



Cenário de Câmbio

Agosto 2026

BTG Pactual Macro Strategy

Álvaro Frasson
Arthur Mota

PORTFOLIO SOLUTIONS



Ago-26: Tendência de depreciação deve continuar

Desde o nosso [último relatório em maio](#), quando descrevemos com cautela a forte apreciação recente da moeda brasileira, o real entrou em trajetória de depreciação nos meses posteriores, grande parte em razão da queda no preço do petróleo. Nas últimas semanas, observamos uma deterioração adicional da moeda brasileira, descorrelacionando-se de moedas pares. A maior saída no fluxo de capitais de curto prazo pelo investidor estrangeiro pode refletir uma somatória de fatores, como: i) a realização de retornos com ações brasileiras entre out25 e abr26, com performance acima de ETFs pares emergentes; ii) as incertezas sobre a continuidade da apreciação do petróleo em razão das oscilações no conflito Eua-Irã e, agora, iii) a proximidade das eleições presidenciais promovendo um potencial ambiente prospectivo de maior incerteza/volatilidade que outros pares emergentes não estão enfrentando neste momento.

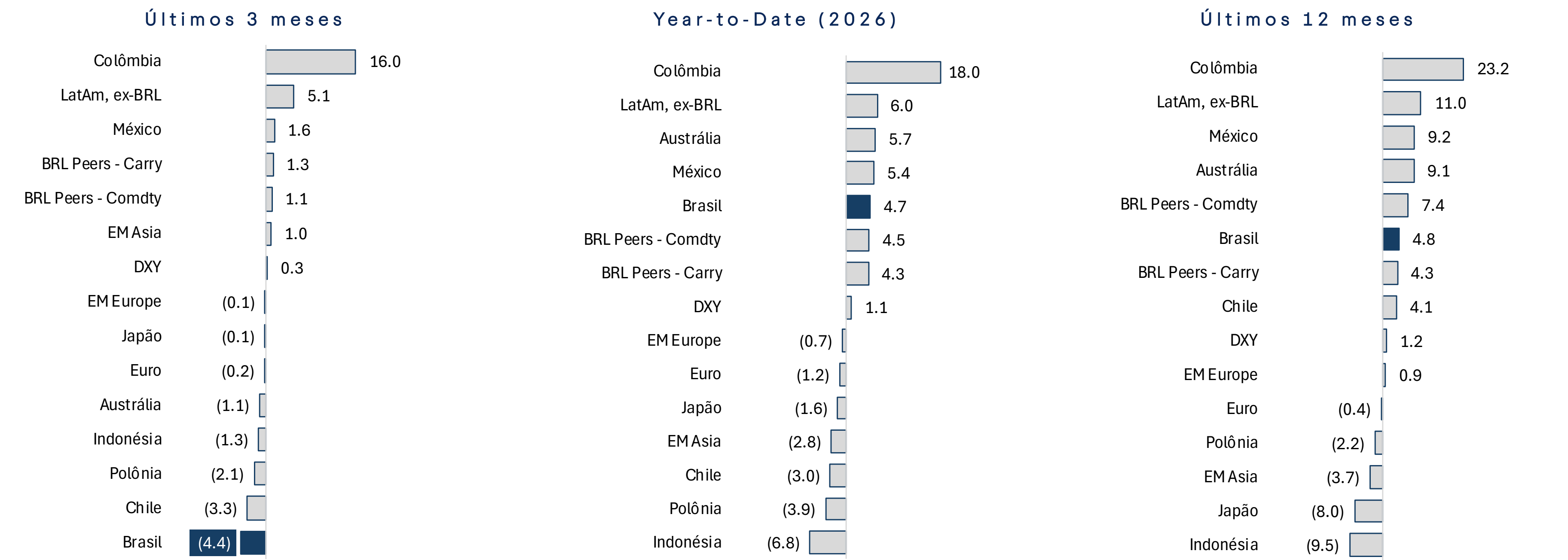
À luz desta conjuntura, atualizamos nosso cenário para o real. Continuamos vendo uma tendência de depreciação para a moeda em razão da maior volatilidade no mercado doméstico a curto prazo e, também, um potencial diferencial de juros menor ao longo do próximo ano.

Destaques

- Real tem a pior performance nos últimos três meses em relação aos pares emergentes: -4,4% vs +5,1% média dos pares latinos ex-Brasil.
- Na comparação com cestas de moedas correlatas às *commodities* e ao *carrytrade*, real também se mostra mais depreciado no curto prazo.
- CDS mais baixo: entendemos que esta tendência dos últimos anos está mais correlacionada à redução da volatilidade nos mercados emergentes e à queda nos *spreads high yields* americanos, e menos associada a alguma melhora estrutural doméstica. Entendemos que a atual conjuntura de maior incerteza tem contribuído para a maior saída de fluxo de investimentos estrangeiros.
- Diferencial de juros em queda pode reduzir o suporte para o real em 2027: Copom deve continuar um ciclo de corte de juros no próximo ano, enquanto o FOMC pode reabrir um ciclo de alta.
- Em razão da maior volatilidade e incerteza a curto prazo, apresentamos algumas estimativas de projeção e sensibilidade da taxa de câmbio para os próximos meses.

Monitor: BRL descola de pares emergentes no curto prazo

Moeda brasileira tem a pior performance nos últimos 3 meses, seja na comparação com *peers* emergentes, seja com desenvolvidos. Vale destacar que, neste período mais curto, as moedas mais correlatas ao real (LatAm, Commodities e Carry) apreciaram no período.

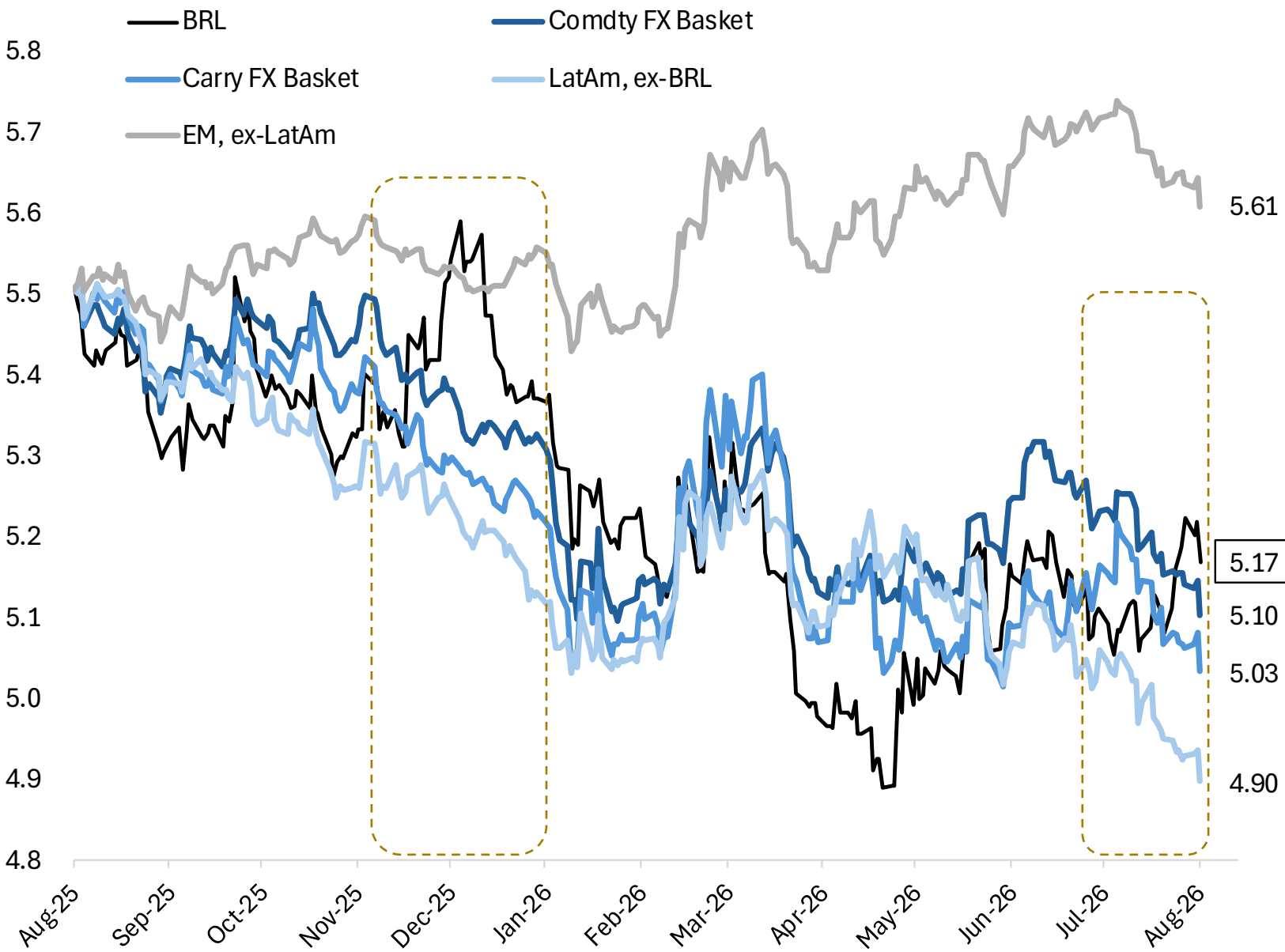


Apreciação: Variação Positiva. Depreciação: Variação Negativa.

