



Cenário de Câmbio

Outubro 2025

27 de outubro 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

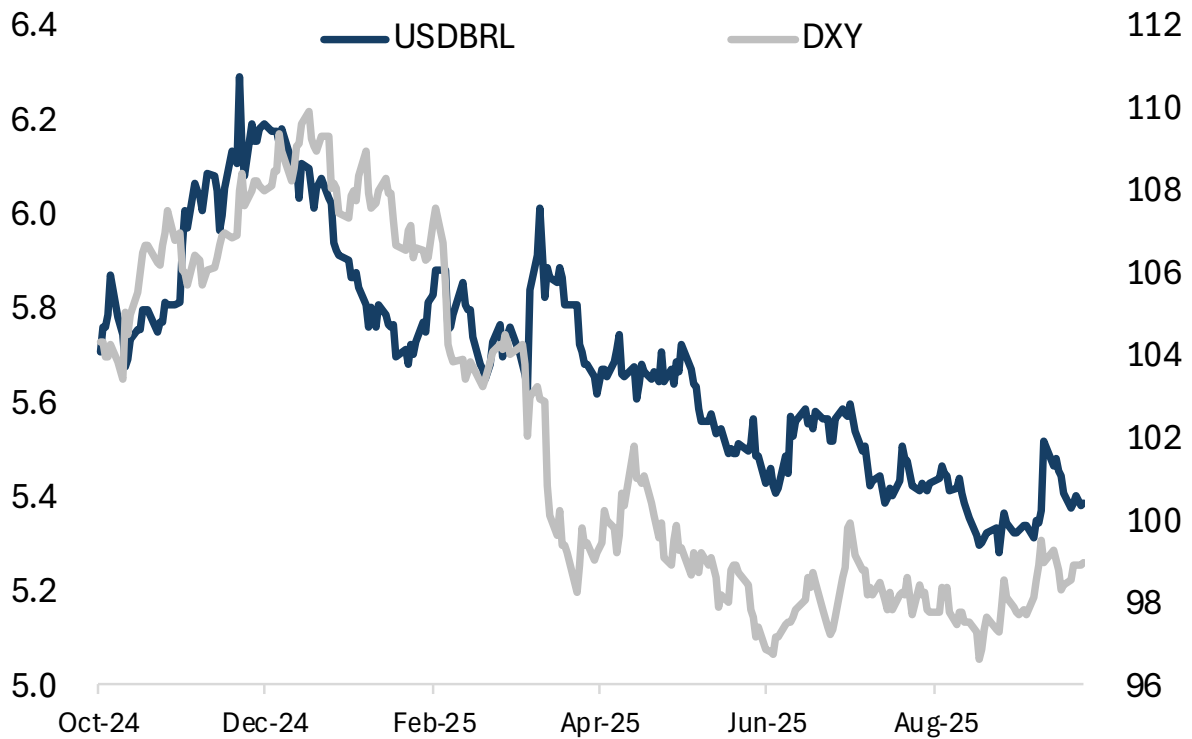
Modelos de Câmbio

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

Internacional: Após ter perdido força frente aos principais pares (DXY) ao longo do primeiro semestre, o dólar tem se mantido em movimento lateral desde meados de julho. Essa recente estabilidade reflete, em grande medida, a plena precificação das notícias vindas das economias desenvolvidas fora dos EUA, o que reduziu o direcional do mercado de moedas contra o dólar. Do lado norte-americano, a ausência de dados durante o shutdown total do governo eliminou gatilhos que poderiam gerar correções cambiais, contribuindo para a falta de tendência clara. Posteriormente, no entanto, os indicadores de atividade divulgados ainda apontavam para uma economia resiliente, o que deu suporte adicional à moeda americana. Do ponto de vista estrutural, a Europa segue apresentando crescimento e lucratividade de médio prazo inferiores aos observados nos EUA, enquanto o processo de normalização monetária no Japão avança de forma deliberadamente gradual, limitando a convergência dos juros reais de curto prazo. Nesse contexto, projetamos que o dólar continue com comportamento lateral no cenário internacional: Com os principais catalisadores positivos já refletidos nos preços e as lacunas estruturais ainda presentes, uma valorização adicional do euro e do iene exigiria novas e mais robustas evidências econômicas, e não apenas impulso de curto prazo. No balanço de riscos, os vetores altistas para o dólar incluem dados de atividade mais fortes e a possibilidade de o Fed encerrar o atual ciclo de cortes antes do previsto pelo mercado. Além disso, notícias positivas relacionadas à inteligência artificial, que têm sustentado o otimismo em torno da moeda desde agosto, podem continuar oferecendo suporte. Eventuais decisões ligadas à IEEPA que resultem em redução de tarifas pela nova administração também tenderiam a favorecer o dólar — em contraste com o observado no primeiro trimestre. Por outro lado, ataques à independência do Federal Reserve e a possibilidade de Lisa Cook perder sua cadeira no comitê configuram fatores de viés baixista, capazes de gerar ventos de enfraquecimento para a moeda americana.

Brasil: Durante a primeira metade de outubro, o dólar registrou ganho de força frente ao real, impulsionado pelo aumento da aversão ao risco global decorrente da reescalada das tensões comerciais entre Estados Unidos e China na segunda semana de outubro. Nas semanas seguintes, parte desse movimento foi revertida, diante de melhores perspectivas em relação a um possível acordo comercial entre os países e da alta nos preços do petróleo, fator que tende a favorecer a moeda brasileira. **Para os próximos meses, projetamos que o real encerre o ano próximo de R\$5,40/US\$, o que implica estabilidade em relação aos níveis atuais.** No campo baixista para o dólar, avaliamos que uma comunicação mais dura do Copom em sua reunião de novembro pode atuar como vetor positivo de fluxos para o Brasil, sustentada pela manutenção de um diferencial de juros ainda favorável no curto prazo. Nesse contexto, leituras mais fracas de inflação ou atividade, especialmente no mercado de trabalho, podem reforçar a confiança na efetividade da política monetária, oferecendo apoio adicional ao real. Por outro lado, sinais de deterioração na qualidade do debate orçamentário de 2026 representam um fator de risco altista para a moeda.

USDBRL vs DXY



Monitor de Câmbio

	26-Oct-25	MTD	1M	YTD	1Y
Real*	5.39	(1.2)	(1.1)	14.6	5.1
DXY	99.0	1.2	1.1	(8.8)	(4.9)
Ouro	4,113.1	6.6	10.1	56.7	50.3
Commodity (CRB)	536.2	(1.8)	(1.7)	(0.1)	1.3
Petróleo (Brent)	65.9	(0.1)	(3.7)	(8.2)	(8.4)
Minério de Ferro	104.2	0.6	0.8	7.6	4.3
CDS Brazil 10Y	239.6	3.7	3.1	(25.0)	(7.4)
Carrego (Selic - FFR)	10.5	10.5	10.5	7.6	5.6

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

Setor Externo

Cenário de Câmbio

Setor Externo: Transações Correntes

Déficit em transações correntes atinge o maior nível da série histórica em setembro

Em setembro, o déficit em transações correntes atingiu US\$ 9,8 bi (vs. US\$ 7,8 bi de consenso), representando uma piora de 32% em relação ao mesmo período do ano anterior. Embora a conta de serviços tenha mostrado alguma melhora, a deterioração da conta corrente foi explicada por: (i) aumento das importações acima das exportações, impulsionado pela compra de uma plataforma de petróleo, e (ii) maior saída de dólares decorrente de remessas de lucros e dividendos.

