



Cenário do Câmbio

Macro Research

11 de dezembro
de 2020

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Até quando vai o fôlego do câmbio?

Desde o dia 2 de novembro, o real é a moeda que mais apreciou no mundo (+13,6%). Neste período, a eleição de Joe Biden com Senado republicano, que jogou o DXY para baixo em função da maior pressão no FED por mais estímulos monetários, provocou uma nova enxurrada de liquidez no mercado global e, associada a proximidade da vacinação em massa, fez os gestores internacionais aumentarem seu apetite a risco.

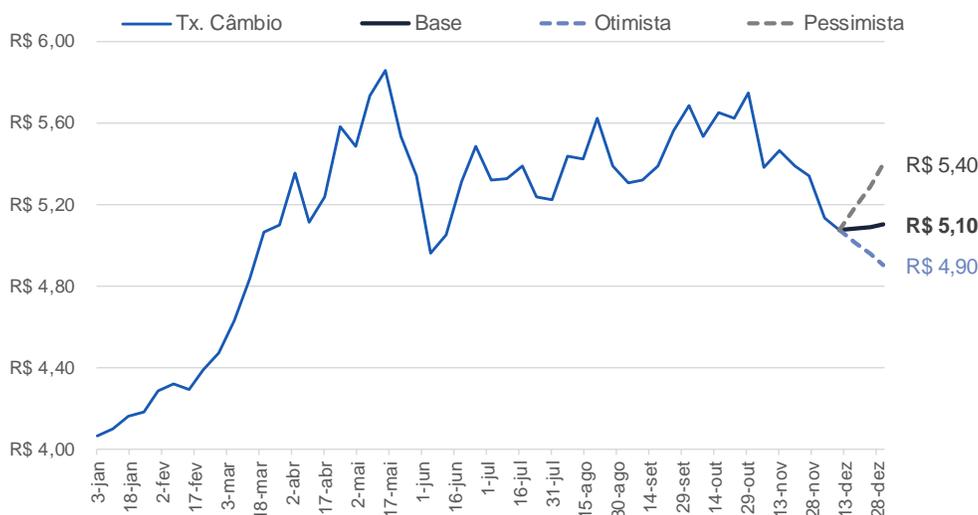
Neste período, o otimismo global promoveu forte alta no preço do petróleo (+30,5%) e redução no risco-país dos emergentes (-23,6%), dois *drivers* importantes que refletem o fluxo internacional para as economias emergentes. No Brasil, apenas o mercado secundário da B3 apresentou ingresso de 6,1 bilhões de dólares em novembro: o maior saldo para um único mês desde o início da série histórica. Em dezembro, o ingresso líquido já supera os 1,2 bilhões USD.

Contra fluxo não há argumentos e, mantendo o *newsflow* internacional positivo, o real pode continuar mais apreciado do que nossas projeções iniciais – motivo pela qual revisamos nosso cenário base 2020 de R\$5,40 para R\$5,10. No entanto, entendemos que o otimismo com o Brasil tem data para encerrar: 04 de fevereiro de 2021, dia da eleição dos novos presidentes do Senado e da Câmara dos Deputados.

O colapso que acometeu o Congresso neste 4T20 impossibilitou qualquer avanço na agenda de reformas enquanto o quadro fiscal permanece desafiador – vale lembrar que, sem a aprovação de uma PEC Emergencial verdadeiramente reformista com as despesas públicas, a regra do teto de gastos de 2021 já foi descumprida apenas pela diferença entre IPCA vs INPC.

Portanto, acreditamos que em algum momento após a benevolência internacional para com o Brasil, o mercado precificará os atuais riscos políticos e fiscais na moeda brasileira.

Evolução R\$/US\$ e Projeção – final 2020



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

BTG Pactual – Macro Research

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvrosfrasson

Luiza Papparounis
luiza.papparounis@btgpactual.com

Desempenho R\$/US\$

11-dez-20	R\$	5,07
MTD		-5,4%
Novembro		-6,7%
2020		25,8%
12 Meses		24,0%

Projeção 2020 | BTG Pactual

Base	R\$	5,10
Otimista	R\$	4,90
Pessimista	R\$	5,40

Indicadores

DXY		91,0
CDS Brazil 5Y		155,1
CDS Brazil 10Y		228,1
Vol 1 Mês		20,3%
Vol 3 Meses		19,7%
Vol 12 Meses		19,1%

Real versus Moedas Emergentes

O real brasileiro mantém sua característica mais volátil, tanto com seus pares colombianos e mexicanos quanto com o índice de volatilidade do mercado americano (VIX). Em novembro, foi possível observar uma melhora do real ante seus pares, tendo a segunda maior valorização entre os emergentes. Este movimento é consequência de uma entrada expressiva do capital estrangeiro no mês e o otimismo com o avanço das vacinas.

