



# Cenário do Câmbio

Janeiro 2021

**Macro Research**  
economia@btgpactual.com

Álvaro Frasson  
@alvasfrasson

<b>1. Análise e Projeções</b>	<b>3</b>
<b>2. As Variáveis do Câmbio</b>	<b>6</b>
2.1. Índice Dólar (DXY)	7
2.2. Juros Americanos de Longo Prazo (US Treasury 10y)	8
2.3. Preço Internacional das <i>Commodities</i> (CRB)	9
2.4. Risco-País (CDS Brazil 10y)	10
2.5. Juros Brasileiros de Longo Prazo (NTN-B 2035)	11
<b>3. Real e as Moedas Emergentes</b>	<b>12</b>
3.1. Desempenho Comparativo	13
3.2. Volatilidade das Moedas	14
<b>4. Política Monetária e Cambial</b>	<b>15</b>
4.1. Diferencial da Taxa de Juros	16
4.2. Câmbio vs Inflação	17
4.3. Fluxo Cambial	18
4.4. Reservas Internacionais	19
<b>5. Câmbio de Equilíbrio</b>	<b>20</b>
5.1. Taxa de Câmbio Real	21
5.2. Índice Big Mac	22

# Análise e Projeções





# O fiscal no caminho do Dólar e do Real

Neste início de 2021, a volatilidade da taxa de câmbio tem surpreendido o mercado por razões de ambas as partes. **Nos EUA**, a vitória democrata no Senado fez Joe Biden anunciar um pacote fiscal de US\$ 1,9 trilhões, afirmando que não é o momento para se preocupar com o déficit e a dívida pública. Um prato cheio para que os juros americanos de longo prazo apresentassem fortes altas e, por conseguinte, imputando mais risco-país para os emergentes. Por outro lado, Jerome Powell (*Federal Reserve*) afastou a possibilidade de retirada dos estímulos monetários, pois Biden injetará *net new money* via política fiscal. Bom para manter juros americanos de curto prazo próximo a 0% e para as moedas emergentes.

**No Brasil**, as indefinições sucessórias na Câmara e no Senado, associada ao atraso do programa de vacinação relativo a outros países, imputa mais risco-país no mercado local, uma das causas do real desvalorizar-se em janeiro depois de 10% de valorização somados os meses de novembro e dezembro.

Ainda que o início de 2021 esteja sugerindo um ambiente binário para determinar uma tendência assertiva da taxa de câmbio, acreditamos que o cenário de valorização do real seja o mais provável.

Pelo lado americano, entendemos que Biden não conseguirá aprovar os US\$ 1,9 tri uma vez que o Senado está dividido – qualquer redução deste pacote evitará juros longos mais elevados que o patamar atual, positivo para que os emergentes consigam atrair liquidez global e retomar a valorização de suas moedas.

Por aqui, dois vetores são fundamentais para confirmar o cenário de valorização do real: (i) manutenção do teto de gastos e (ii) velocidade na execução do programa de vacinação. Mais do que o processo sucessório no Congresso, garantir a retomada dos serviços via vacina e credibilidade fiscal (leia-se: PEC Emergencial) são ferramentas importantes para que a liquidez global desague em terras brasileiras em 2021.

Desempenho R\$/US\$		
(+ ) desvalorização do real (-) valorização		
15-jan-21	R\$	5,30
MTD		2,0%
Dezembro		-3,0%
2020		29,0%
12 Meses		21,1%
Vol 1 Mês		20,4%
Vol 3 Meses		18,7%
Vol 12 Meses		19,4%
Projeção 2021   BTG Pactual		
Base	R\$	4,90
Otimista	R\$	4,50
Pessimista	R\$	5,50
Variáveis do Câmbio		
DXY		90,8
US Treasury 10y		1,08%
CRB Index		455,3
CDS Brazil 10Y		241,7

## Cenário Base (R\$ 4,90)

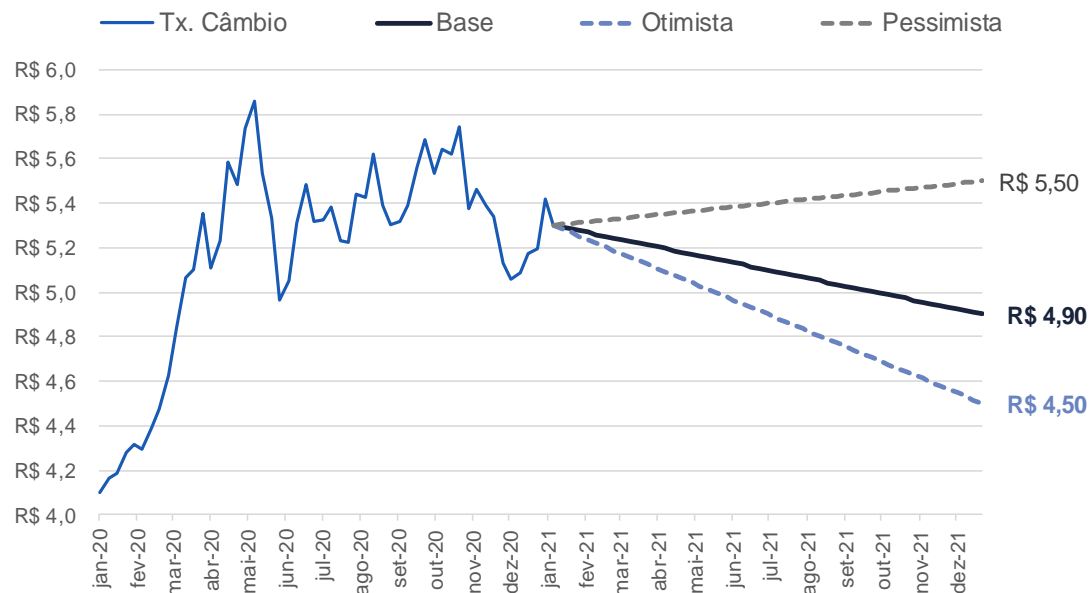
- Pacote fiscal EUA entre US\$ 1,4 – 1,8 trilhões;
- Aumento na demanda por *commodities*;
- Manutenção da atual política monetária do Fed e elevação no diferencial de taxa de juros: *fed fund rate* estável e Selic em alta (3,75%);
- Manutenção do teto de gastos (PEC Emergencial)
- Cumprimento do Plano Nacional de Imunização da ANVISA;
- Evolução das reformas tributárias e administrativas.