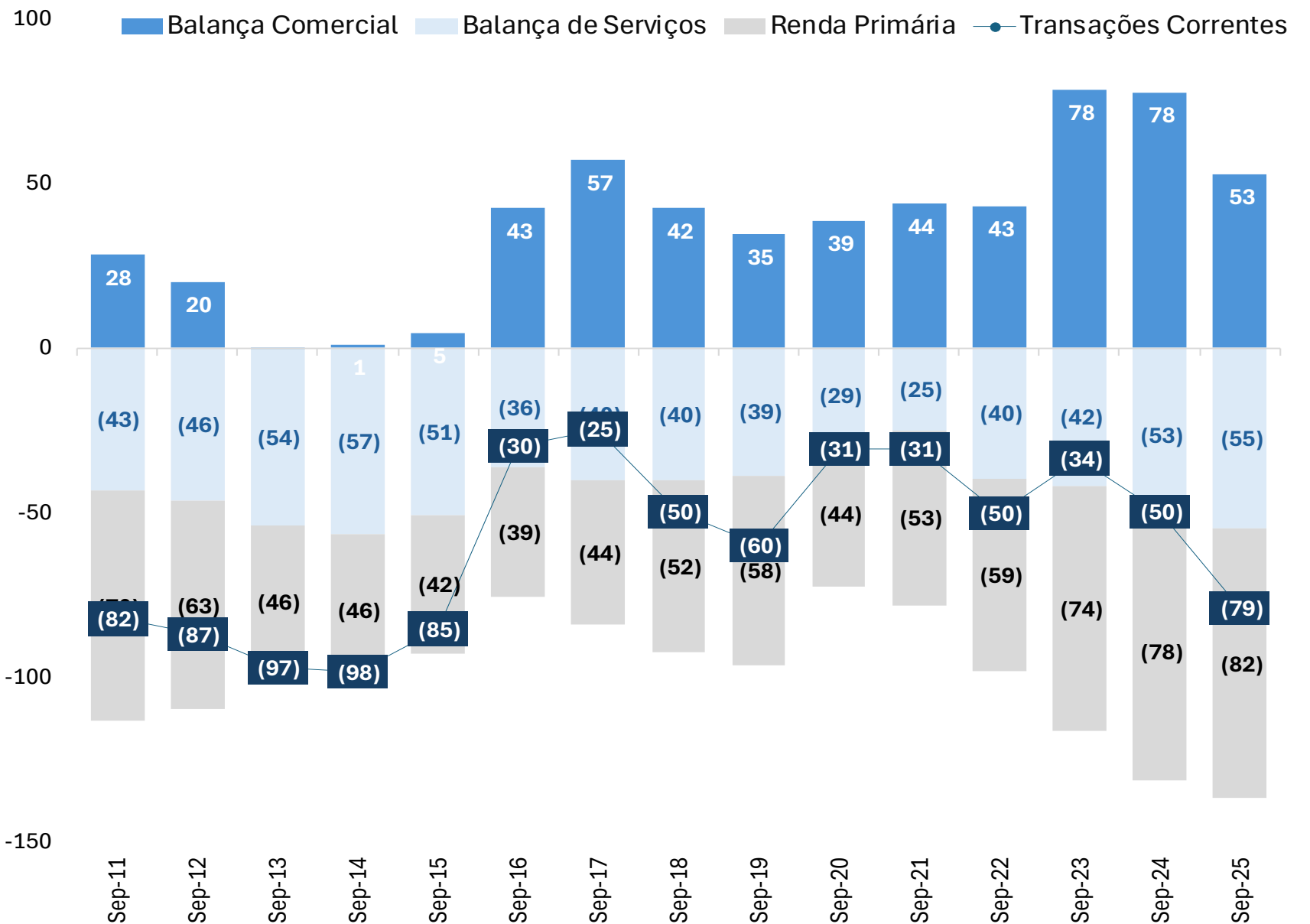
Transações Correntes

Em bilhões de dólares

Balança de Pagamentos	Mensal		Acumulado 12 meses			% PIB
	Sep-25	Aug-25	Sep-25	Aug-25	Δ	
Transações Correntes	(9.8)	(4.9)	(78.9)	(76.6)	(2.4)	-3.6%
Balança Comercial	2.3	5.2	52.9	55.1	(2.2)	2.4%
Exportações	30.7	29.7	342.2	340.2	2.0	15.6%
Importações	28.4	24.5	289.3	285.1	4.2	13.2%
Balança de Serviços	(4.9)	(4.2)	(54.8)	(55.4)	0.6	-2.5%
Transporte	(1.4)	(1.2)	(15.5)	(15.6)	0.1	-0.7%
Viagens	(1.3)	(1.2)	(13.3)	(13.3)	(0.0)	-0.6%
Aluguel de Equipamentos	(0.9)	(0.9)	(12.0)	(11.9)	(0.0)	-0.5%
Telecom & IT	(0.7)	(0.6)	(8.2)	(8.3)	0.1	-0.4%
Propriedade Intelectual	(1.2)	(0.6)	(10.4)	(9.9)	(0.5)	-0.5%
Outros Serviços	0.6	0.3	4.5	3.5	0.9	0.2%
Renda Primária	(7.6)	(6.3)	(82.1)	(81.2)	(0.9)	-3.8%
Juros	(1.7)	(1.2)	(24.1)	(24.0)	(0.0)	-1.1%
Lucros & Dividendos	(5.4)	(4.9)	(53.2)	(52.1)	(1.1)	-2.4%
Outros	(0.6)	(0.2)	(4.9)	(5.0)	0.2	-0.2%
Renda Secundária	0.4	0.4	5.1	5.0	0.1	0.2%

Transações Correntes

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Saldo comercial em 12 meses segue apresentando deterioração

Em setembro, as exportações em 12 meses das principais commodities registraram quedas em relação ao mesmo período do ano anterior, especialmente de minério de ferro (-14,9%), soja (-11,3%) e óleos brutos de petróleo (-6,3%). Essas reduções foram quase integralmente compensadas pelo aumento das exportações de carne bovina (+34,6%) e café cru em grão (+40,2%). Ainda assim, o saldo comercial apresentou deterioração significativa em relação ao mesmo período, refletindo principalmente o aumento disseminado das importações.