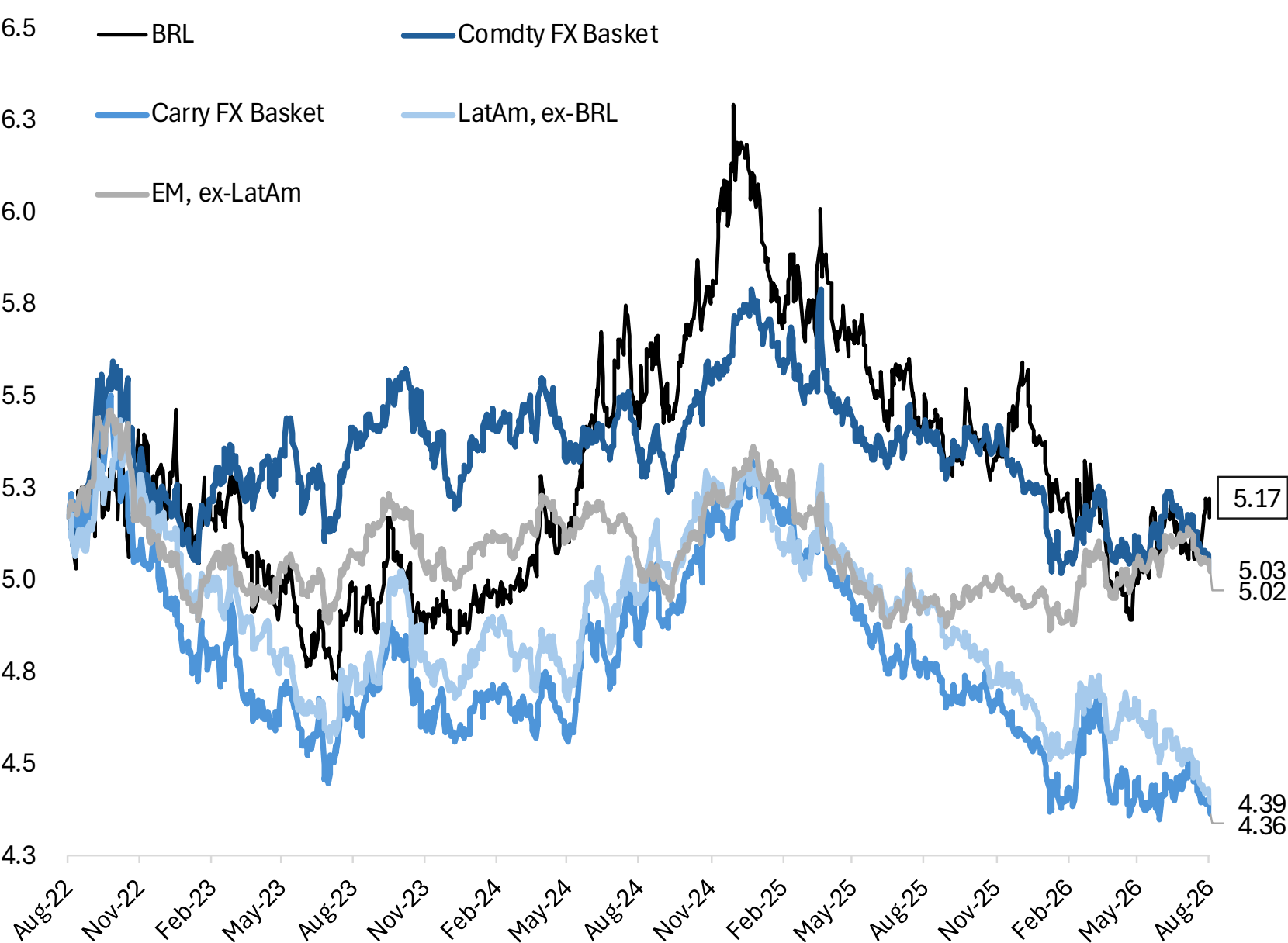
Monitor: Cestas indicam BRL mais depreciado

Comparando a série histórica do preço *spot* do câmbio (USDBRL) com a trajetória da moeda brasileira caso ela performasse de acordo com algumas cestas de moedas correlatas, vemos que o real performou em linha com as moedas latinas¹, atreladas às *commodities*² e ao carregio do diferencial de juros³, com exceção dos últimos 30 dias e do final de 2025.

Real vs Cesta de Moedas: 12 meses (USDBRL)



Real vs Cesta de Moedas: 4 anos (USDBRL)

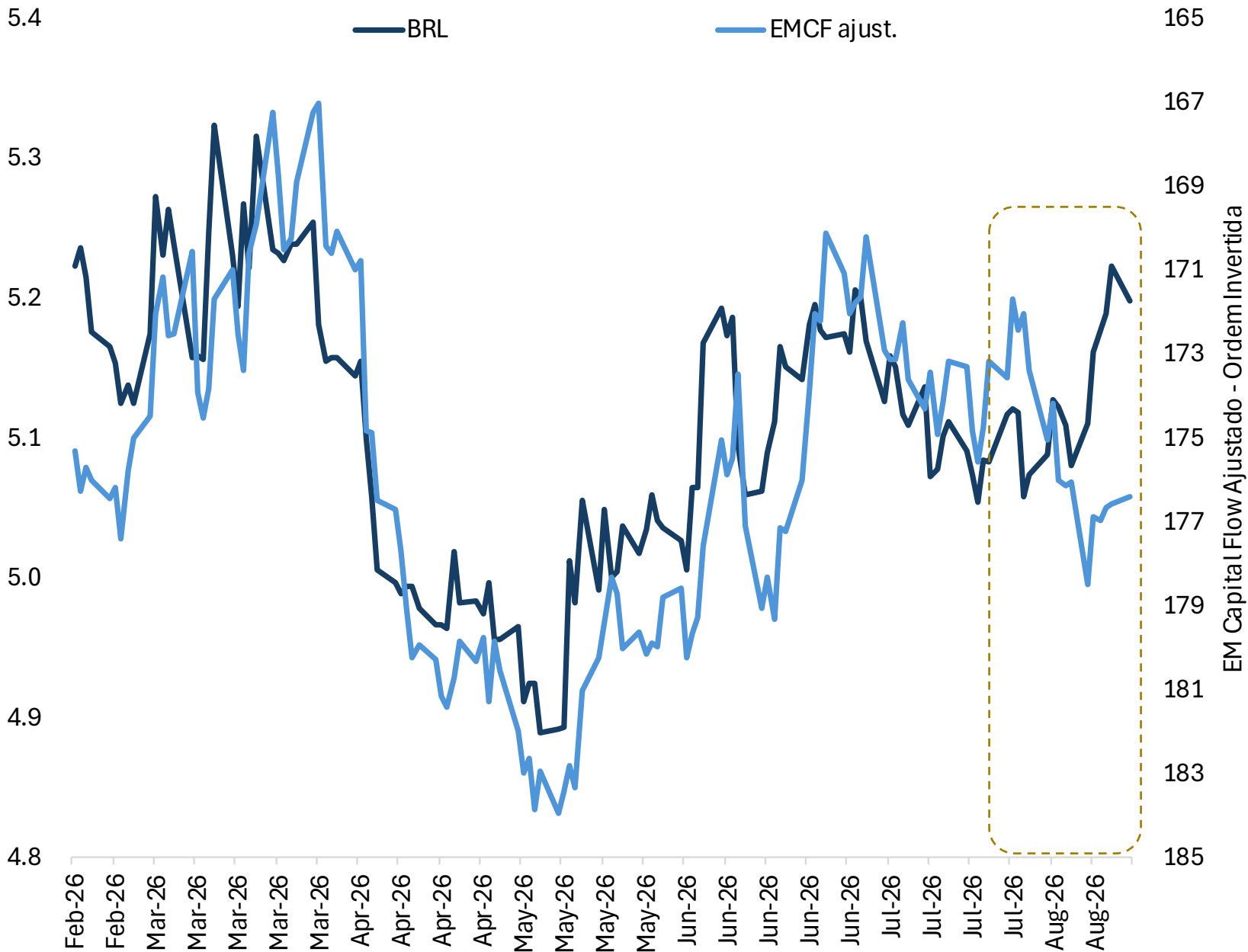


¹LatAm: México, Colômbia, Chile e Peru. ²Comdty Basket: Austrália, Canadá, Colômbia, Chile, Nova Zelândia, Noruega e África do Sul. ³Carry Basket: México, Hungria, Polônia e África do Sul.

