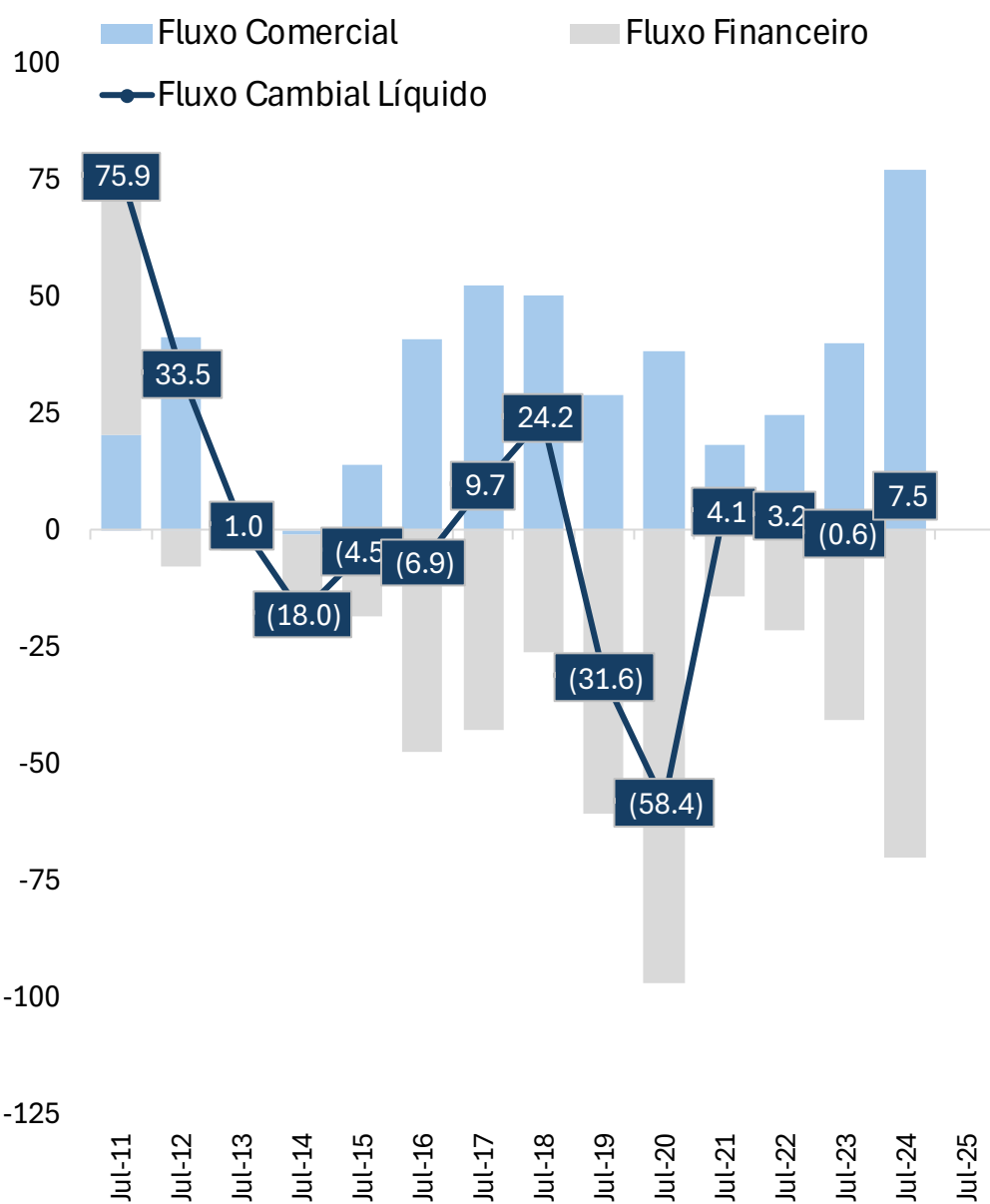
Transações Correntes vs Investimento Direto
Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Câmbio Embarcado vs Contratado
Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