## Cenário Otimista (R\$ 4,50)

- Pacote fiscal EUA abaixo de US\$ 1,4 trilhões;
- Preço int. das *commodities* (CRB) em patamares pré 2015;
- Manutenção da atual política monetária do Fed e elevação no diferencial de taxa de juros: *fed fund rate* estável e Selic em alta (acima de 3,75%);
- Manutenção do teto de gastos (PEC Emergencial)
- Cumprimento do Plano Nacional de Imunização da ANVISA;
- Aprovação das reformas tributárias e administrativas.

## Cenário Pessimista (R\$ 5,50)

- Pacote fiscal EUA acima de US\$ 1,9 trilhões;
- Queda no preço das *commodities*;
- Retirada gradual dos estímulos monetários do Fed e manutenção do atual nível do diferencial da taxa de juros;
- Flexibilização da atual regra do teto de gastos;
- Atrasos no Plano Nacional de Imunização da ANVISA;
- Evolução nas divergências entre Execuvito e Legislativo (sob novo comando) que atrasem ou alterem a agenda econômica.



# As Variáveis do Câmbio

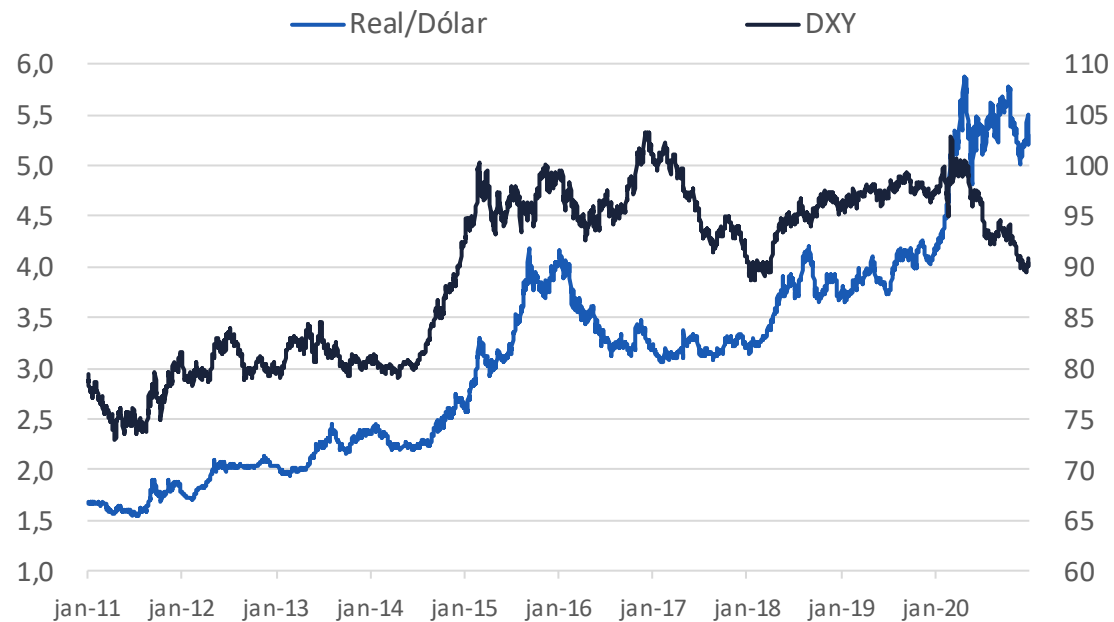


# Índice Dolar (DXY)

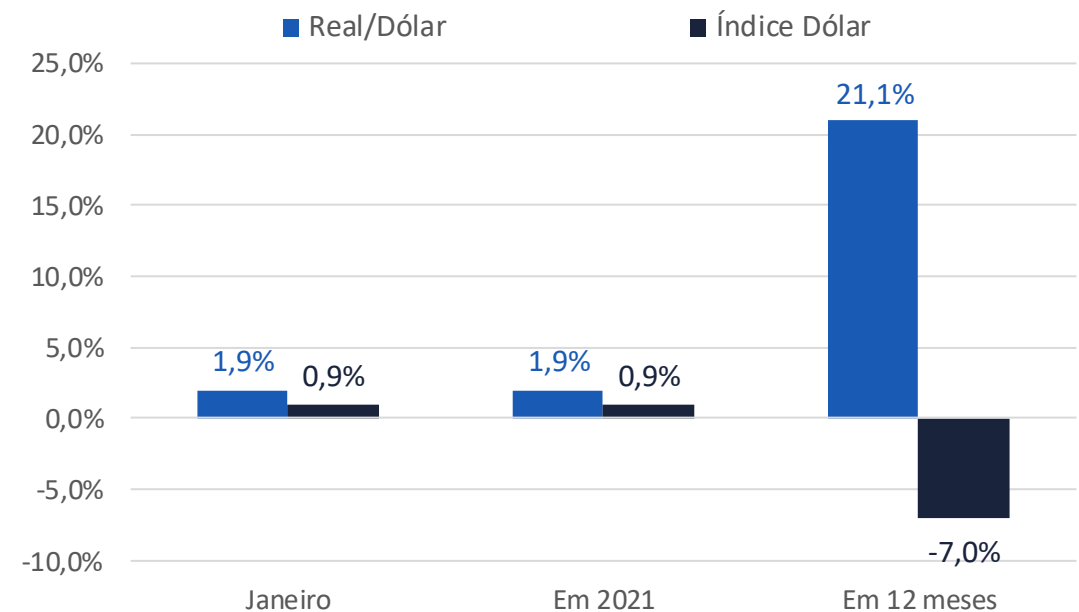
Índice composto por 6 moedas a fim de medir a força relativa do dólar americano frente a esta cesta de moedas. São elas: Euro (57,6%), Yen Japonês (13,6%), Lira Britânica (11,9%), Dólar Canadense (9,1%), Coroa Sueca (4,2%) e Franco Suíço (3,6%).