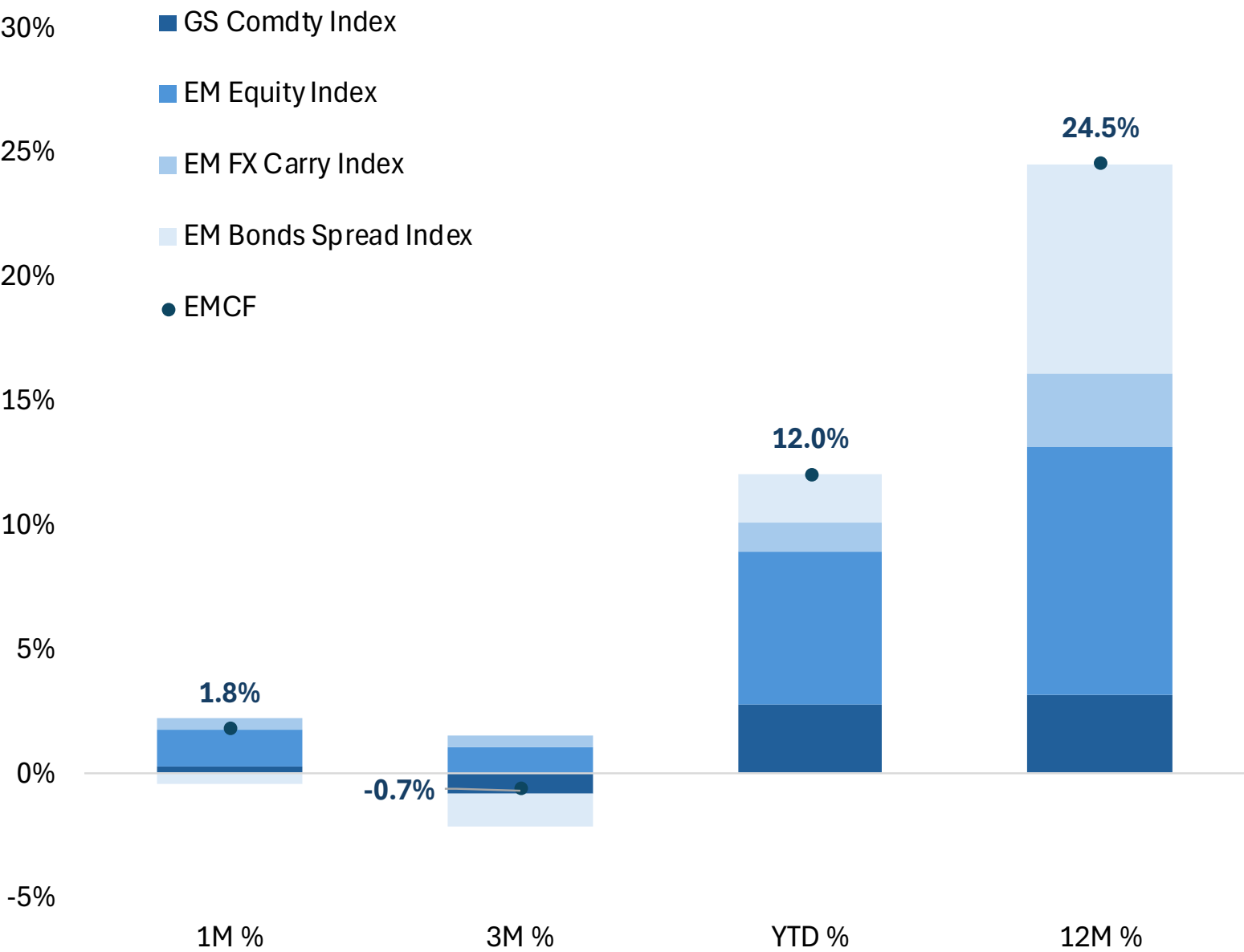
Drivers: Fluxo EM segue positivo no curto prazo

Neste período, BRL também descorrelacionou do fluxo para economias emergentes. Na decomposição, fatores como *commodities* e *equity* seguem majoritários para explicar o *boom* recente para EMs. Vale lembrar que a contribuição em *equity* é distorcida pelo peso relevante em 3 empresas de tecnologia (Samsung, SK Hynix e TMSC), cerca de 32%. Nosso índice de fluxo EM ajustado, portanto, extrai o valor dessas empresas para ter uma *proxy* mais homogênea entre os países.

EM Capital Flow Ajustado vs BRL
EMCF Aj. = ex- Samsung, SK Hynix e TMSC



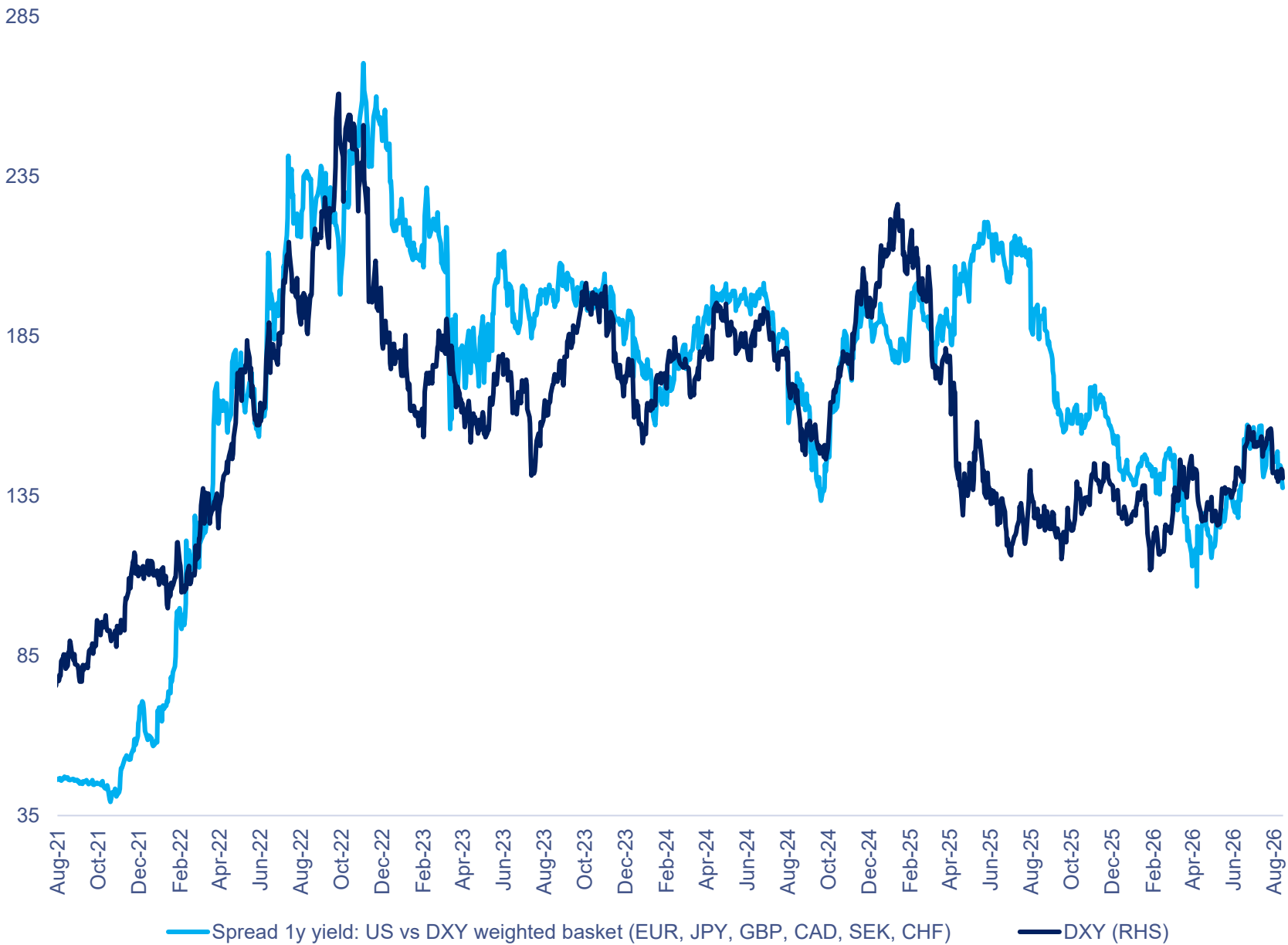
EM Capital Flow: Decomposição
Contribuição dos retornos