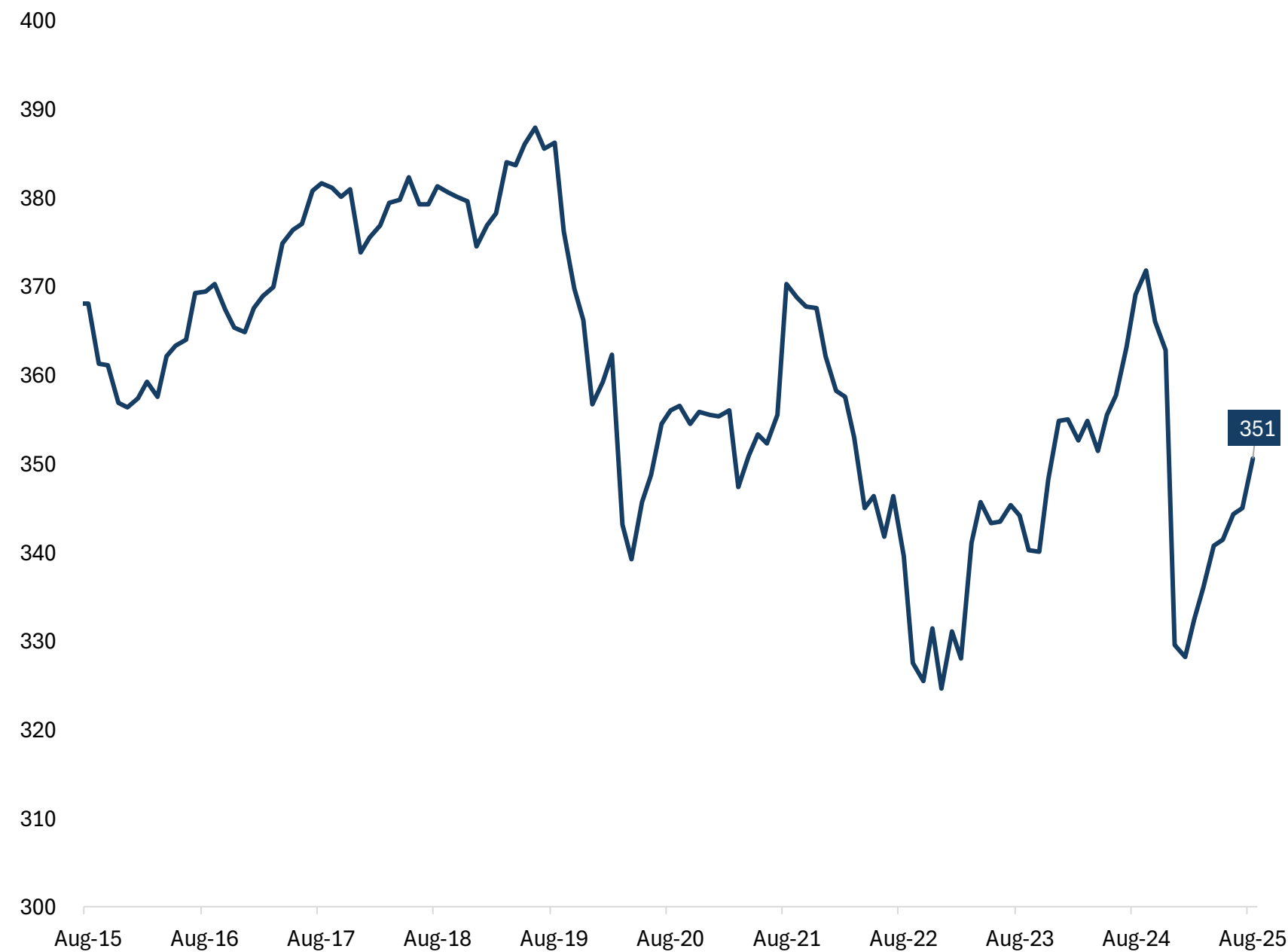
Fluxo Cambial Líquido
Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Reservas crescem USD5,7bi em julho.

Diante da estabilidade nos swaps cambiais, o Banco Central vem recompondo suas reservas internacionais, após a utilização de parte delas no fim de 2024 para conter a depreciação do real.