- Ao contrário de 2020, em que o DXY apresentou clara tendência de baixa em função da acentuada expansão monetária realizada pelo Fed afim de conter a crise da covid-19, este ano o índice tende a permanecer nos patamares atuais.
- Powell falou recentemente que está longe de retirar a política de estímulos monetários, mantendo a liquidez e a oferta de dólar na economia global.
- Por outro lado, existem mais pressões para o fortalecimento do dólar em 2021: (i) a normalização das taxas de juros americanas de médio e longo prazo podem retomar patamares pré-covid e provocar uma migração do fluxo de capitais para a economia americana.

### Câmbio (R\$/US\$) vs DXY (pontos) - Longo Prazo



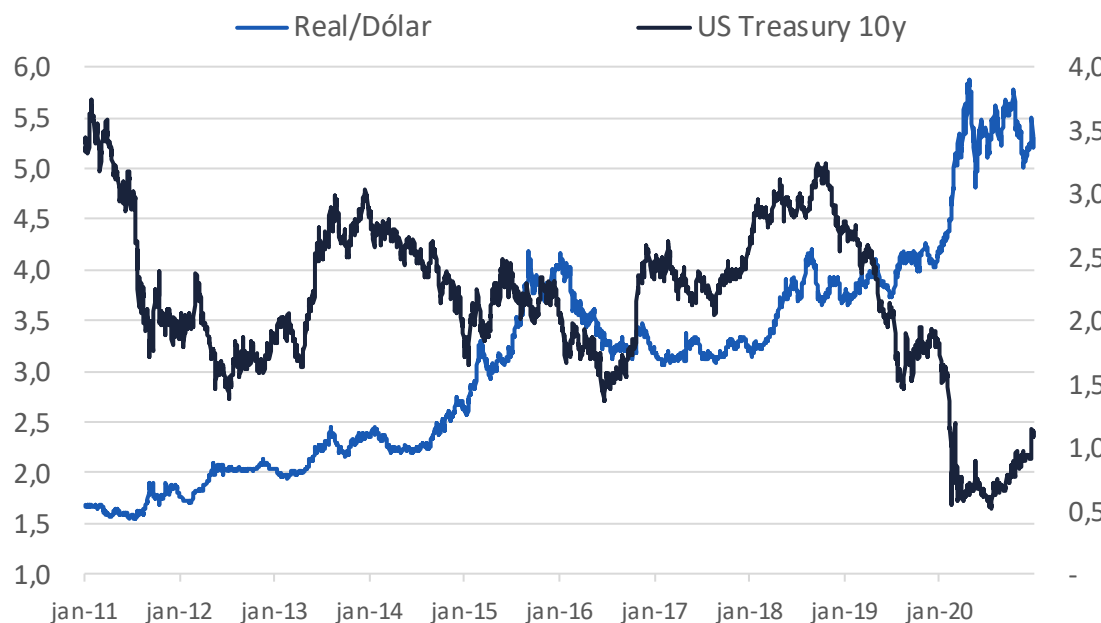
### Câmbio (R\$/US\$) vs DXY (pontos) - Variação (%)



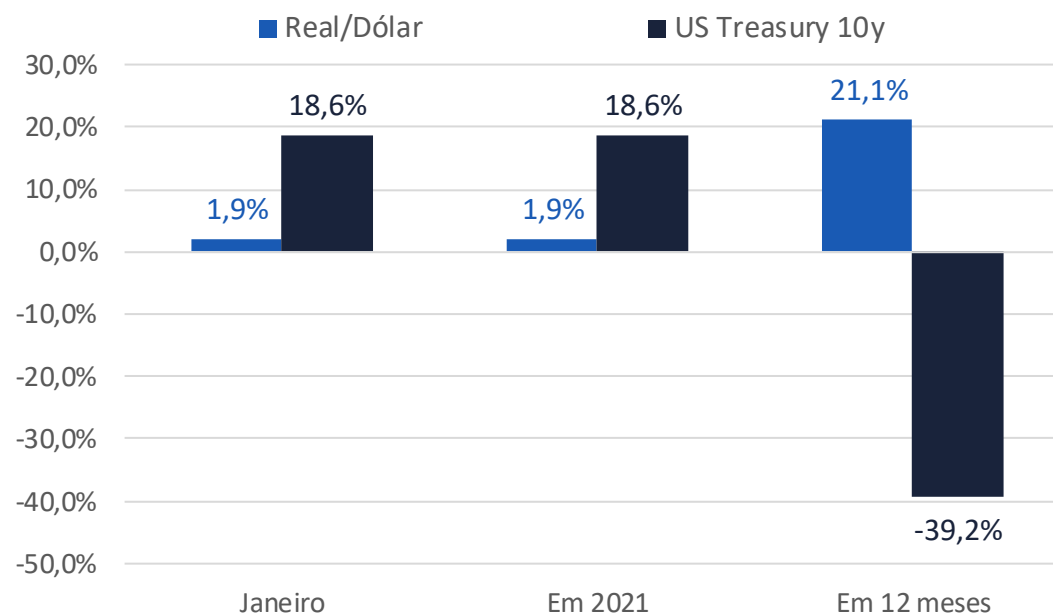
# Juros Americanos de Longo Prazo (US Treasury 10y)

- Em 2020, os juros americanos de longo prazo acompanharam o movimento de queda das taxas de curto prazo promovido pelos Banco Centrais ao redor do mundo, como forma de elevar a liquidez global e atenuar a crise da covid-19.
- Como este movimento foi reflexo de um ambiente de aversão à risco dos investidores em função da pandemia, o fluxo de capitais não migrou para países com juros maiores e, ao contrário, fez depreciar as moedas de países emergentes – como o caso do real brasileiro.
- Para 2021 é natural que a taxa de juros volte a patamares pré-covid de fev/20 (1,0% - 1,5%) e jan/20 (1,5% - 2,0%). No entanto, o motivo da alta será mais importante que a elevação em si: se em função da piora fiscal americana ou por conta da normalização da economia global.