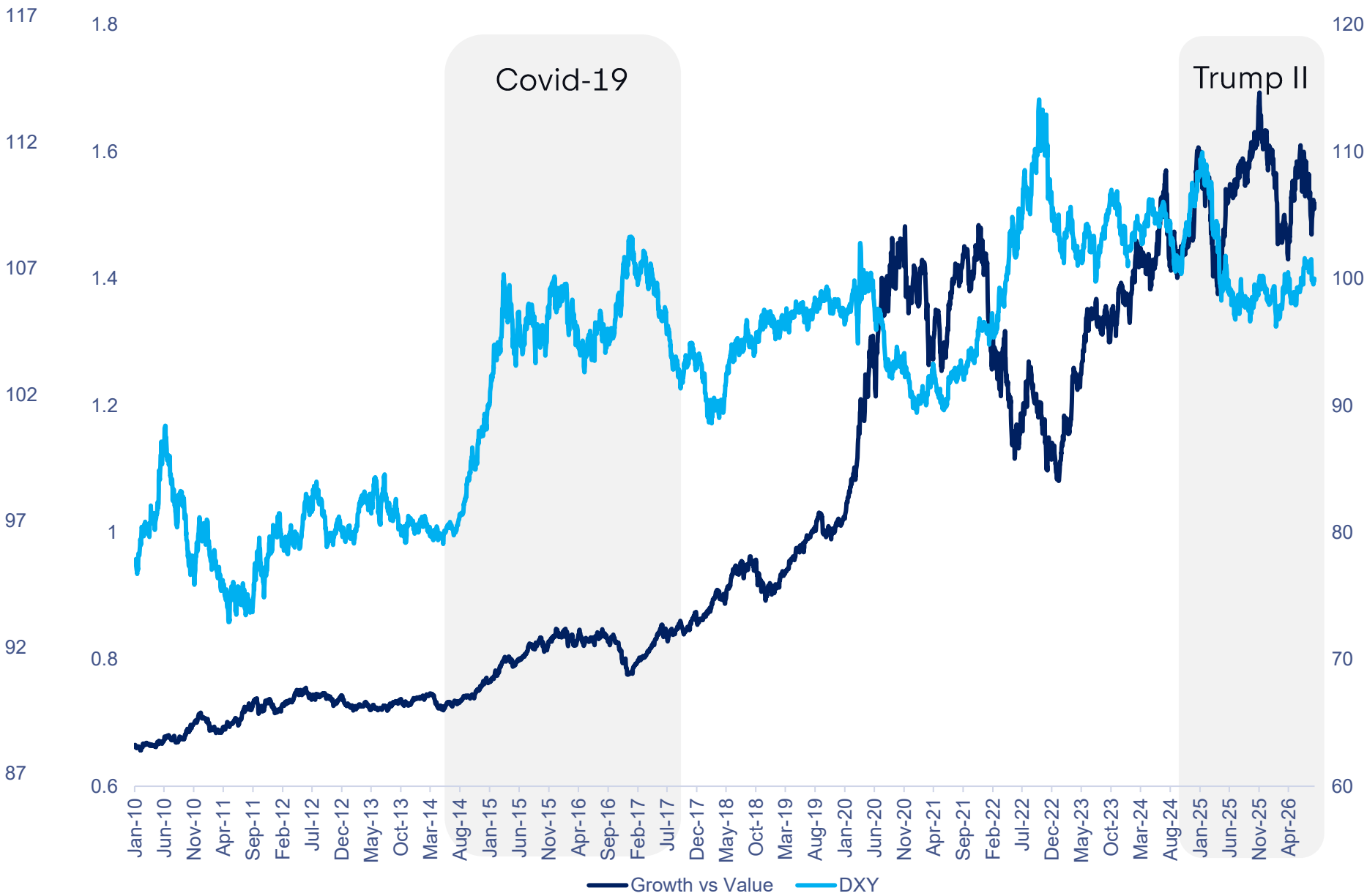
Drivers: US Dólar mais fraco?

Com o carregue maior para a moeda americana nos últimos 4 meses, o DXY se mostrou resiliente. Uma melhora do ambiente geopolítico e uma frustração com o ciclo de alta de juros do Fed podem tirar momentum da moeda, porém, o diferencial de crescimento, os juros elevados em relação aos pares globais e o mercado de tecnologia seguem como atratores naturais do mercado americano.

DXY vs Carry Trade
Index (pts.) vs US1Y - [EUR, JPY, GBP]1Y (%)



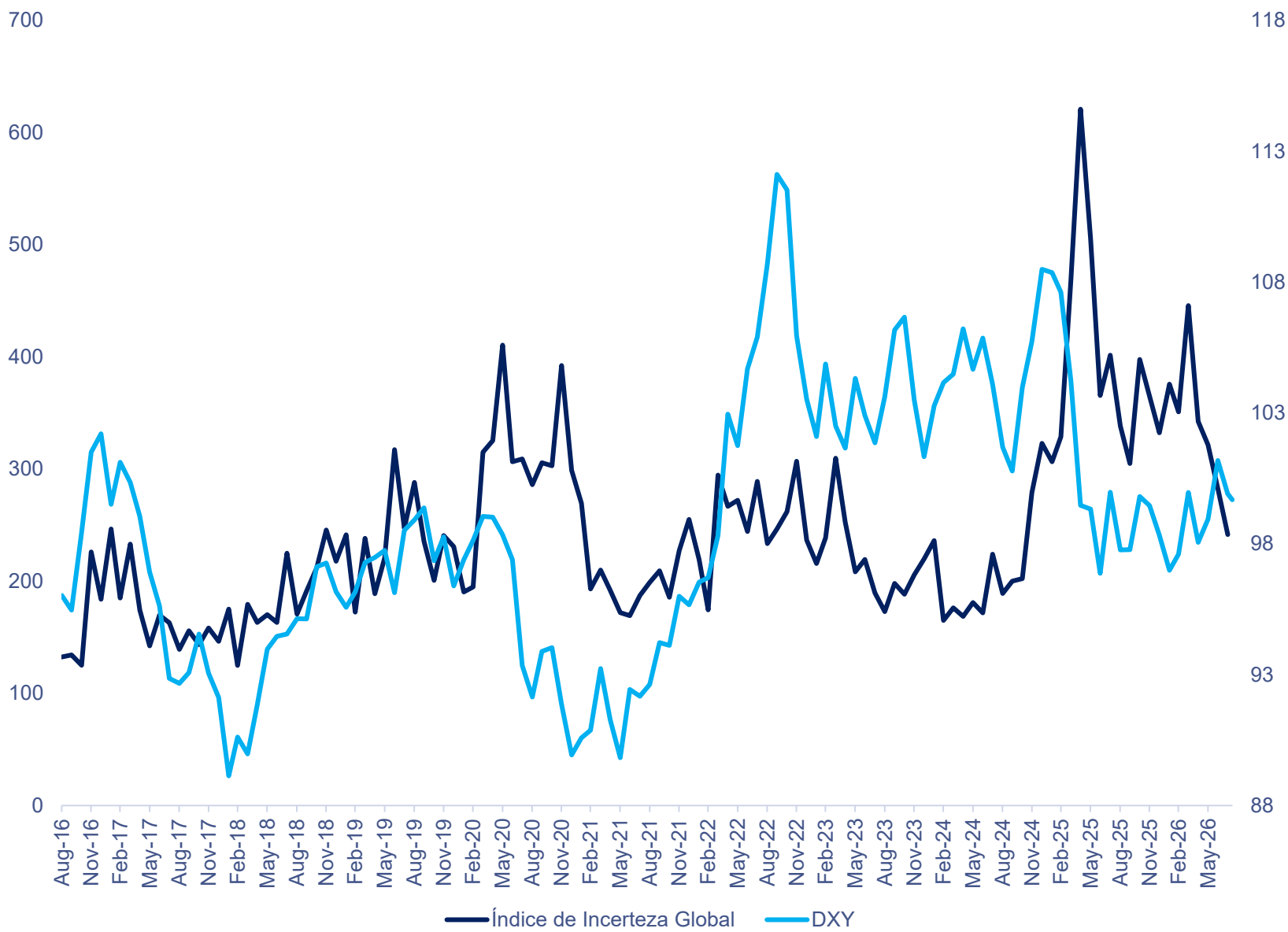
DXY vs US Technology ÷ World Value
Index (pts.)