Reservas Internacionais
Em bilhões de dólares



Posição Cambial Líquida
Em bilhões de dólares



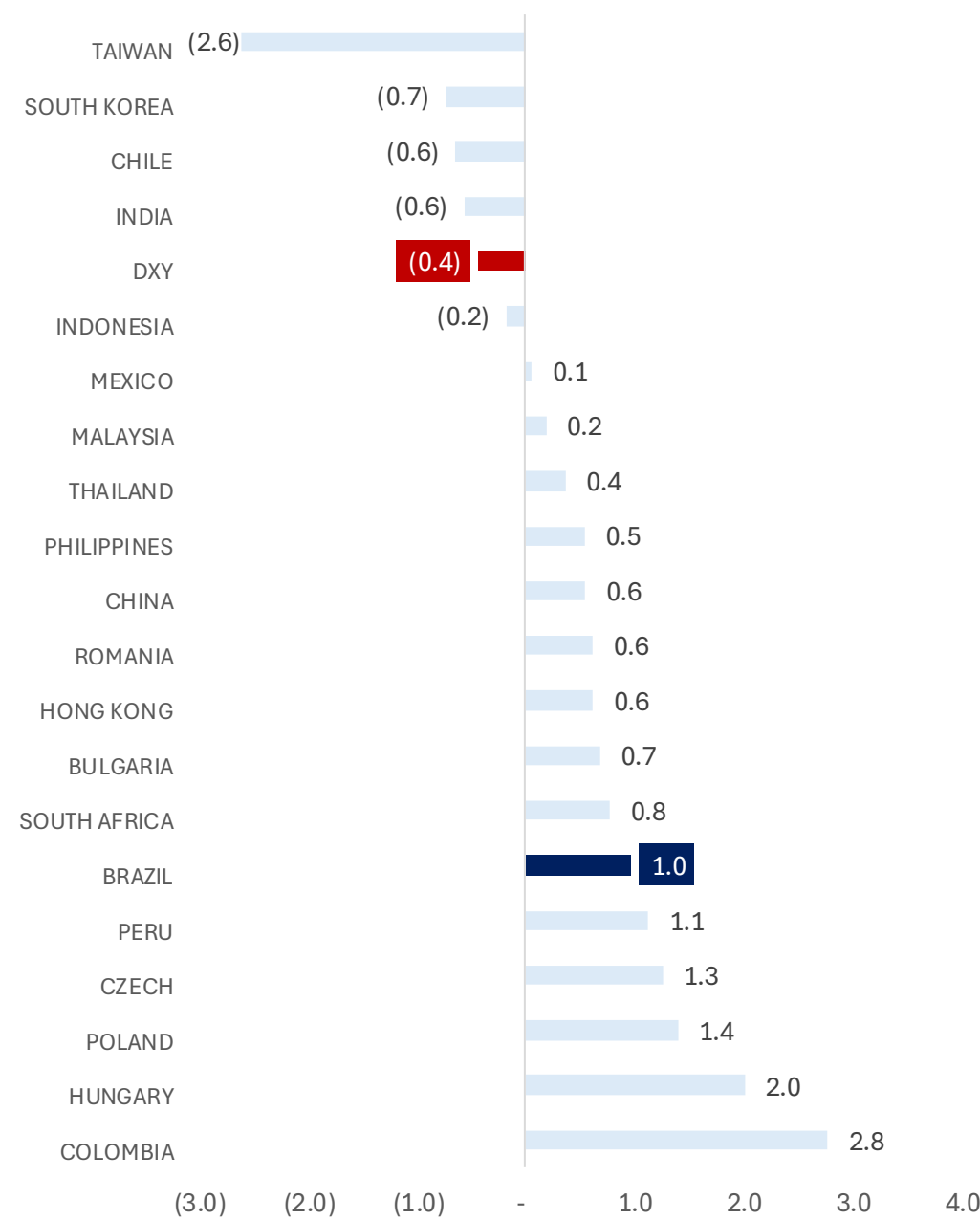
Desempenho das Moedas

Cenário de Câmbio

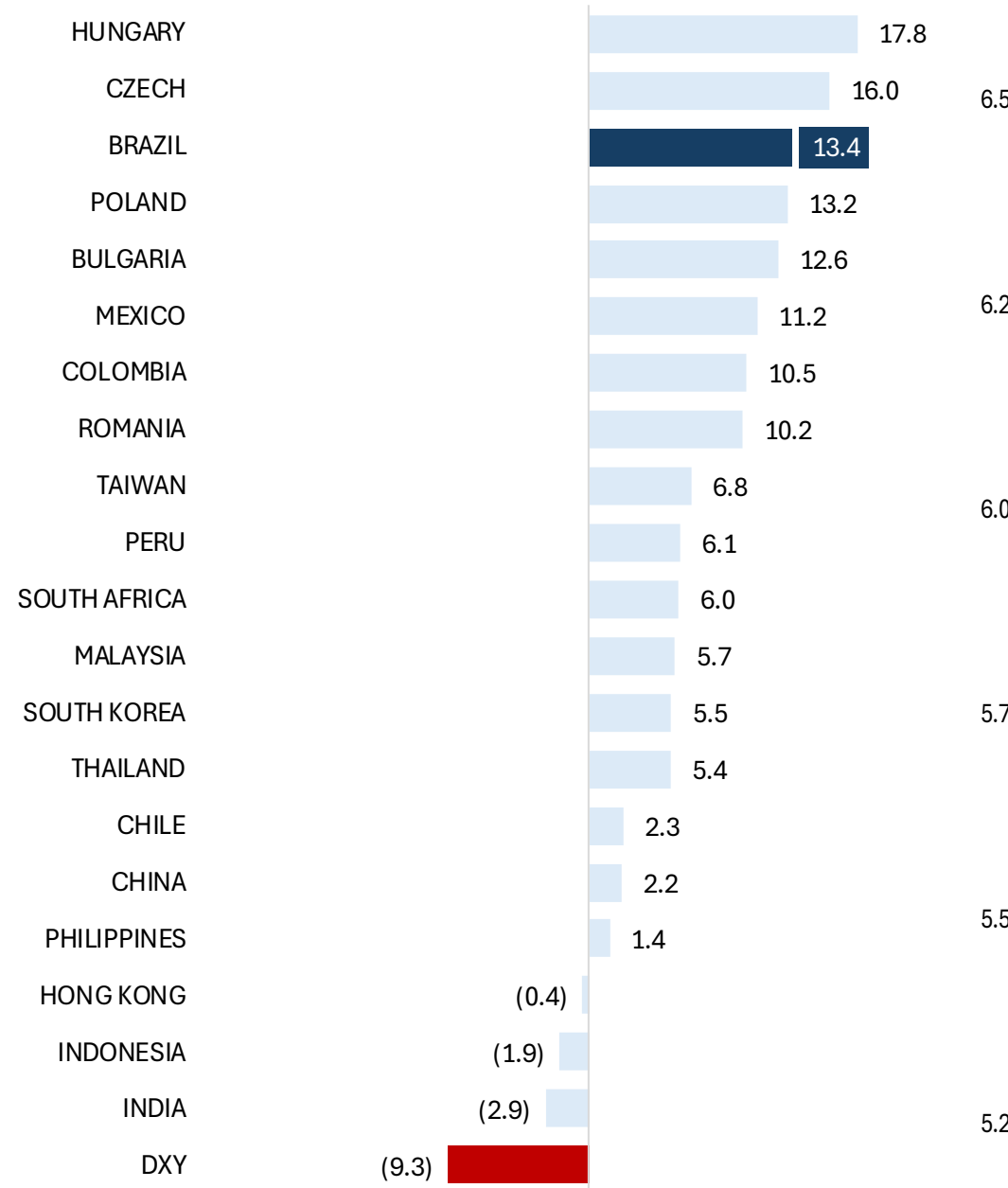
Real aprecia nos últimos 30 dias

No último mês, o real figurou entre as moedas emergentes de maior valorização frente ao dólar, favorecido pela perda de força global da moeda americana diante de seus principais pares (DXY) e pelo aumento das perspectivas de diferencial positivo de juros, que elevou a atratividade da moeda. Esse movimento foi reforçado pelos dados mais fracos do mercado de trabalho nos EUA e pelas falas de Powell, que ampliaram o espaço para a precificação de cortes de juros pelo Fed em 2025. Como resultado, o real permanece entre os emergentes de melhor desempenho no ano.