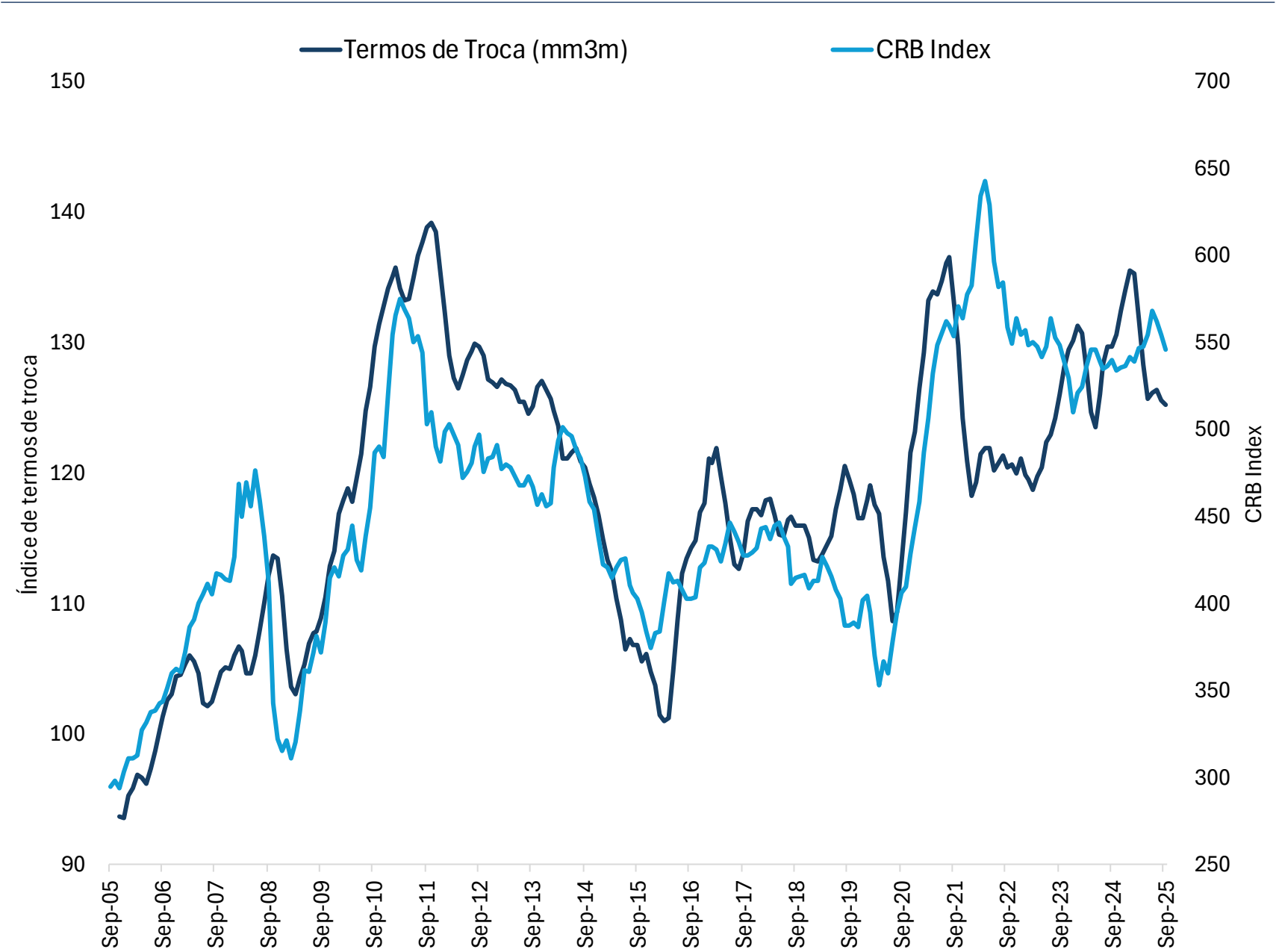
Balança Comercial

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses

Balança Comercial	Sep-24	Jul-25	Aug-25	Sep-25	% a/a
Saldo	86.0	61.7	63.0	61.0	-29.1%
Soja em grãos, mesmo triturada	46.3	40.3	40.6	41.1	-11.2%
Óleos brutos de petróleo	37.8	35.6	36.0	36.7	-3.1%
Minério de ferro	31.9	27.0	27.1	27.2	-14.9%
Carne de bovino	10.6	13.3	13.8	14.5	35.8%
Café cru em grão	10.0	13.8	13.8	14.0	40.2%
Exportações	341.4	336.9	337.8	339.8	-0.4%
Óleos brutos de petróleo	46.8	42.8	43.3	43.8	-6.3%
Soja em grãos, mesmo triturada	46.6	40.5	40.8	41.3	-11.3%
Minério de ferro	31.9	27.0	27.1	27.2	-14.9%
Carne de bovino	11.0	13.6	14.1	14.7	34.6%
Café cru em grão	10.0	13.9	13.9	14.0	40.4%
Importações	255.4	275.2	274.7	278.9	9.2%
Produto e preparos químicos diversos	27.9	31.1	31.3	31.5	13.0%
Demais bens intermediários	13.0	15.2	15.3	15.4	18.9%
Motores, peças e acessórios para veículos automotores	12.6	14.7	14.8	15.1	20.0%
Motores, peças e acessórios para aeronaves	9.2	11.6	11.7	12.2	32.4%
Produtos farmacêuticos e artigos médicos	10.2	11.5	11.4	11.8	16.1%

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

Em pontos



Setor Externo: Conta de Capital e Financeira

Investimento Direto no País atinge o maior nível da série histórica em setembro

Em setembro, os investimentos diretos no país (IDP) totalizaram US\$ 10,7 bilhões, o maior valor para o mês em toda a série histórica, mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes no período. No acumulado em 12 meses, contudo, o volume de IDP ainda não é suficiente para cobrir integralmente esse déficit, sendo o financiamento complementado pelas entradas de investimento em carteira, especialmente em títulos de renda fixa.