Drivers: Impacto geopolítico

O impacto da guerra EUA-Irã sobre o DXY foi mais evidente no 2T26, quando as perspectivas de um acordo de paz dominavam o mercado. Desde então, mesmo com o fluxo no Estreito de Hormuz próximo das mínimas, esse fator perdeu relevância para o dólar, enquanto o foco migrou para os efeitos de segunda ordem do choque de oferta e para a reprecificação dos juros globais.

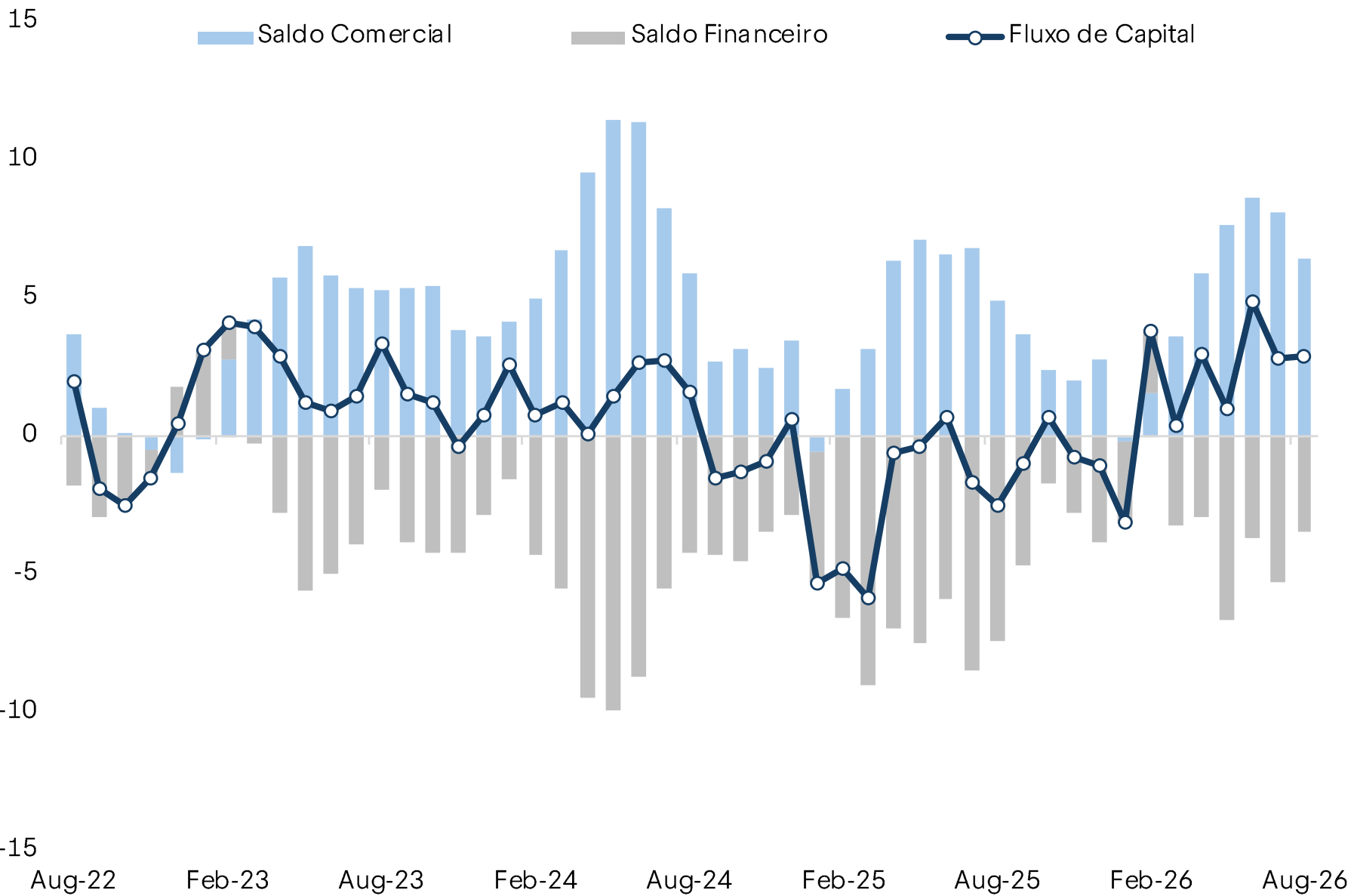
DXY vs Incerteza
Index (pts.) vs



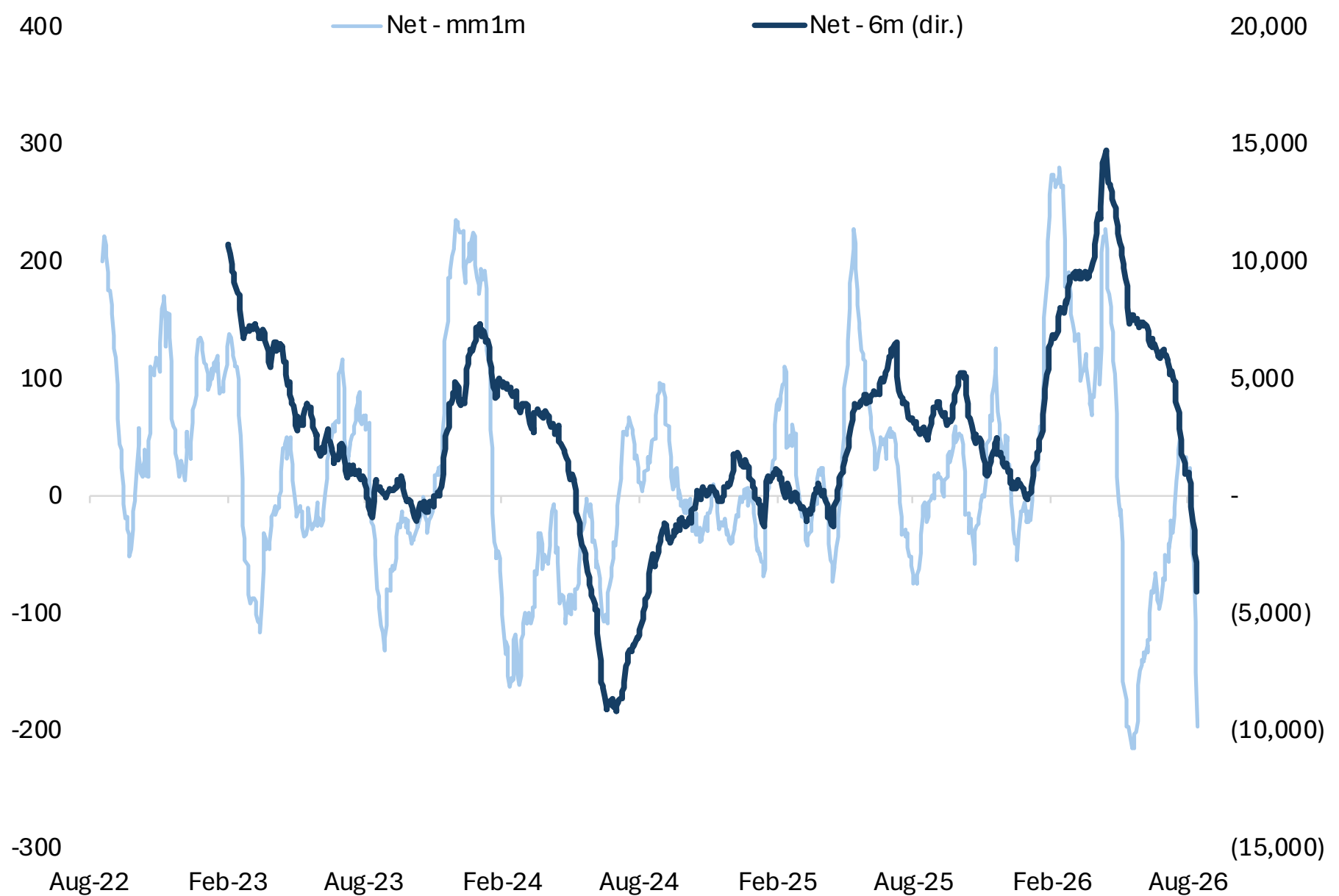
Drivers: Fluxo estrangeiro para o Brasil perde tração

Nos últimos meses, vimos um ambiente muito positivo para o saldo comercial, em razão do crescimento nas exportações, mas enfraquecendo nos últimos dois meses. Do lado financeiro, o saldo segue negativo desde maio. Vale destacar, também, o saldo do investidor estrangeiro em bolsa de valores, medidos pela B3: desde maio deste ano, a instituição mensura uma saída líquida de ~8,3 bilhões de dólares.