Câmbio (R\$/US\$) vs US Treasury 10y (% a.a.) - Longo Prazo



Câmbio (R\$/US\$) vs US Treasury 10y (% a.a.) - Variação (%)

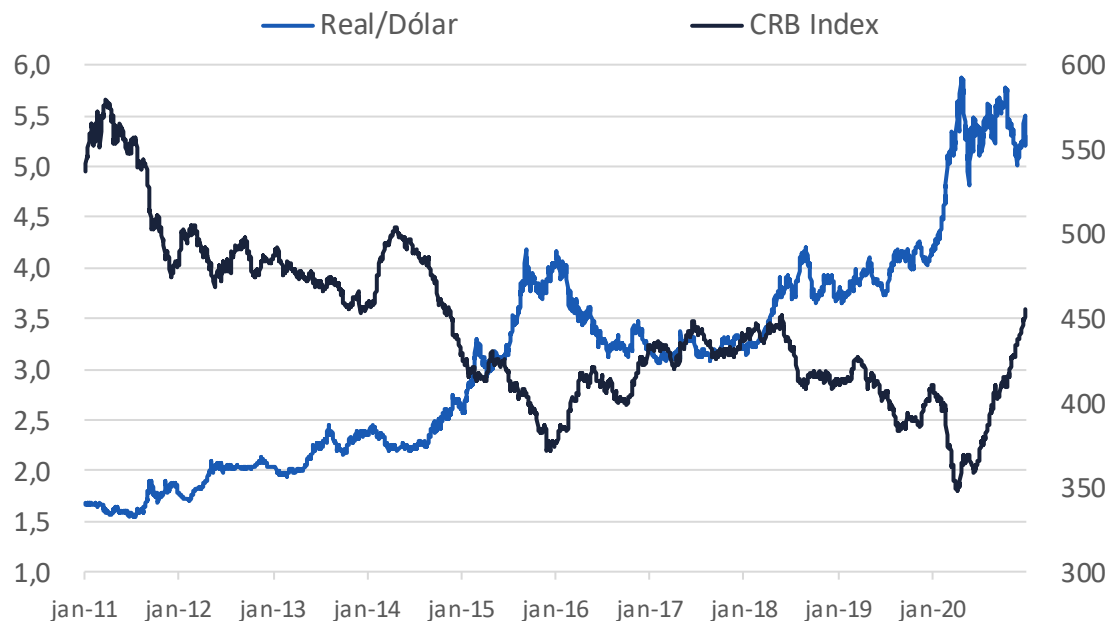




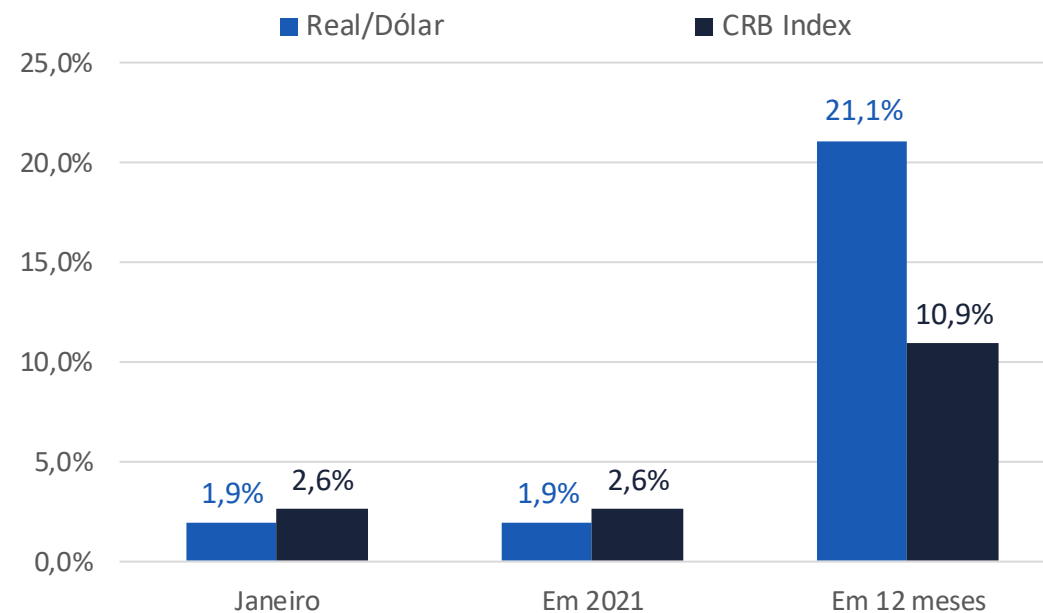
# Preço Internacional das *Commodities* (CRB)

- Sobre o preço do petróleo WTI (US\$ 52/barril), a retomada do segundo semestre colocou o preço de volta aos patamares 2015-17, mas longe dos 80 dólares de 2018 e muito menos dos 100 dólares no pré-2014. Para 2021, é fundamental monitorar os debates entre Rússia e Arábia Saudita, que tem discordado com certa constância nas últimas reuniões da OPEP e, mesmo com uma melhora na economia global e expectativa por maior demanda por *commodities*, é possível que a organização eleve a produção represada no último ano.
- No caso do minério de ferro, a demanda da China segue crescente e o preço já supera os 160 dólares.
- Portanto, o ambiente para *commodities* segue favorável para uma apreciação do Real frente ao dólar neste ano.