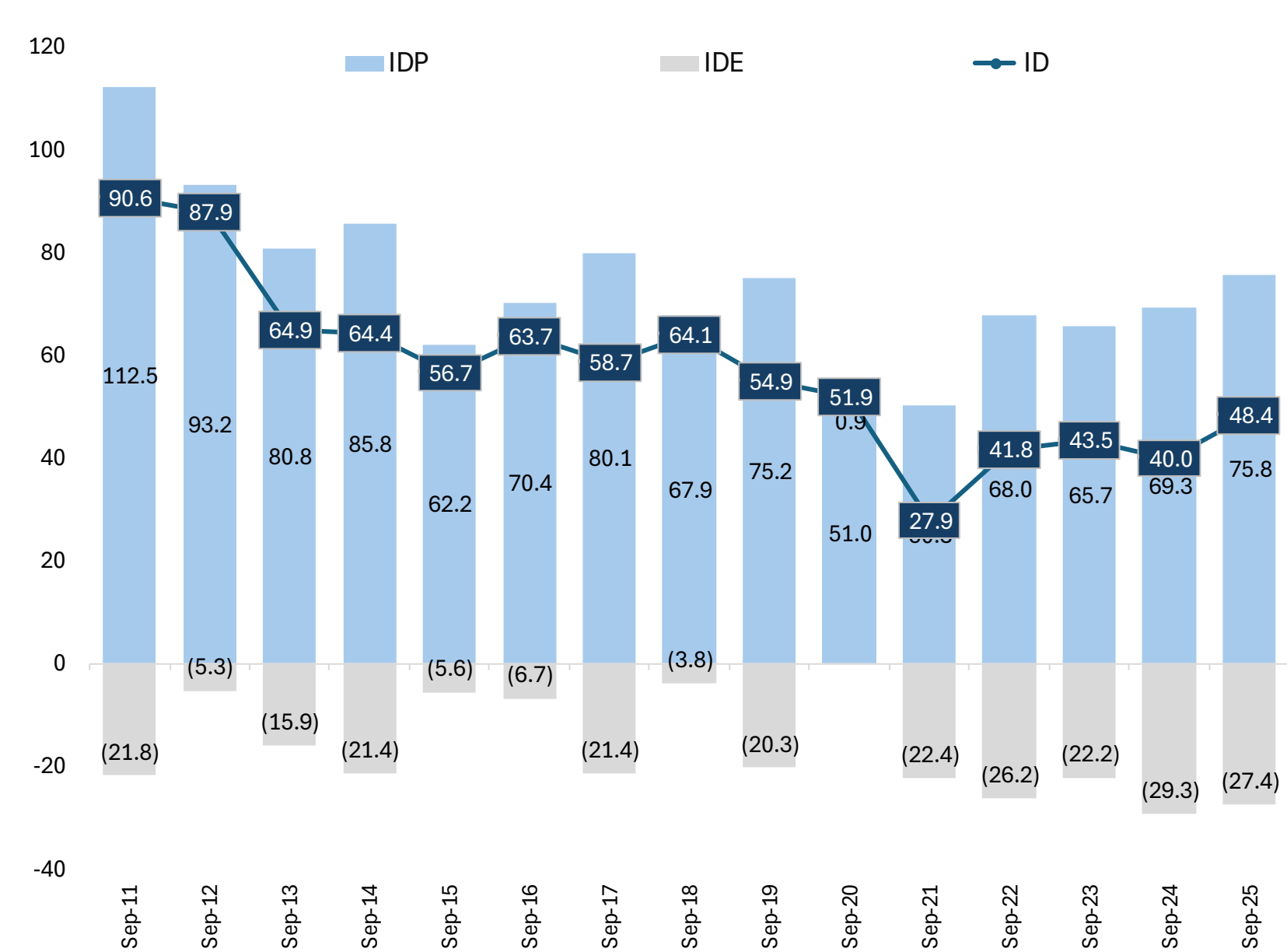
Conta Capital e Financeira

Em bilhões de dólares

Balança de Pagamentos	Mensal		Acumulado 12 meses		% PIB
	Sep-25	Aug-25	Sep-25	Aug-25	
Conta de Capital (entrada > 0)	(1.7)	(1.7)	(14.7)	(14.4)	-0.7%
Conta Financeira (entrada < 0)	(11.6)	(8.3)	(91.6)	(89.2)	-4.2%
Investimento Direto	(7.8)	(5.6)	(48.4)	(41.9)	-2.2%
No País (IDP)	(10.7)	(8.0)	(75.8)	(69.0)	-3.5%
Para o Exterior (IDE)	2.9	2.4	27.4	27.2	1.3%
Investimento em Carteira	(5.8)	(1.5)	11.7	13.4	0.5%
Ações & Fundos de Invest.	0.6	1.3	14.3	14.5	0.7%
Títulos de Dívida	(6.5)	(2.8)	(2.6)	(1.1)	-0.1%
Outras Contas Financeiras	2.0	(1.2)	(54.9)	(60.7)	-2.5%
Derivativos	(0.7)	(0.6)	(0.9)	(3.6)	0.0%
Outros Investimentos	(1.1)	(2.5)	(31.0)	(29.7)	-1.4%
Ativos de Reserva	3.8	2.0	(23.0)	(27.4)	-1.0%
Erros e Omissões (entrada > 0)	(0.2)	(1.6)	2.1	1.7	0.1%

Investimento Direto

No País vs para o Exterior, acumulado 12 meses



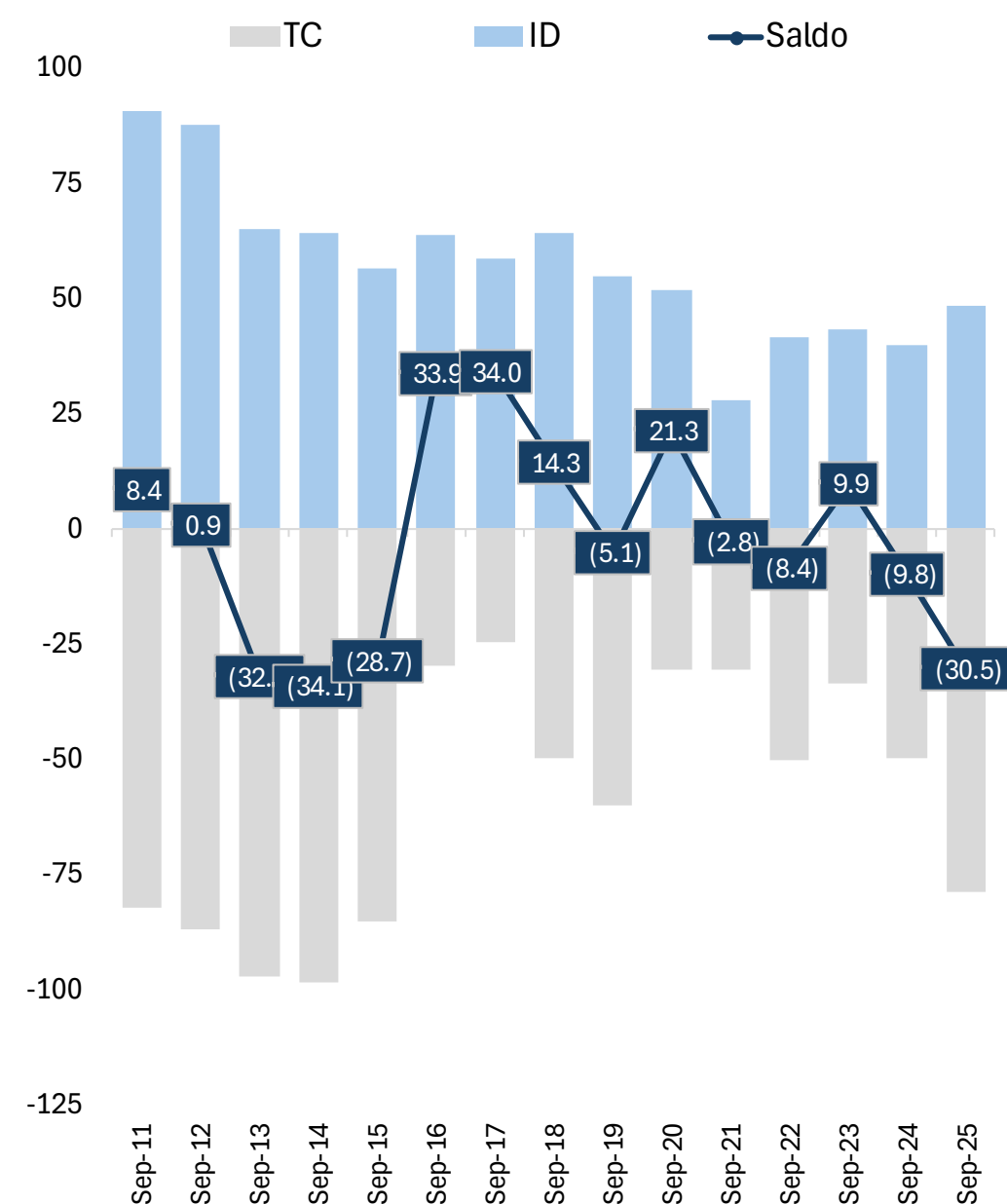
Setor Externo: Fluxo Cambial

Fluxo financeiro em 2025 apresenta o pior resultado desde 2020

No acumulado de janeiro a setembro, o aumento do ingresso de capitais estrangeiros não foi suficiente para compensar a redução do fluxo comercial e o crescimento das saídas de capitais brasileiros para o exterior.