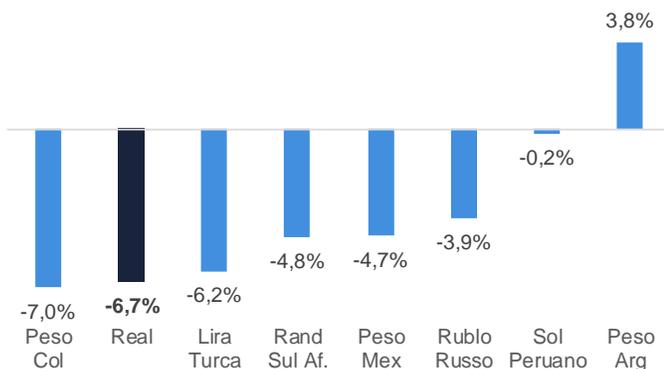
Em nossa opinião, a melhora do real não se faz por fatores internos, a frágil situação fiscal do Brasil frente seus pares em desenvolvimento permanecem, refletindo nos movimentos de desvalorização e volatilidade. A continuidade na tensão política entre os três poderes, a falta de avanços das reformas faz com que a pauta de ajuste nas contas públicas ainda seja um fator de risco, o que prejudica a credibilidade da trajetória e composição da dívida pública. Este fator, em nossa opinião, é o principal ponto de que merece atenção para os próximos meses.

Vol 3 meses: VIX vs Moedas Emergentes - 2020 (%)



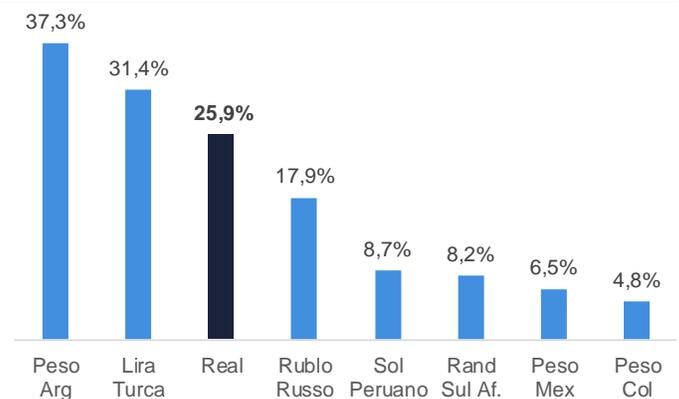
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Variação Moedas Emergentes: Novembro (%)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Variação Moedas Emergentes: 2020 (%)



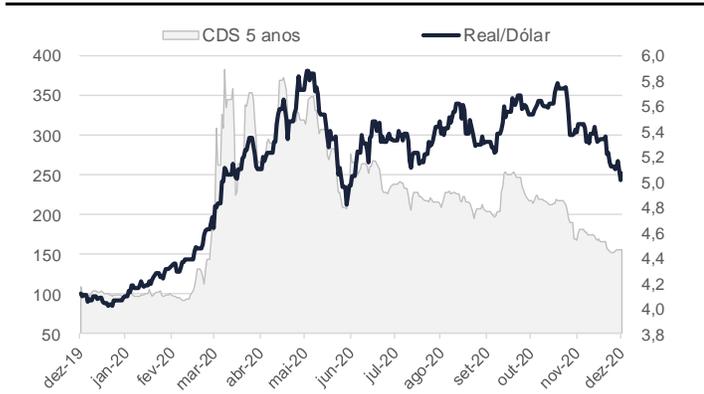
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Risco-País

Como já observado em nosso último relatório, a taxa de juros da NTN-B 2035 acompanha a expansão do grau de estímulo monetário até meados de julho, contudo, o cenário desfavorável para os títulos públicos levou a um repique da taxa. O real vem se valorizando refletindo o otimismo internacional, enquanto o risco-país (CDS 5 anos) continua sua tendência de queda, alcançando o patamar de próximo de 150 pontos.