### Câmbio (R\$/US\$) vs CRB (US\$) - Longo Prazo



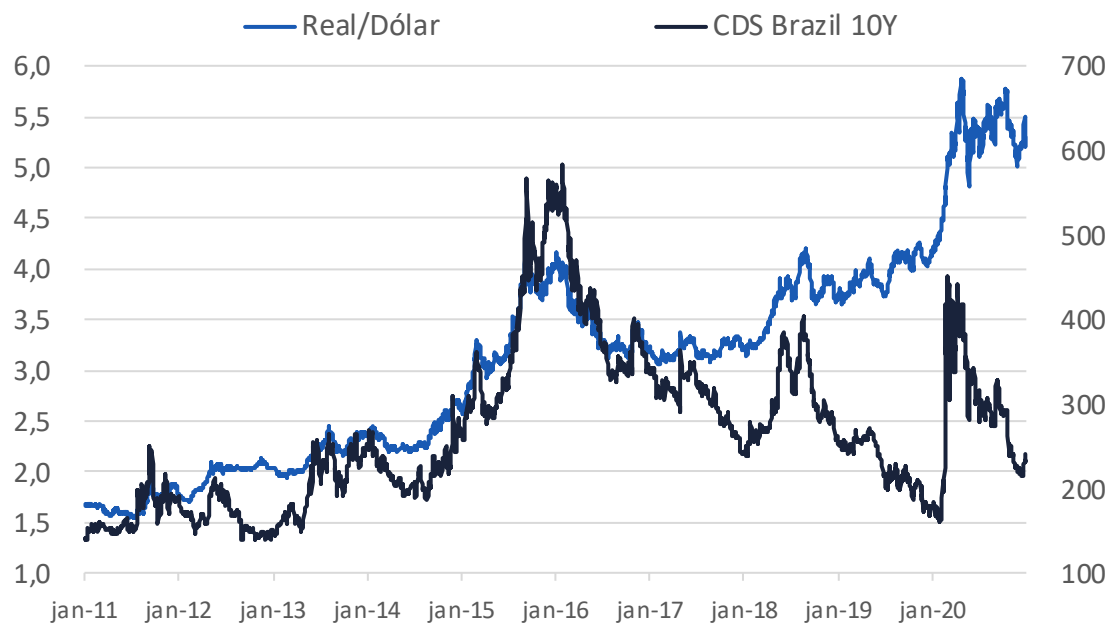
### Câmbio (R\$/US\$) vs CRB (US\$) - Variação (%)



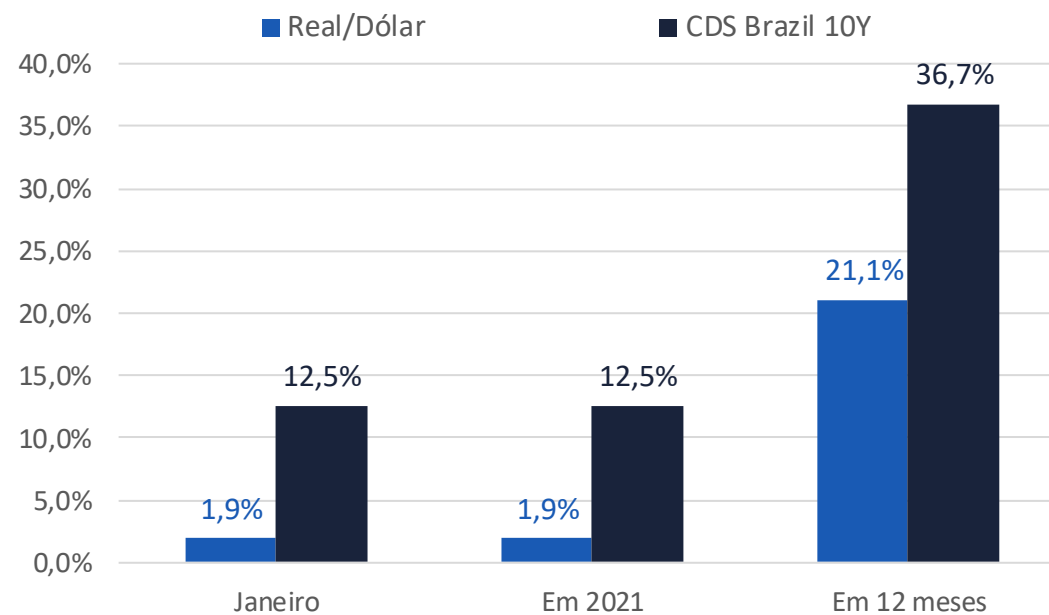
# Risco-País (CDS Brazil 10y)

- A elevação do risco-país no Brasil nestes últimos 12 meses se deve sobretudo em função de duas variáveis: (1) a elevação do diferencial de juros de longo prazo (*verslide 17*) e (2) a deterioração fiscal.
- Sobre o Segundo ponto, o déficit público de 2020 foi equivalente a toda a economia proposta da Reforma da Previdência e teve de ser financiada via emissão de novas dívidas com juros mais altos e vencimentos mais curtos, em função do cenário de incerteza econômica.
- Para 2021, esperamos que a vacinação em escala global permita um ambiente mais propenso ao risco para os investidores internacionais, alocando esta a grande liquidez internacional em países emergentes, como o Brasil.

Câmbio (R\$/US\$) vs CDS Brazil 10y (pontos) - Longo Prazo



Câmbio (R\$/US\$) vs CDS Brazil 10y (pontos) - Variação (%)