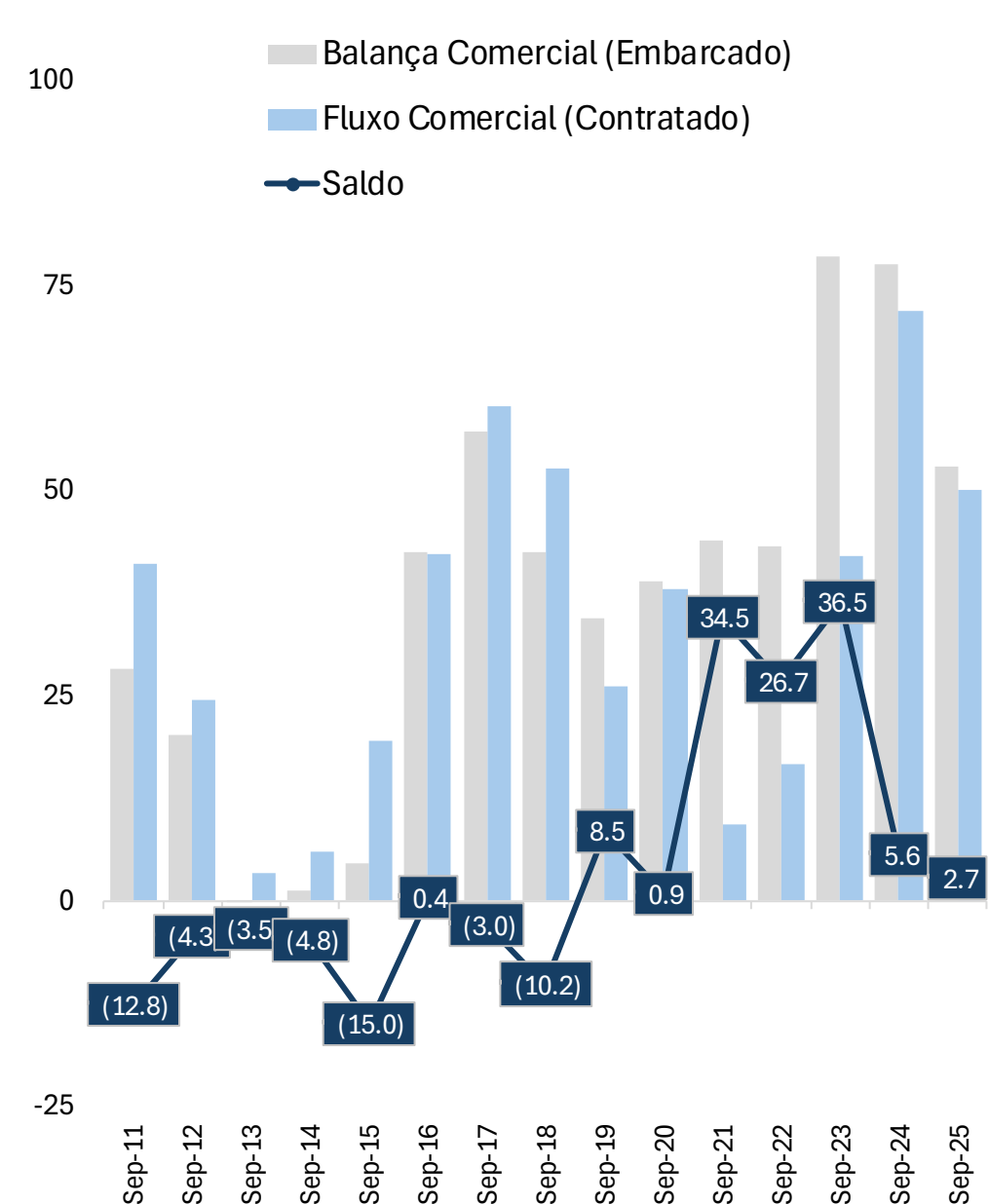
Transações Correntes vs Investimento Direto