Fluxo de Capital: Financeiro + Comercial
Média móvel trimestral, ex-dezembro (USD bilhões)



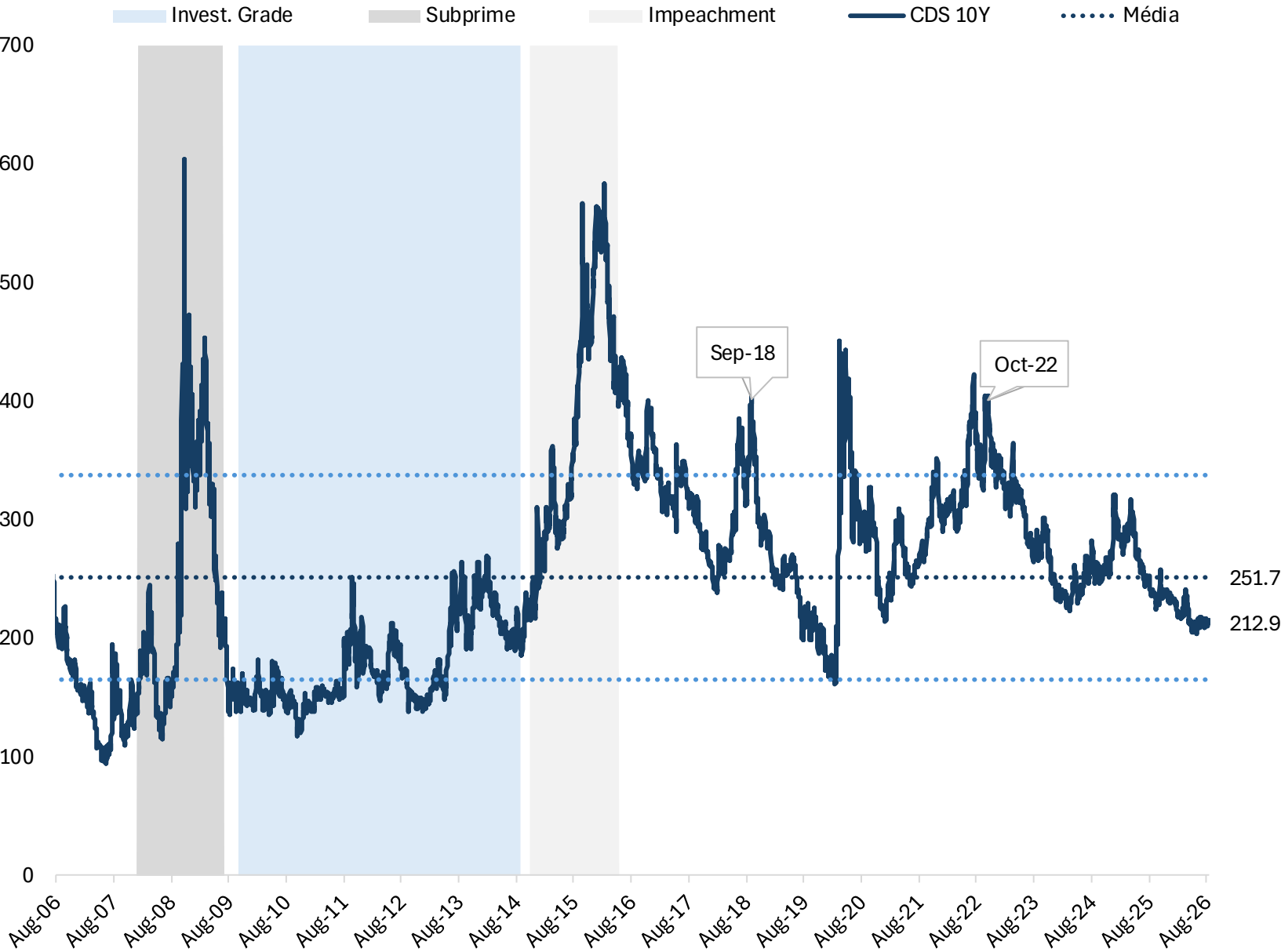
Saldo do Investidor Estrangeiro - B3
Média móvel mensal vs Acumulado em 6 meses (USD milhões)



Drivers: Risco soberano mais baixo?

O CDS Brazil 10Y vem se reduzindo sistematicamente nos últimos anos, contudo o movimento é comum a outros pares emergentes, não parecendo tratar de alguma redução no risco-soberano neste período. Fatores como a maior fragilidade da política fiscal do governo US, a redução dos corporates *high yields* americanos e a menor volatilidade nos mercados emergentes podem explicar este comportamento.

Credit Default Swap: Brazil 10-years
Pontos-base



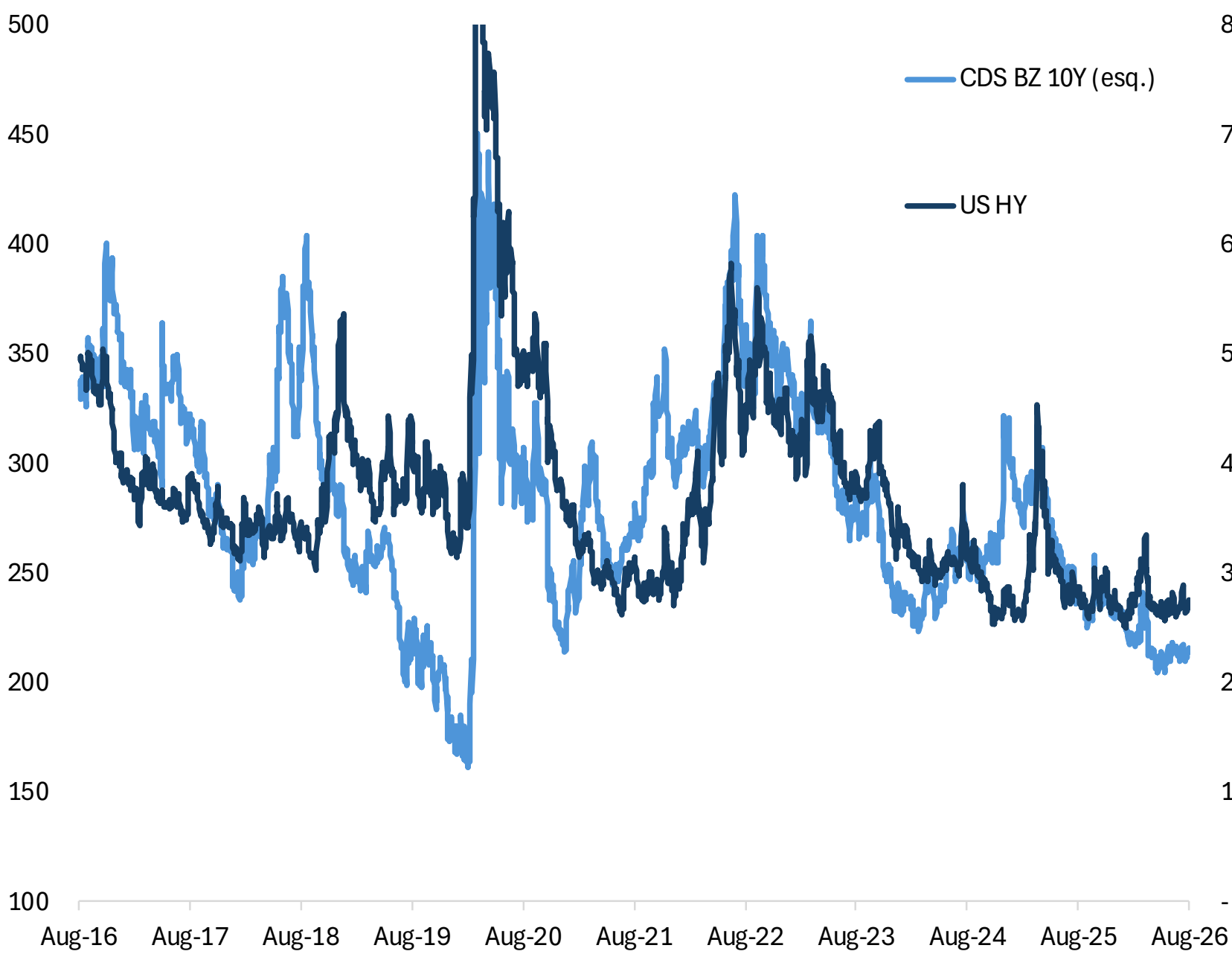
CDS 10Y: Brazil ÷ Latam (Mexico, Chile e Peru)
Ratio (x)