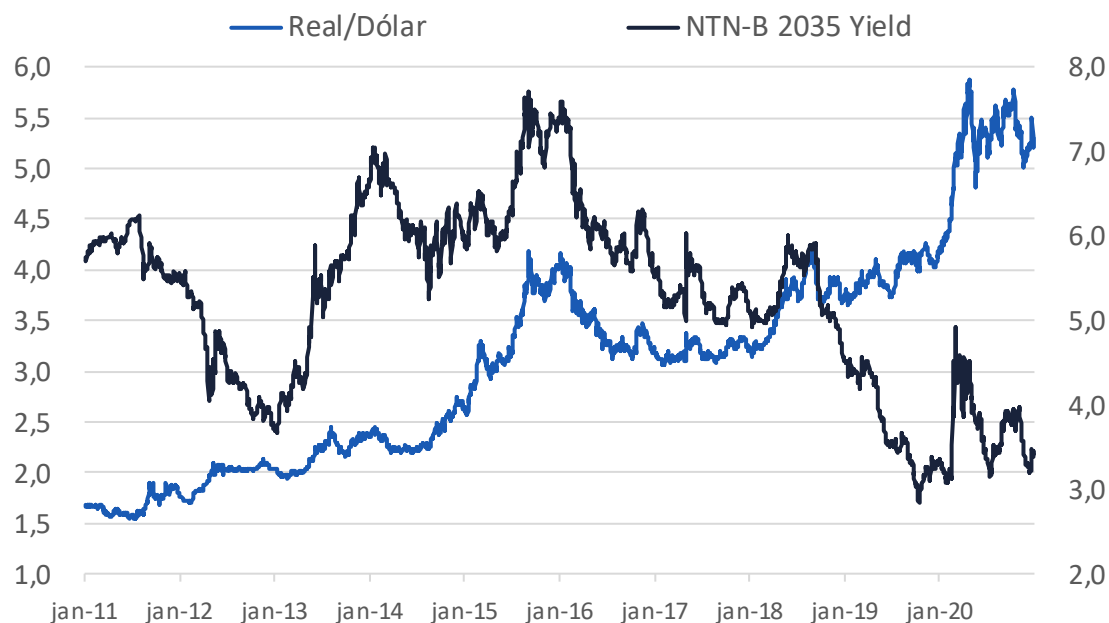


# Juros Brasileiros de Longo Prazo (NTN-B 2035)

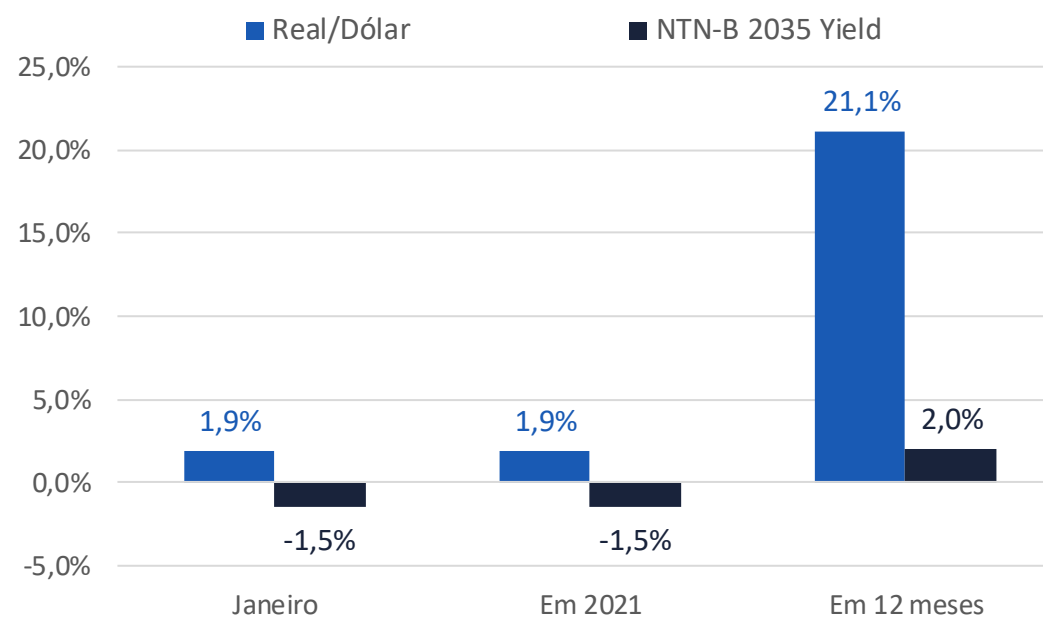
Os juros reais brasileiros de longo prazo podem ser medidos pela taxa paga de um título atrelado a inflação com vencimento em 2035.

- O juro real brasileiro de longo prazo tem uma correlação importante com a estabilidade fiscal do país. Após 2013, período dos movimentos de rua e início do cenário político mais instável no Brasil, as taxas da NTN-B chegaram a pagar juros reais acima de 7% ao ano, tamanha a incerteza daquele momento.
- Após a aprovação da regra do teto de gastos, que permitiu maior controle da despesa pública e, portanto, do endividamento, os juros apresentaram trajetória descendente até 2020, quando a incerteza econômica promoveu repiques nos juros, mesmo com a Selic em queda livre.
- Para 2021, a alta do juro real será a consequência de causas boas (normalização da demanda doméstica) ou ruins (irresponsabilidade fiscal).

Câmbio (R\$/US\$) vs NTN-B 2035(% a.a.) - Longo Prazo



Câmbio (R\$/US\$) vs NTN-B 2035(% a.a.) - Variação (%)