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



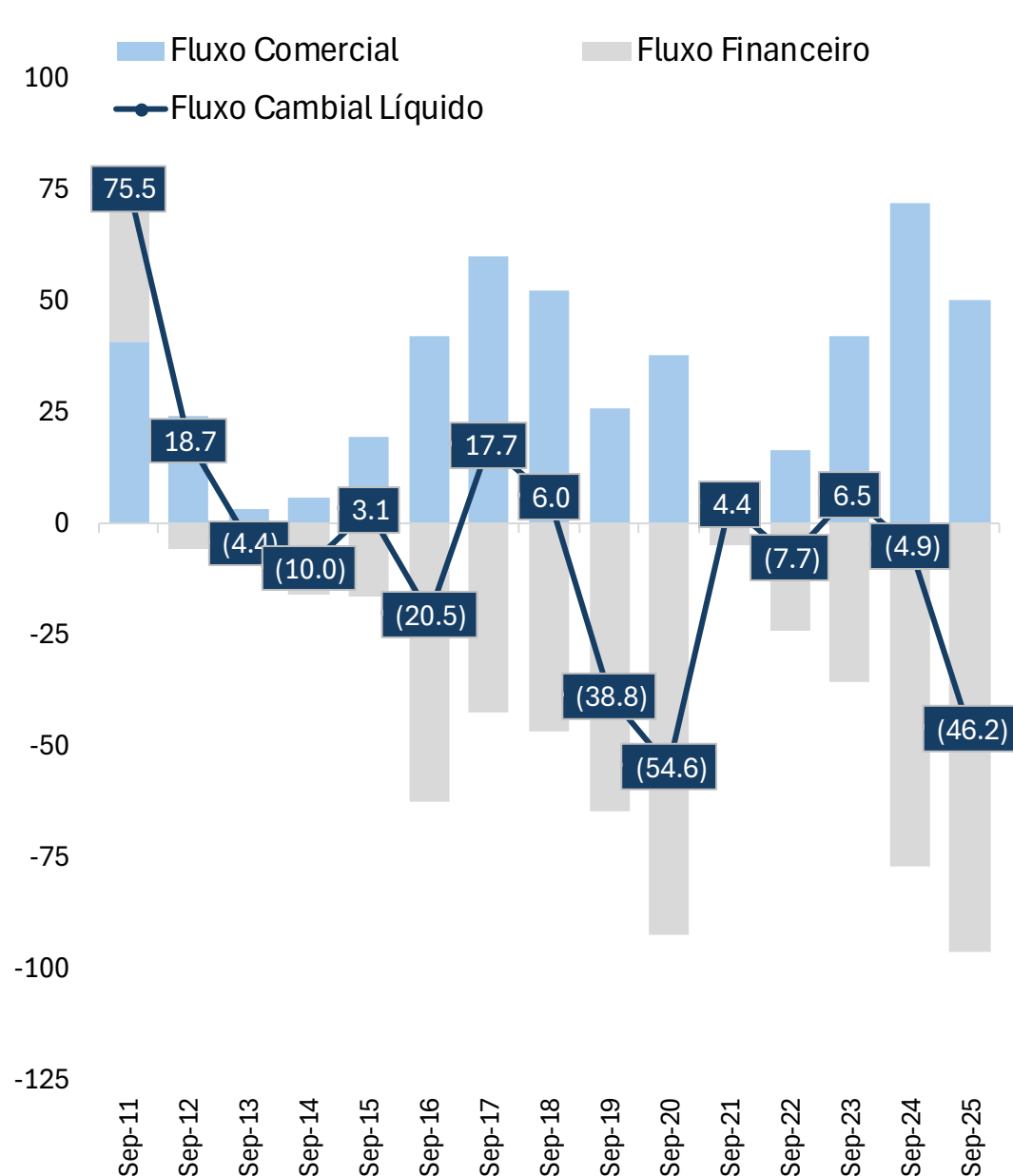
Câmbio Embarcado vs Contratado

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Fluxo Cambial Líquido

Em bilhões de dólares, acumulado 12 meses



Setor Externo: Reservas Internacionais

Reservas crescem USD5,8bi em setembro.