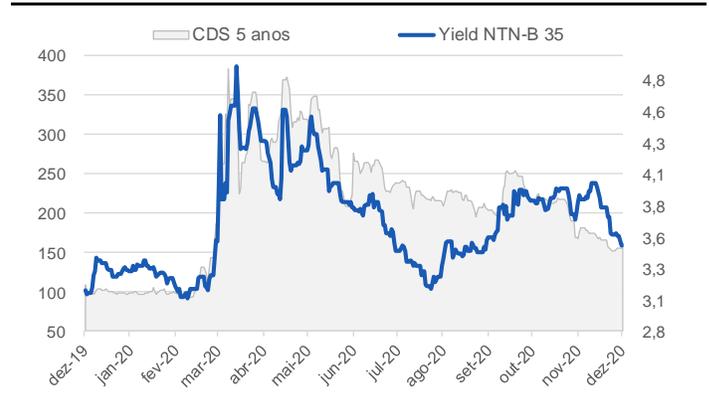
Em nossa opinião, apesar da melhora no câmbio, a forte desvalorização reflete a preocupação do investidor estrangeiro com a trajetória fiscal do país e o repique das taxas de juros ocorreu em um segundo momento – vale lembrar que o % de investidor estrangeiro em dívida pública brasileira é de 9%, a menor participação em 10 anos. No mês de novembro uma maior procura pelos títulos públicos levou a uma tendência de queda do *yield* da NTN-B 35, mas esta ainda se encontra em patamares elevados.

CDS 5Y vs Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

CDS 5Y vs Retorno NTN-B 2035 (%)



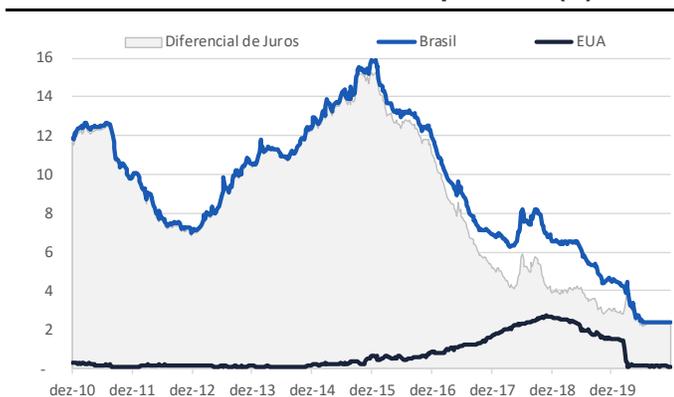
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Política Monetária

O diferencial de taxa de juros entre Brasil e EUA ainda é o menor da série histórica: fato que ajuda na fuga de capital de curto prazo e altera o nível estrutural da taxa de câmbio. A preocupação do BCB, contudo, é o reflexo da desvalorização do real na elevação dos preços ao consumidor.

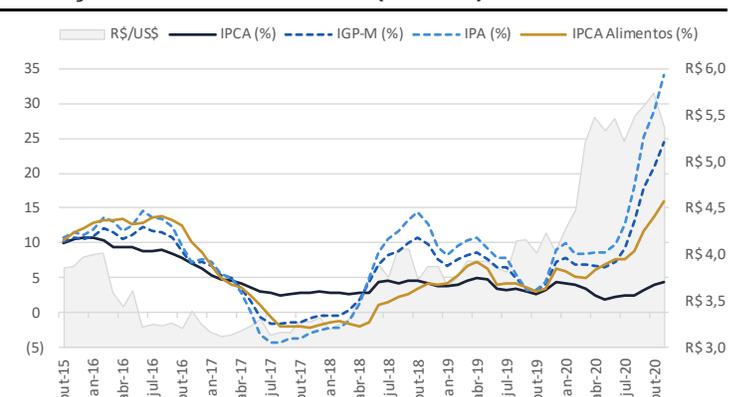
Nos preços mais atrelados à variação cambial, como o índice de preços ao produtor, é possível observar esta transmissão de maneira mais acentuada. Nos preços ao consumidor, é possível ver este repasse no segmento de alimentos e em bens industriais. Logo, a partir do cenário atual de incerteza fiscal e uma aceleração na inflação do consumidor, o Copom já sinaliza possíveis elevações na taxa Selic, o que pode fazer o diferencial de juros se elevar em um horizonte menor que 12 meses, podendo ter um impacto positivo para o real frente ao dólar.