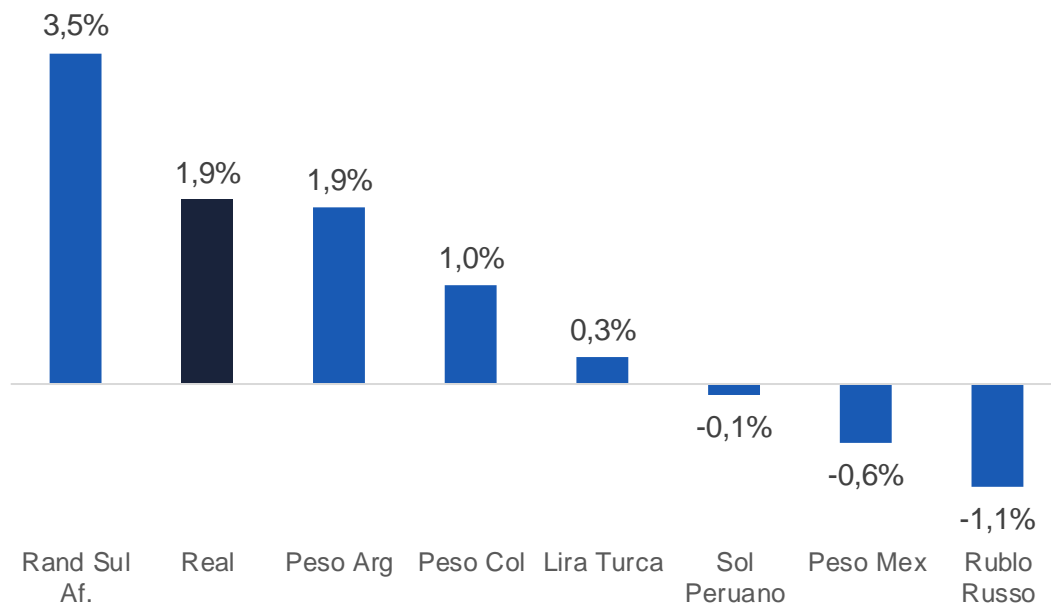
# Real e as Moedas Emergentes



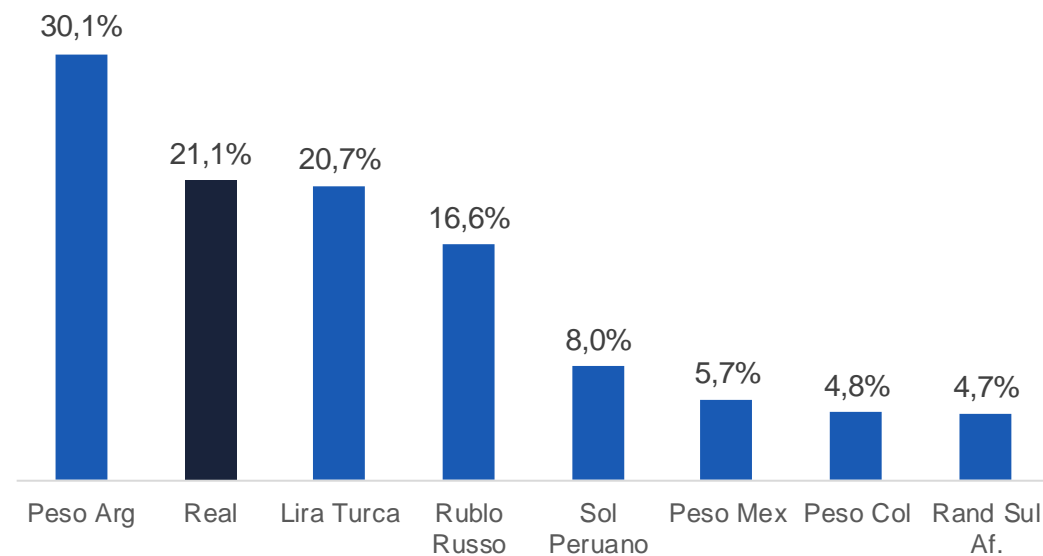
# Desempenho

- Nos últimos 12 meses, o real perdeu 21% do seu valor e foi a 2ª moeda emergente com o pior desempenho neste período, perdendo apenas para os 30% de desvalorização do peso argentino. No entanto, a menor desvalorização de outras moedas latinas (pesos colombianos, peruanos e mexicanos) refletem como o real possui “espaço” para percorrer frente estas moedas.
- Em Janeiro, mantemos a 2ª posição na ranking da desvalorização das moedas emergentes.