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



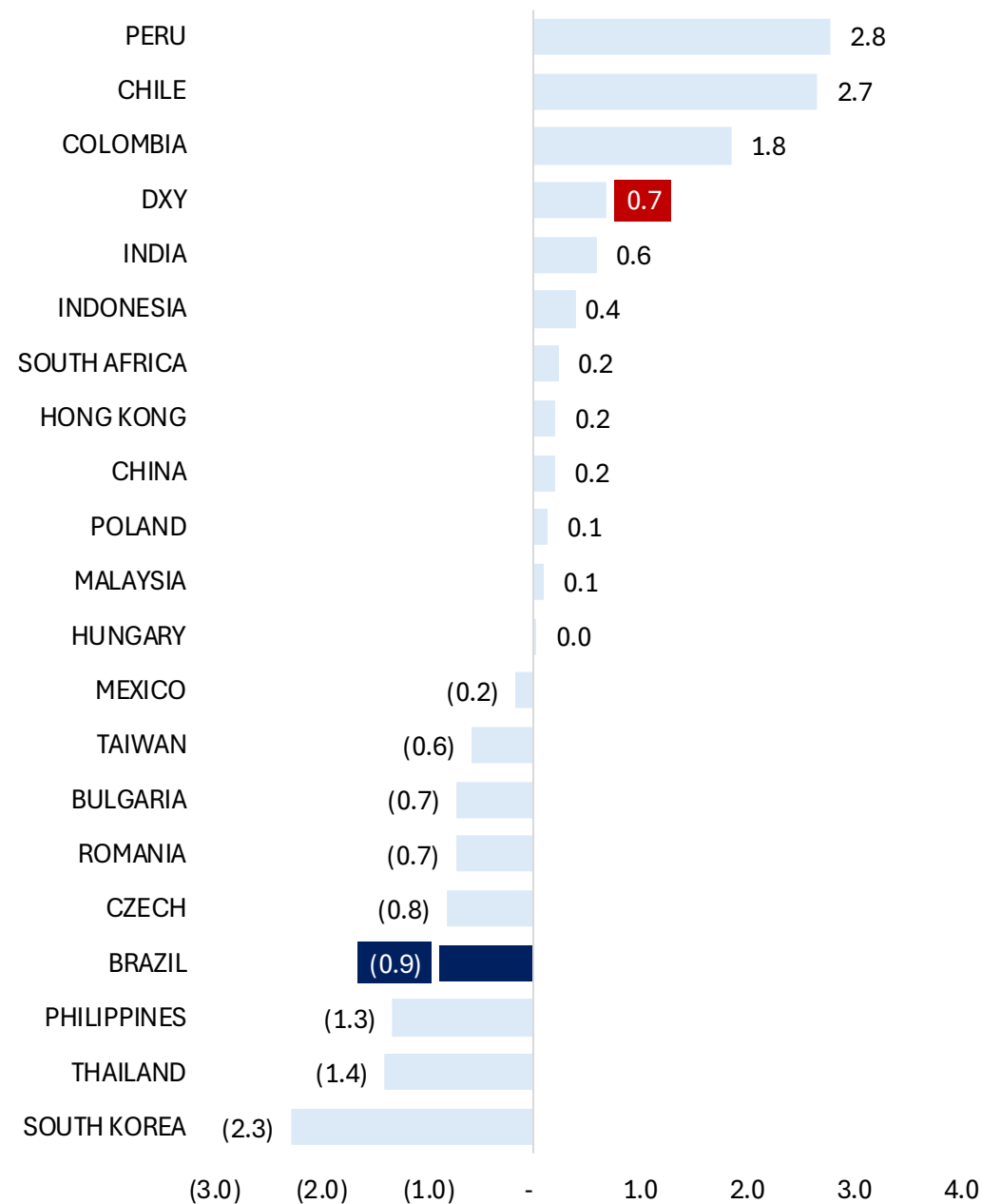
Desempenho das Moedas

Cenário de Câmbio

Real aprecia nos últimos 30 dias

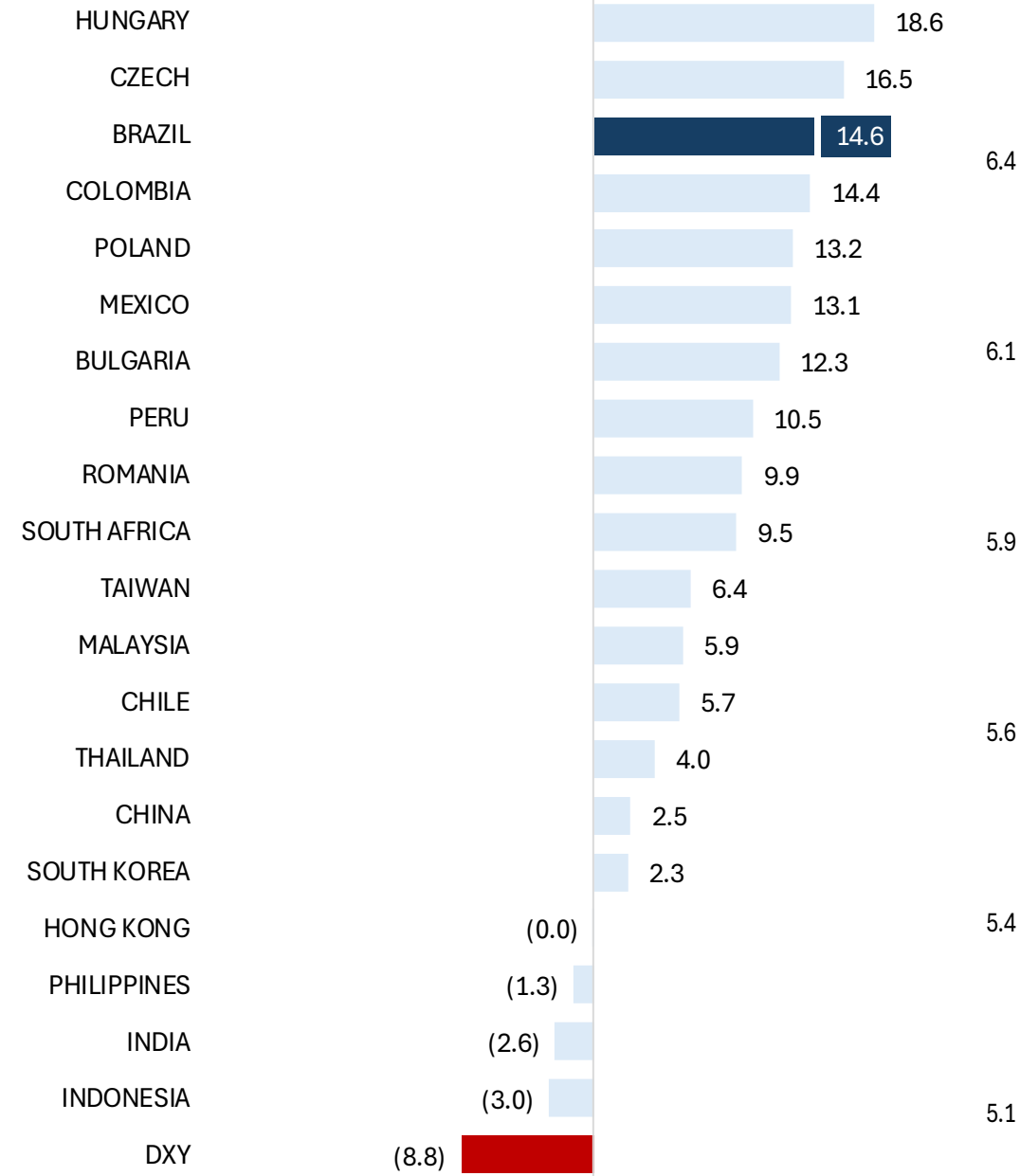
Em outubro, o real perdeu força frente ao dólar, acompanhando o movimento de outras moedas emergentes, em meio ao aumento da aversão ao risco provocado pelo aumento das tensões comerciais entre Estados Unidos e China. Apesar disso, no acumulado do ano, o real permanece entre as moedas que mais se valorizaram dentro de uma cesta de emergentes comparáveis.

DXY vs Emergentes em 1 mês
Variação



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual Portfolio Solutions

DXY vs Emergentes em 2025
Em bilhões de dólares



Cenário de Câmbio | outubro de 25

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\$ 4,34

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 ~4,34/USDBRL.

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



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

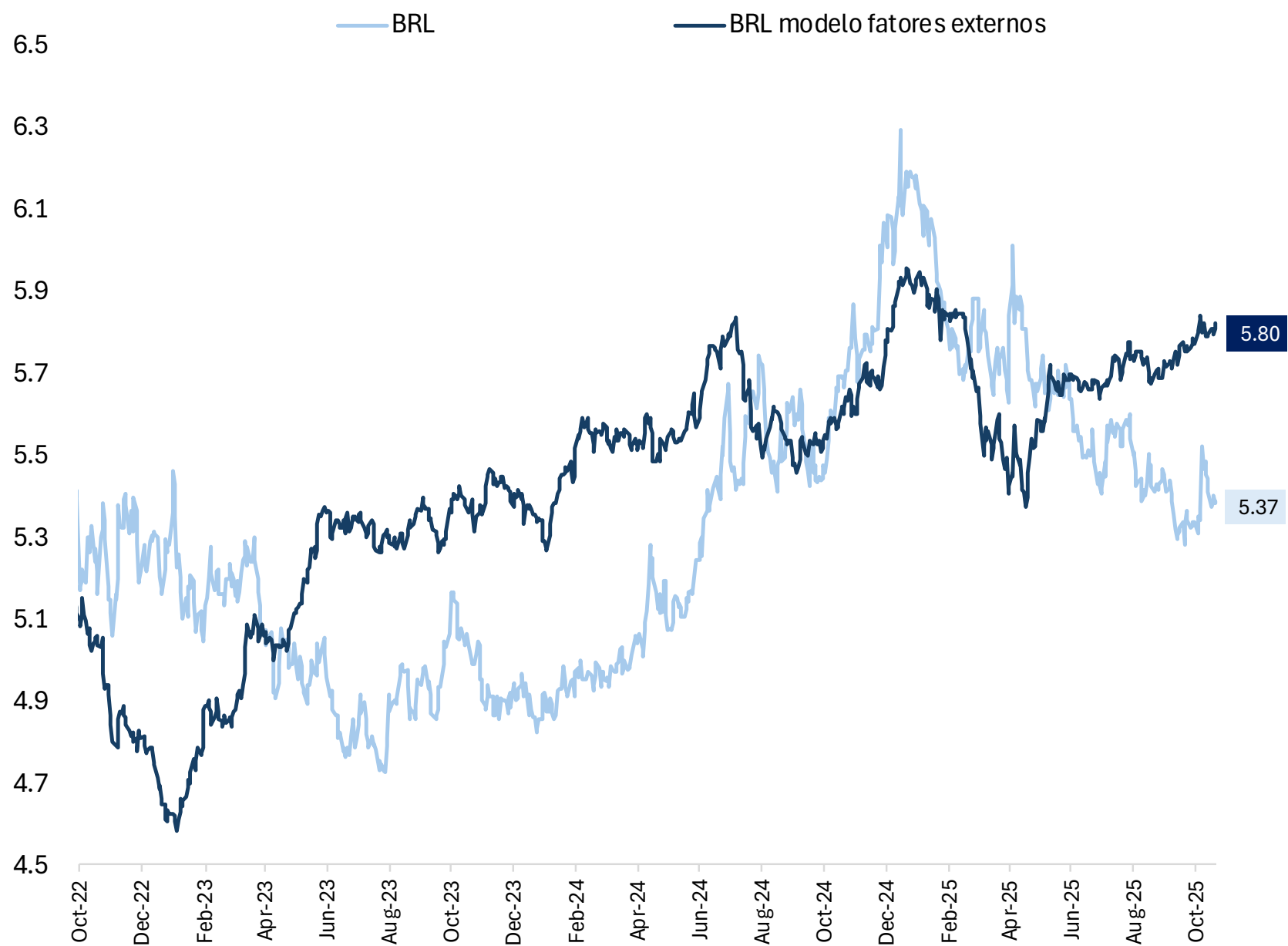


Modelos de Câmbio: Real 'ex-risco doméstico'