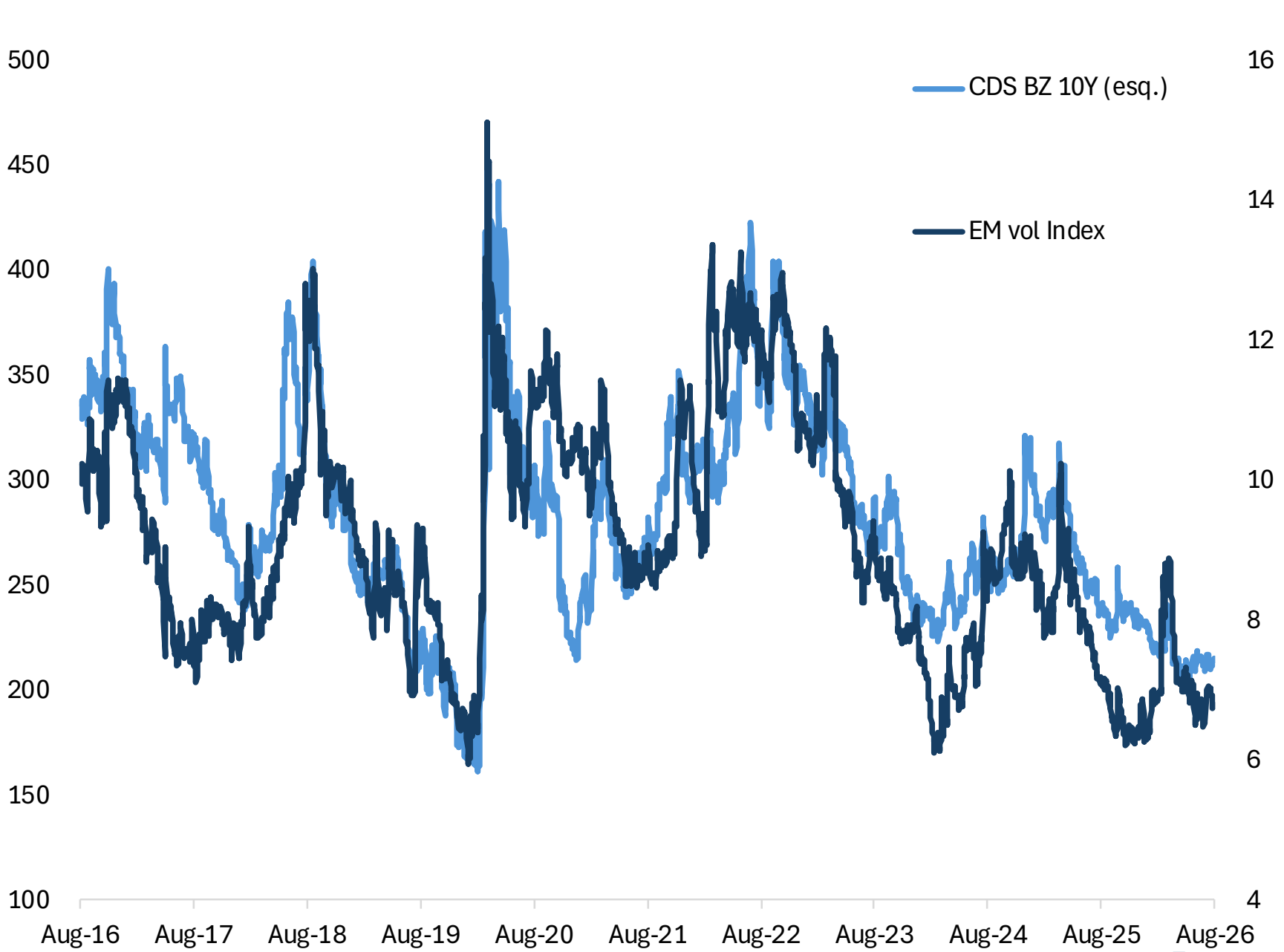
Drivers: Risco soberano mais baixo?

O CDS Brazil 10Y vem se reduzindo sistematicamente nos últimos anos, contudo o movimento é comum a outros pares emergentes, não parecendo tratar de alguma redução no risco-soberano neste período. Fatores como a maior fragilidade da política fiscal do governo US, a queda nos *high yields* das empresas americanas e a menor volatilidade nos mercados emergentes podem explicar este comportamento.

CDS Brazil 10Y vs US Corporate High Yield
Pontos-base vs %



CDS Brazil 10Y vs Emerging Market Volatility Index
Pontos-base



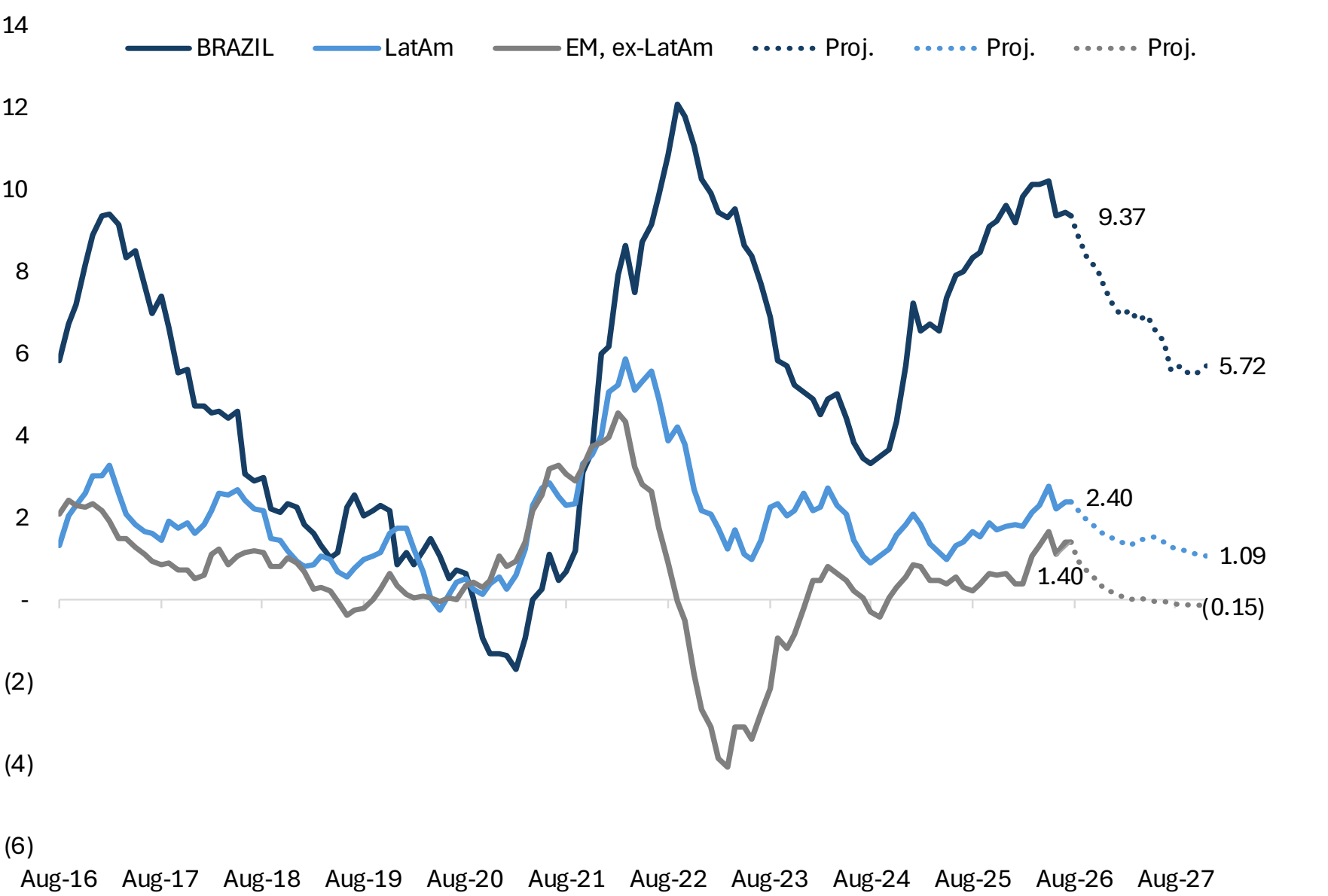
Drivers: Carry pode comprimir em 2027

O diferencial de juros, real e nominal, entre Brasil e EUA segue em patamares significativamente elevados, tanto na comparação da série histórica quanto com a média dos países emergentes. Contudo, o próximo ano impõe desafios ao cenário dado que, nas expectativas atuais, o Copom pode levar a Selic para 12,5% ao final de 2027 (mediana do Boletim Focus) enquanto o FOMC pode promover um ciclo de alta de juros no mesmo período.