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

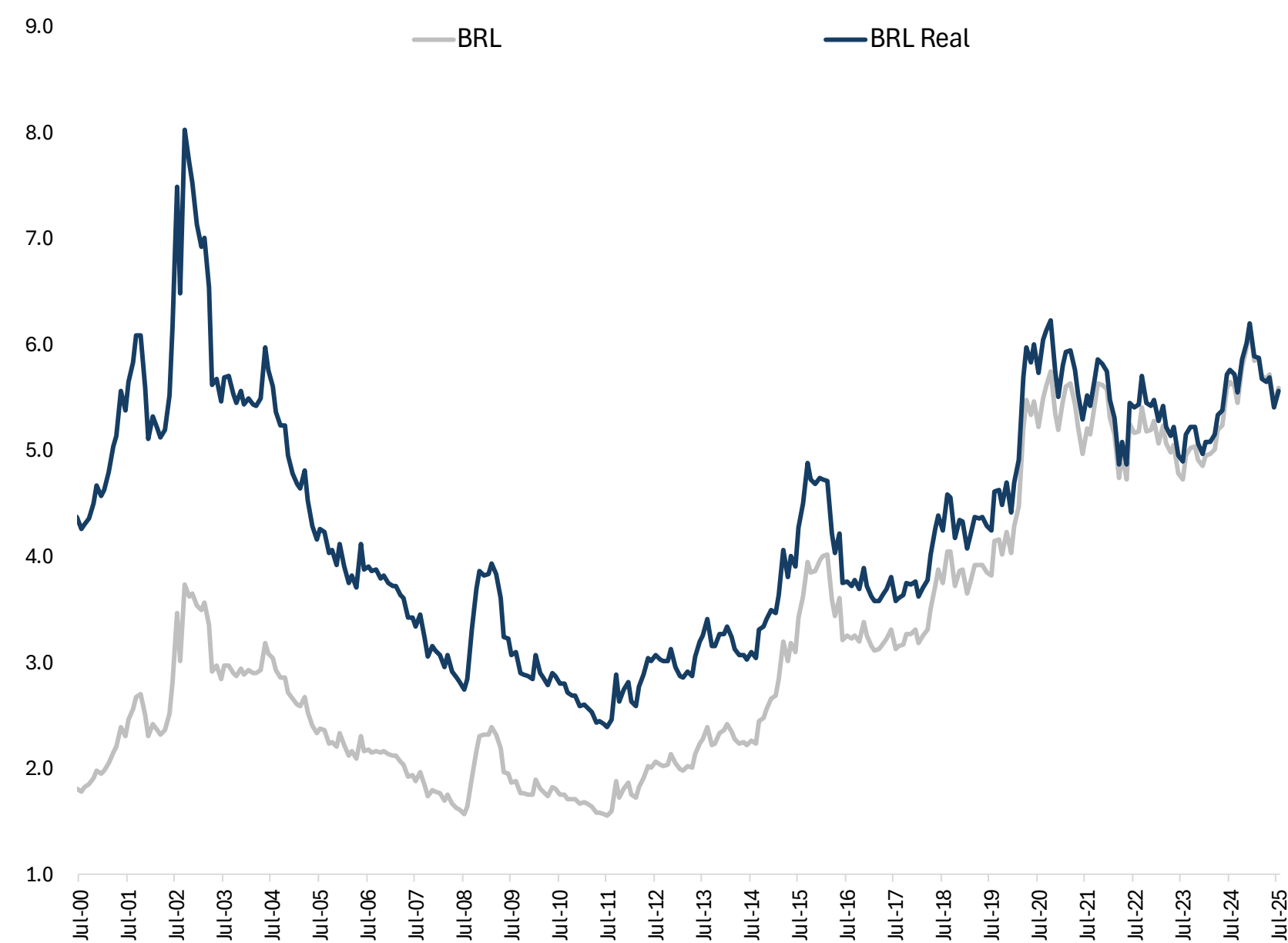
Cenário de Câmbio

Modelos de Câmbio: Real vs Efetivo

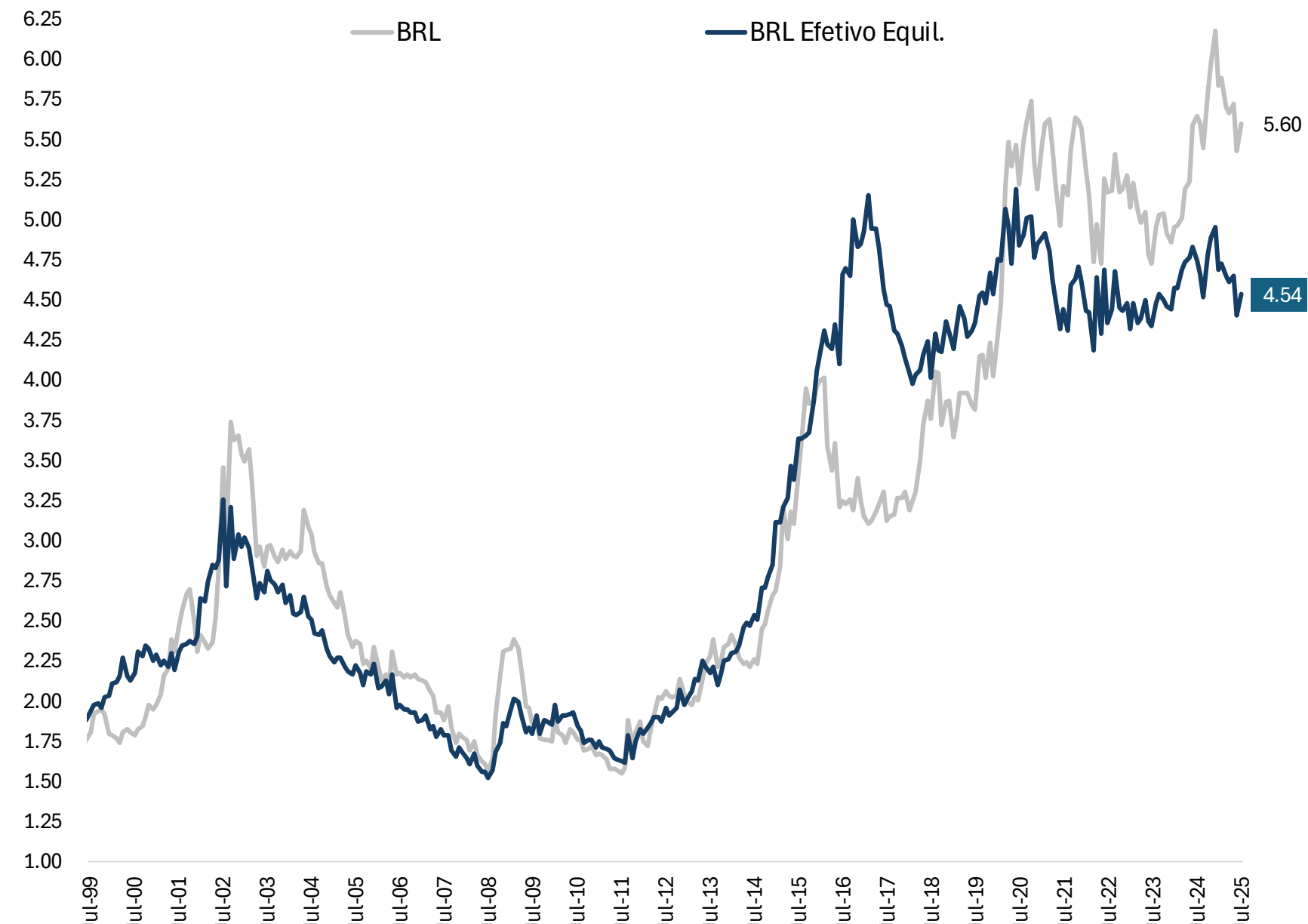
No modelo de câmbio real efetivo (REER), a taxa de câmbio de equilíbrio está em R\$ 4,54

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 ~4,54/USDBRL.