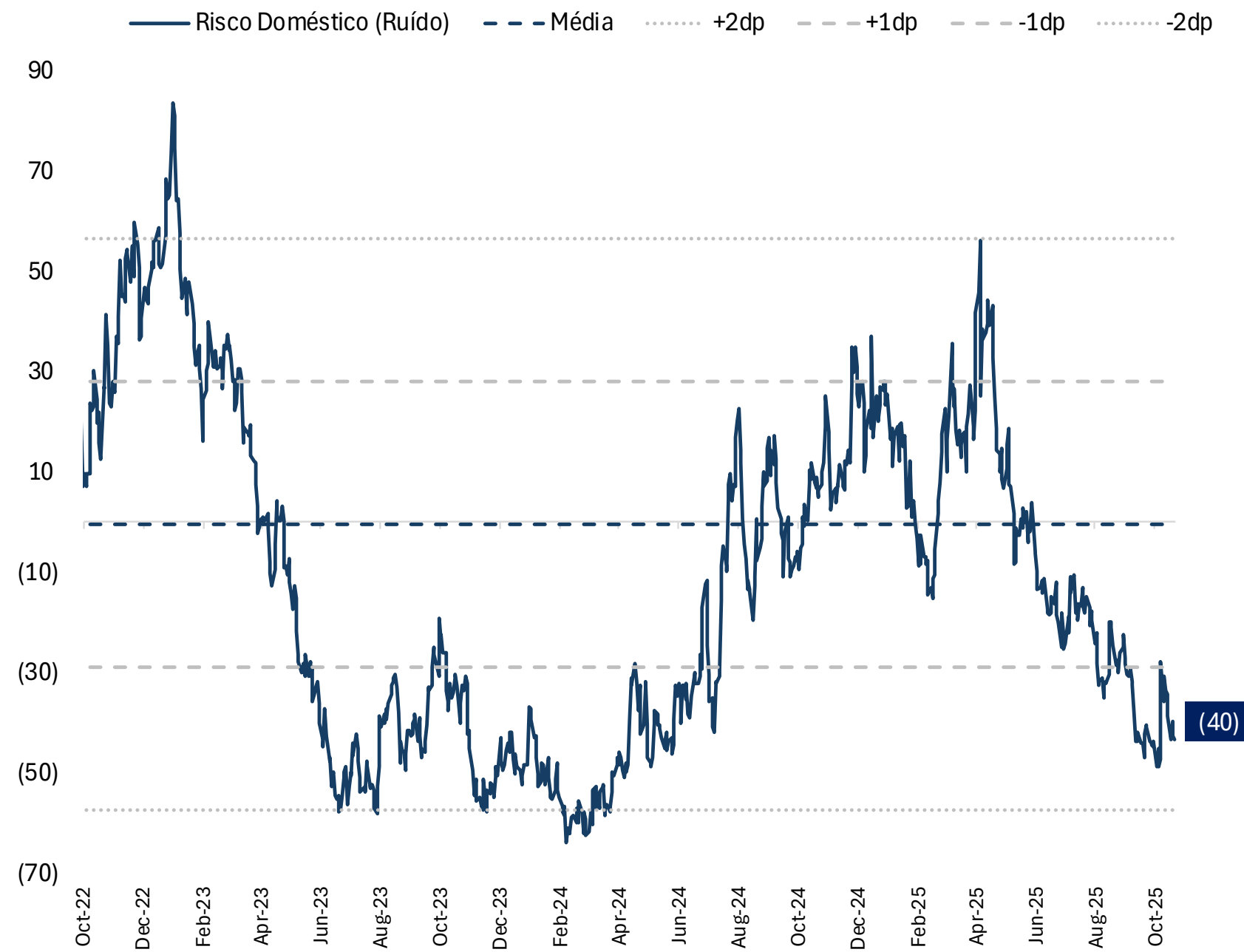
No modelo considerando apenas variáveis externas, a taxa de câmbio seria, aproximadamente, de R\$5,8/US\$

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

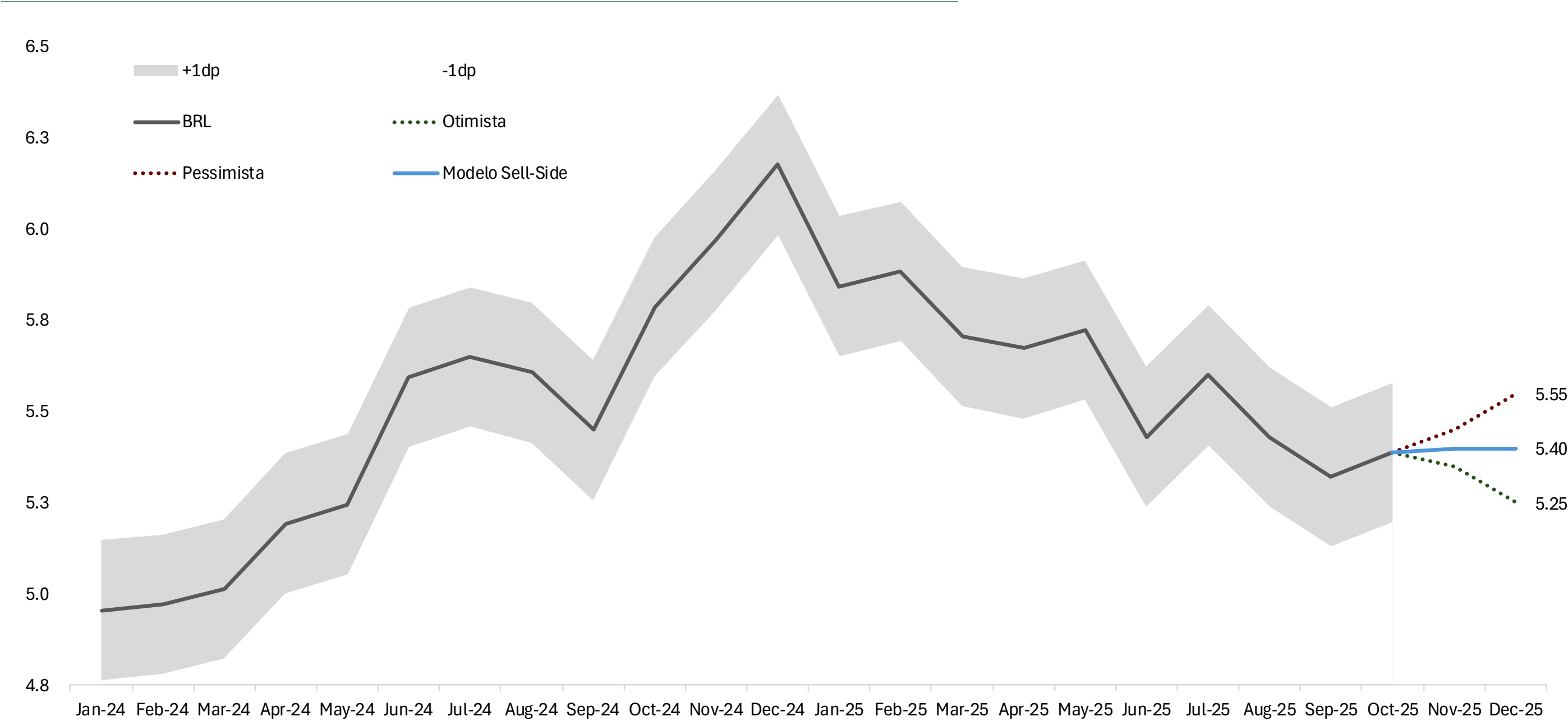


Modelos de Câmbio: Projeções 2025E

Esperamos uma taxa de câmbio de R\$5,4/US\$ para o final deste ano.

Esperamos que a taxa de câmbio encerre 2025 próxima de R\$ 5,40/US\$. Caso esse cenário se confirme, o real deverá registrar valorização de cerca de 12,6% no ano, embora ainda permaneça abaixo do patamar observado no fim de 2023 (R\$ 4,90/US\$).

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