Política Monetária nas Economias Emergentes Quadro Resumo

	Policy Rate (%)	Carry (p.p.)	[E] Rate 12m (%)	Carry 12m (p.p.)	Ciclo (bps)	Δ Carry (bps)
Brazil	14.00	10.37	13.23	9.24	(77)	(113)
Mexico	6.50	2.87	7.06	3.07	56	20
Chile	4.50	0.87	5.06	1.07	56	20
Colombia	12.00	8.37	12.00	8.01	0	(36)
South Africa	7.00	3.37	7.31	3.32	31	(5)
Poland	3.75	0.12	4.28	0.29	53	17
Hungary	5.75	2.12	5.42	1.43	(33)	(69)
Romania	6.50	2.87	6.17	2.17	(33)	(70)
Czech Republic	3.75	0.12	3.86	(0.14)	11	(26)
India	5.25	1.62	5.64	1.64	39	2
Indonesia	5.75	2.12	6.36	2.36	61	24
Malaysia	2.75	(0.88)	3.15	(0.84)	40	4
Media Emergentes	6.46	2.83	6.63	2.63	17	(19)

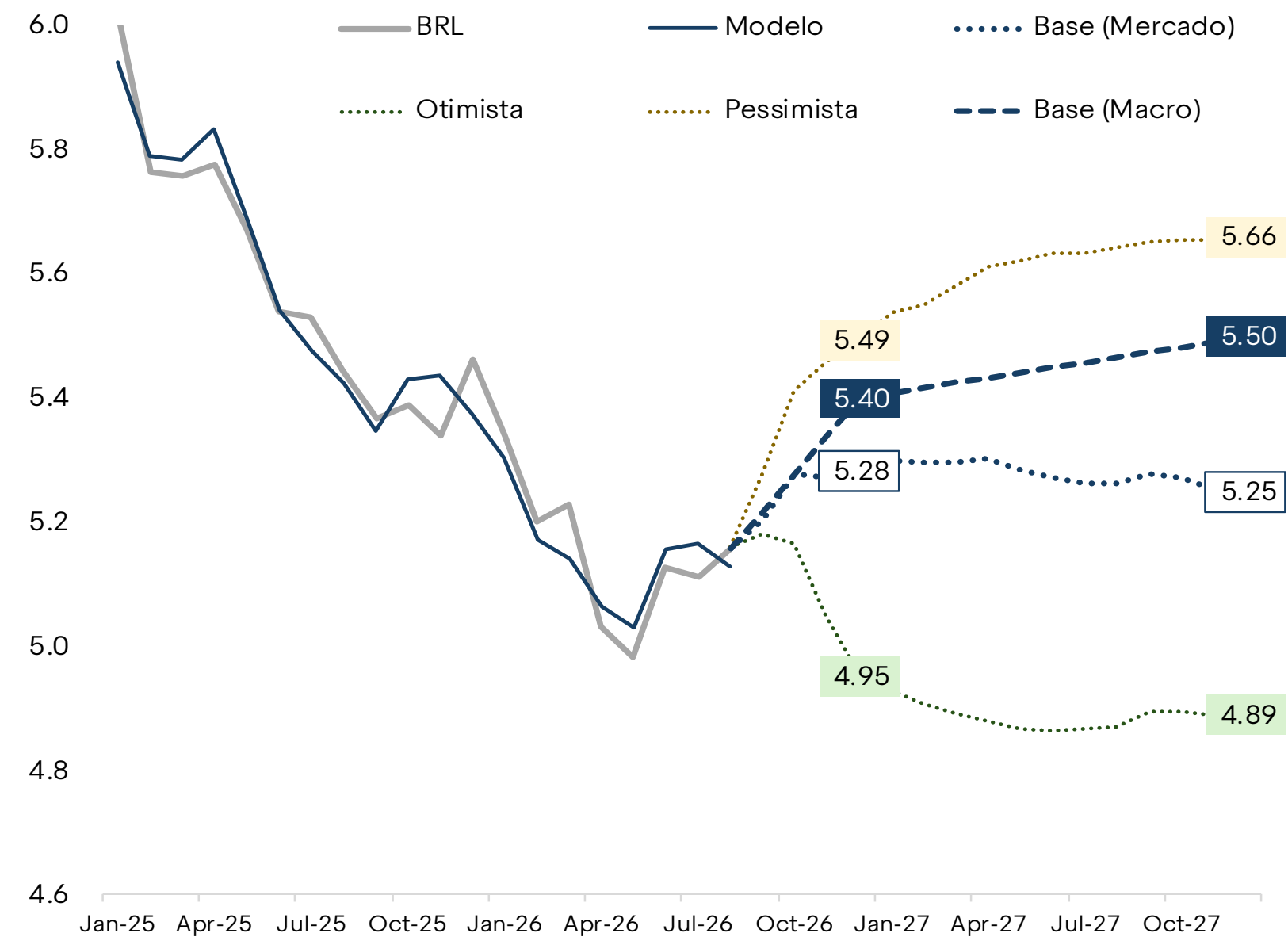
Diferencial de Juros Real: Brasil, LatAm e EM ex-LatAm (% - policy rate - CPI)



Estimativas: Esperamos depreciação no curto prazo

O cenário base do nosso modelo, fundamentado com premissas a mercado, indica alguma depreciação a curto prazo, em razão da elevação do risco soberano nos próximos meses (fator que já vem acontecendo no CDS Brazil 10Y) e do *momentum* mais favorável para ativos de *growth* vs *value* no mercado global.

BRL: Projeções e Trajetórias Estimadas
USD BRL



Base (Macro)

Estimativas do Macro Research do BTG Pactual. Para entender a tese dos fundamentos macroeconômicos, [veja o relatório Cenário Macro](#) disponível no BTG Content.

Base (Mercado)

Para 2026, esperamos uma estabilidade no DXY e carry, mas uma depreciação de ~1% nos ativos de *value* vs *growth*, além de um crescimento de ~9% no CDS10Y em razão da incerteza tipicamente provocada em ambientes próximos às eleições presidenciais.

Para 2027, esperamos queda no diferencial de juros, queda no preço do *Brent* (atual curva dos preços futuros) e contínua depreciação dos ativos *value* vs *growth*. Contudo, a redução de ~2% no DXY e algum ajuste no risco-soberano após ambiente de incertezas eleitorais, podem balancear os efeitos negativos para o real citados anteriormente.

Cenários Alternativos

As trajetórias otimistas e pessimistas possuem maior impacto a depender da evolução do risco-soberano. Os futuros debates em torno da próxima equipe econômica e de projetos no campo fiscal tomarão boa parte do *newsflow* nos próximos meses, adicionando volatilidade sobre a taxa de câmbio. A evolução da relação *value* vs *growth* também muda significativamente em cada um dos cenários. No caso de DXY, carry e Brent, em todos os cenários esperamos redução em relação aos níveis atuais, divergindo apenas em velocidade e magnitude.

Estimativas: Sensibilidades do Modelo

Considerando os preços correntes das variáveis independentes, nosso modelo resulta em uma taxa de câmbio USDBRL de 5,11, ~6 centavos abaixo do preço *spot* atual. Estressando as variáveis do modelo vemos que apenas uma combinação de movimentos abruptos e menos prováveis de ocorrência conjunta pode levar a taxa de câmbio para níveis acima de ~5,60 ou abaixo de ~4,70.

Sendo o CDS 10Y a variável utilizada para capturar a percepção do mercado sobre o risco-soberano doméstico, mesmo um salto para 245pts com redução do preço do *Brent* para ~70 USD/barril, mantendo constante às demais variáveis, o real poderia depreciar para R\$/US\$ 5,43 – ou R\$/US\$ 5,50, se adicionar o erro do modelo.

BRL: Sensibilidade do Modelo
DXY vs Carry

		DXY (pts.)				
		120.0	110.0	98.8	90.0	80.0
Carry (p.p.)	8.0	5.36	5.28	5.18	5.11	5.03
	9.0	5.32	5.24	5.15	5.07	4.99
	10.0	5.29	5.21	5.11	5.04	4.96
	11.0	5.25	5.17	5.08	5.00	4.92
	12.0	5.22	5.14	5.04	4.97	4.89

Variáveis constantes: Value/Growth, Brent e CDS Brazil 10Y.

BRL: Sensibilidade do Modelo
CDS Brazil 10Y vs Brent

		CDS Brazil 10Y (pts.)				
		245.0	230.0	214	200.0	185.0
Brent (USD)	70.0	5.43	5.31	5.19	5.09	4.98
	80.0	5.39	5.28	5.16	5.05	4.94
	91.7	5.35	5.23	5.11	5.01	4.90
	100.0	5.32	5.20	5.08	4.98	4.86
	110.0	5.28	5.17	5.04	4.94	4.83

Variáveis constantes: Value/Growth, DXY e Carry.

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