Taxa de Câmbio: Nominal vs Real (US CPI)
USDBRL



Taxa de Câmbio: Nominal vs Real Efetivo (REER)
USDBRL

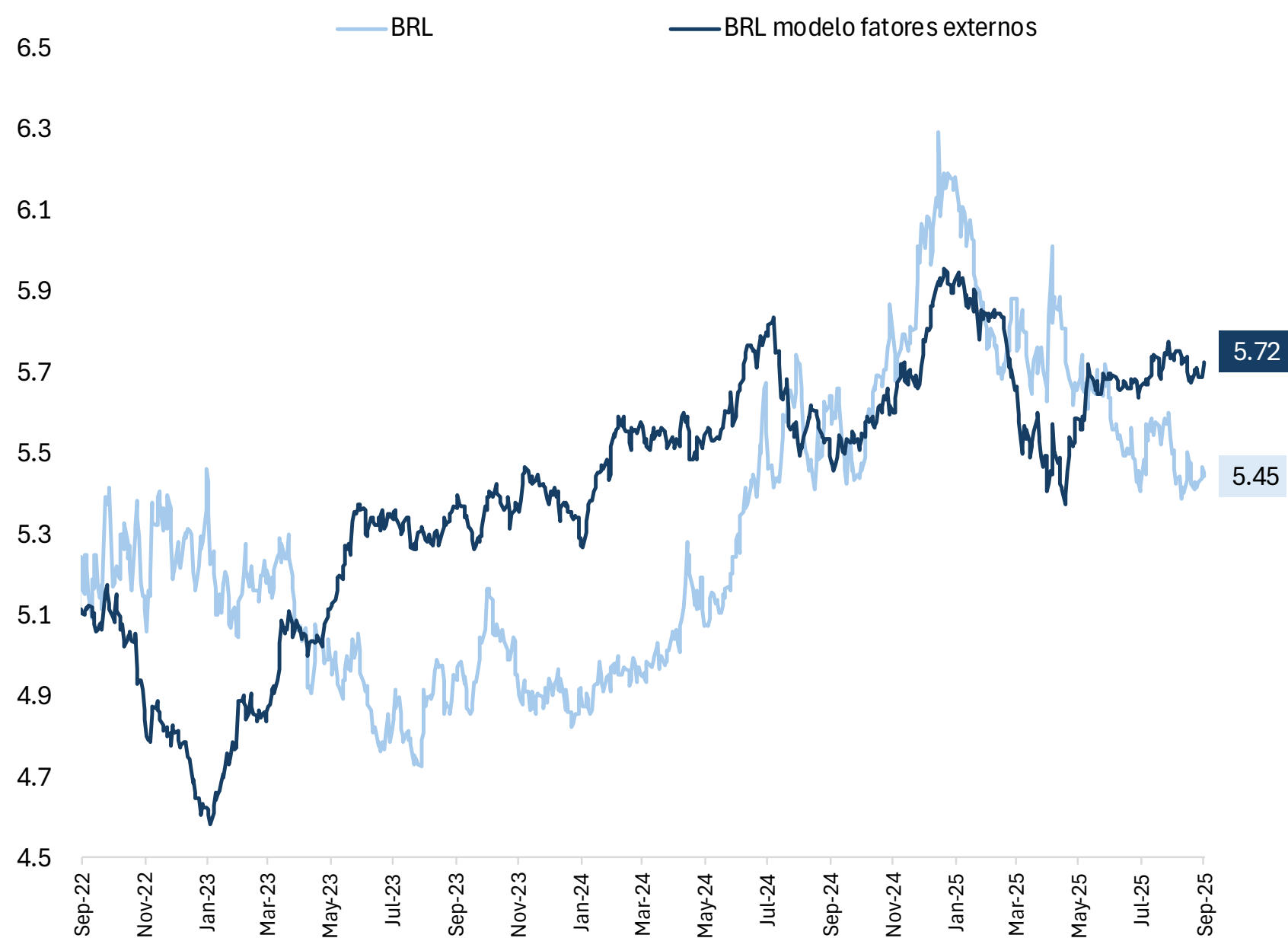


Modelos de Câmbio: Real 'ex-risco doméstico'

No modelo considerando apenas variáveis externas, a taxa de câmbio seria, aproximadamente, de R\$5,72/US\$