Diferencial de Juros Nominais Esperados (%)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Inflação vs Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



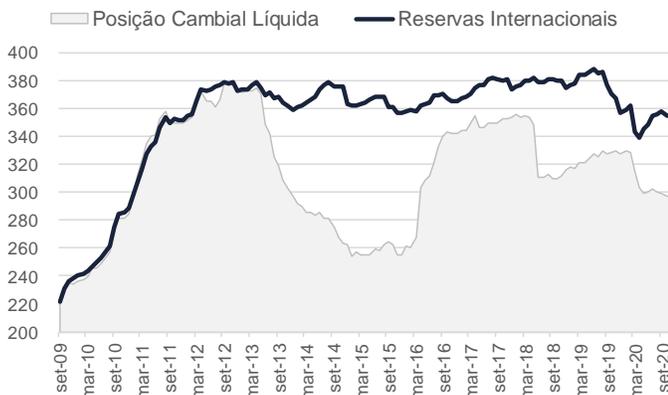
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

Fluxo Cambial e Reservas Cambiais

O ano de 2020 tem se caracterizado por fluxo mais positivo da balança comercial em relação a 2019, mas superado pelo fluxo mais negativo da conta financeira. A retomada das economias asiáticas, principal destino dos produtos brasileiros, fez com que as exportações se mantivessem fortes, enquanto as importações ainda estão em patamares abaixo dos de 2019. No *net*, o fluxo cambial de 2020 soma uma fuga de US\$20 bi. No acumulado de 12 meses, o fluxo melhorou, reduzindo de US\$42 bi para US\$36 bi.

Em relação às reservas internacionais, novembro fechou em US\$356 bi. Podemos destacar uma leve recomposição da conta a partir de abril deste ano, auge da crise, quando as reservas atingiram US\$339 bi: queda de US\$44,5 em relação a abril do ano anterior. Sobre a posição cambial líquida, descontando os gastos com *swap cambial*, recompras e outras operações, o patamar atual é de US\$298 bi.

Reservas Internacionais vs Posição Líquida (US\$ bi)



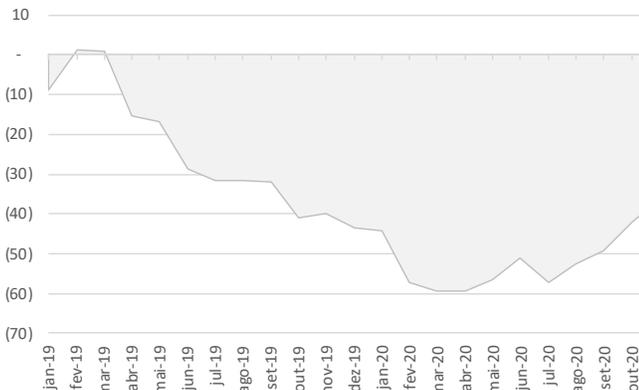
Fonte: Banco Central do Brasil, BTGPactual.

Posição devedora do BCB em Swap Cambial (US\$ bi)



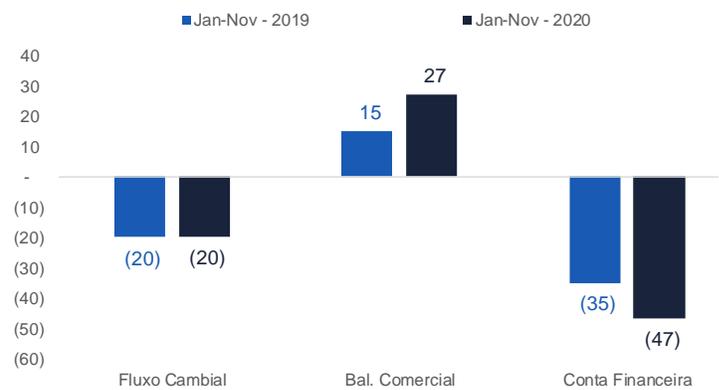
Fonte: Banco Central do Brasil, BTGPactual.

Fluxo Cambial: acumulado 12 meses (US\$ bi)



Fonte: Banco Central do Brasil, BTGPactual.

Composição do Fluxo Cambial: 2019 vs 2020 (US\$ bi)



Fonte: Banco Central do Brasil, BTGPactual.

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 digital. 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 digital 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 digital 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 digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital 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 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 digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital 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 digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, 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, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é 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