Desconsiderando os efeitos da taxa de juros sobre a moeda e do risco-país, usualmente capturado pelo derivativo *credit default swap* (CDS), o preço negociado da taxa de câmbio continua se distanciando do modelo que incorpora 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

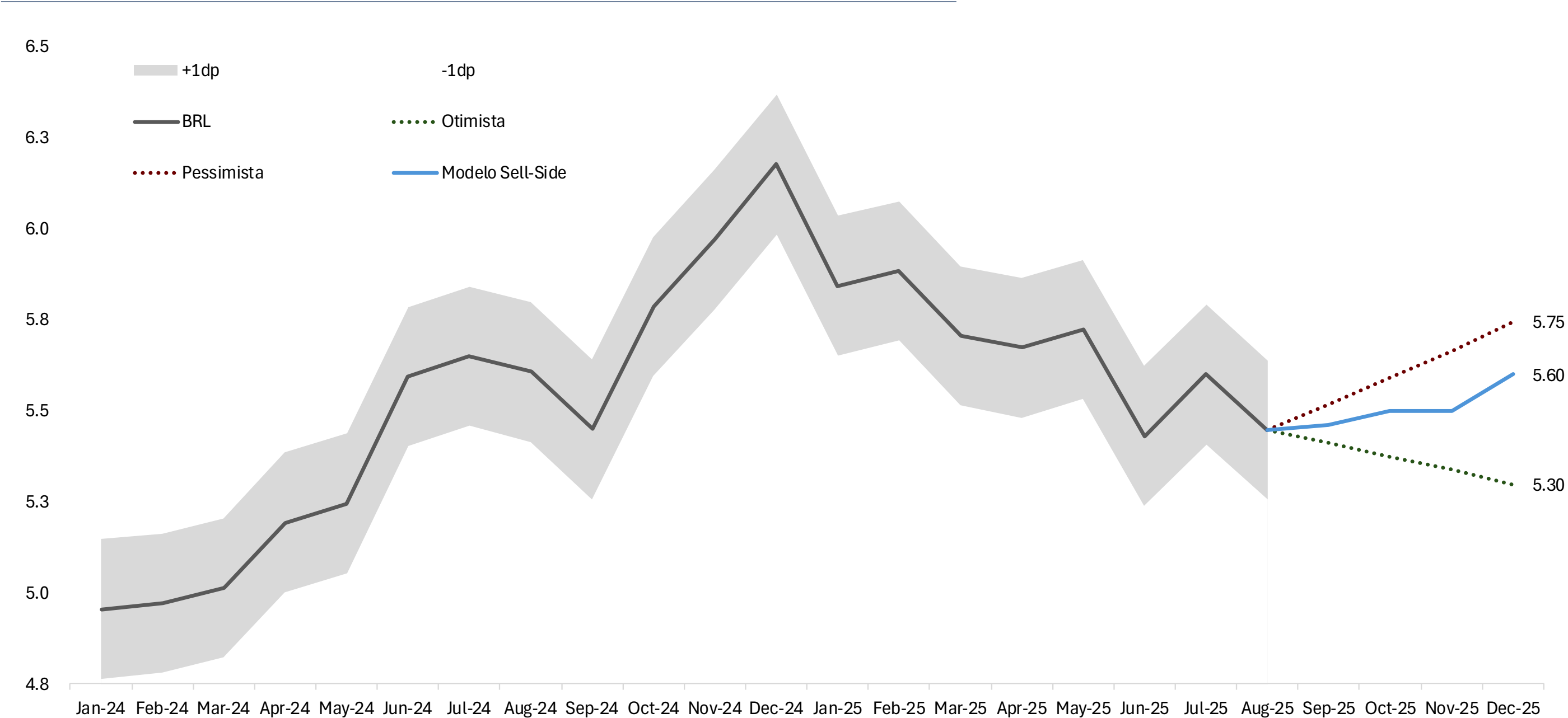


Modelos de Câmbio: Projeções 2025E

Esperamos uma taxa de câmbio de R\$5,6/US\$ para o final deste ano.

Mantemos nossa expectativa de que a taxa de câmbio encerre 2025 próxima a R\$5,60/US\$, nível ligeiramente acima do atual, mas ainda distante de apagar o bom desempenho acumulado ao longo do ano.

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 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

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