### Variação no Mês (%)



### Variação em 12 meses (%)

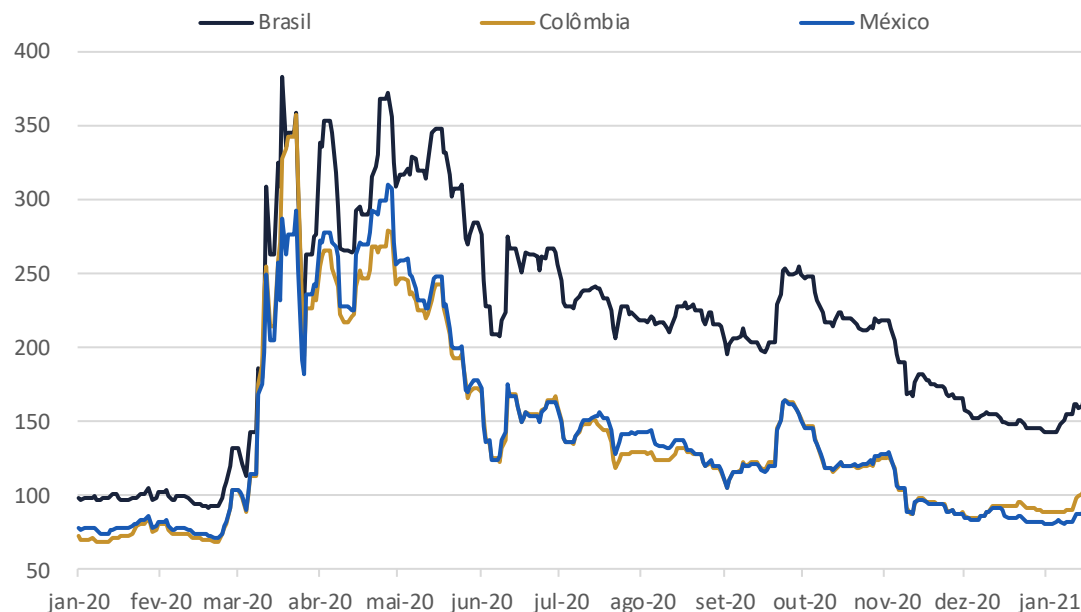




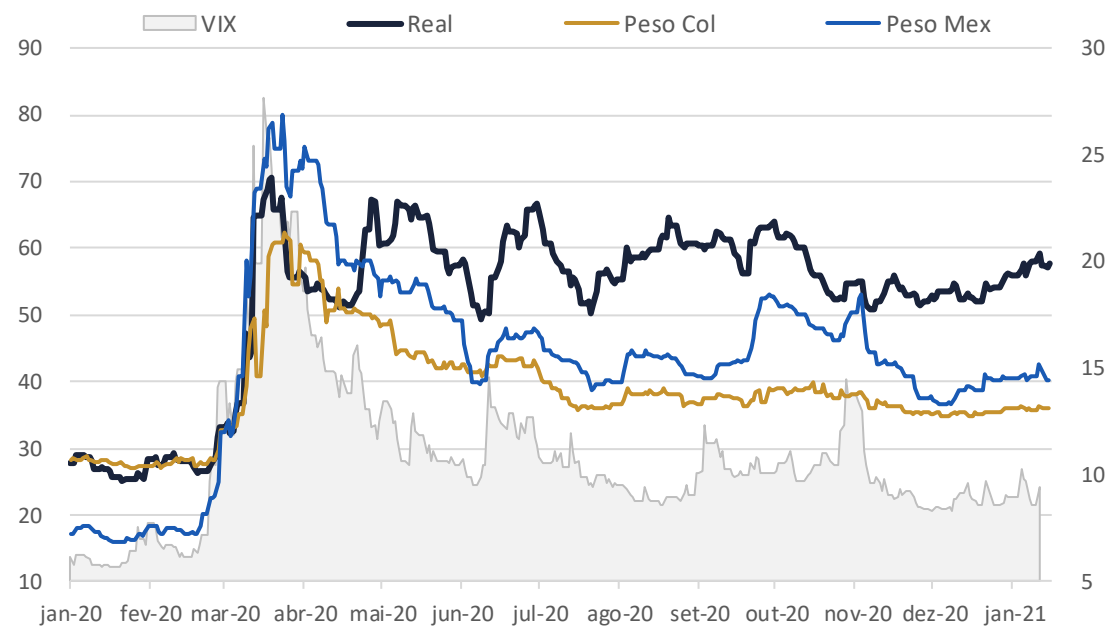
# Volatilidade da Moeda e Risco-País

- Parte do comportamento das moedas emergentes pode se dar pelo desempenho do seu risco-país de 5 anos (CDS 5y). Observando o 1º gráfico, enquanto Colômbia e México já retornaram para seus níveis de risco próximos ao pré-pandemia, o Brasil mantém uma distância maior tanto do seu próprio nível de risco-país quanto em relação a estes dois países. Conseqüentemente, a volatilidade das respectivas moedas (2º gráfico) mantém um padrão parecido com a trajetória da percepção de risco pelos mercados internacionais.
- Esta diferença pode ser explicada pela situação fiscal, uma vez que o Brasil pré-pandemia já sofria com déficit fiscal excessivo, diferente dos seus pares latinos que não sofriam da mesma situação e, portanto, conseguiram normalizar mais rapidamente seu risco-país e sua volatilidade da moeda.

## Risco-País: CDS 5y – Brasil vs Colômbia vs México



## VIX vs Vol das Moedas em 3 meses



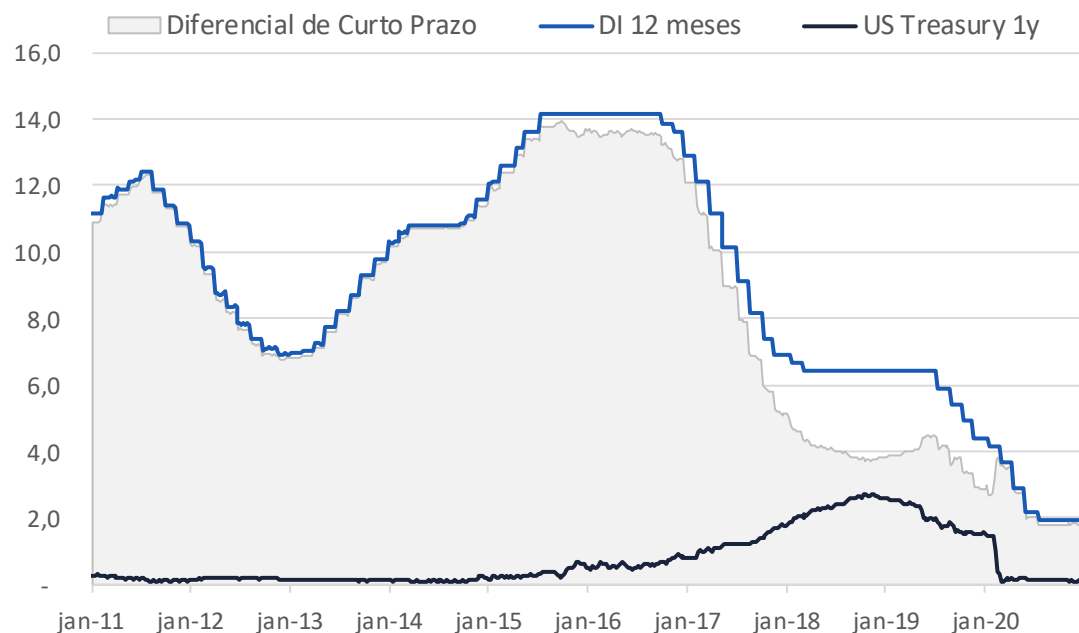
# Política Monetária e Cambial



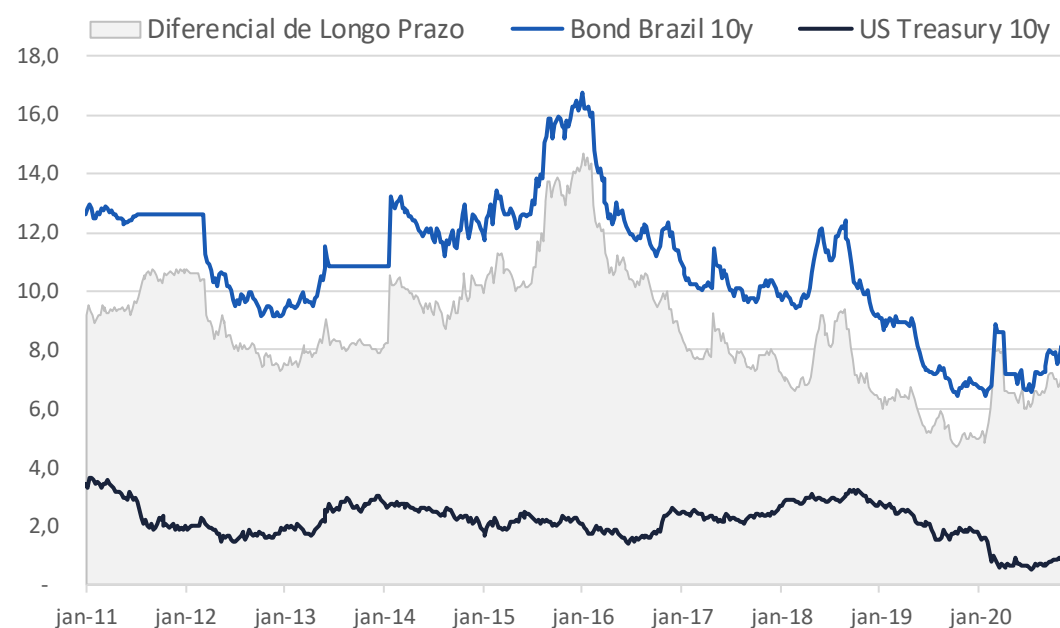
# Diferencial de Taxas de Juros: Brasil vs EUA

- A forte redução do diferencial de juros no curto prazo (que se encontra em seu menor patamar histórico) foi reflexo das decisões dos Bancos Centrais de ambos os países.
- No longo prazo, o diferencial também reduziu no intervalo 2016-19, mas cresceu em 2020 em função do ‘cavalo de pau’ que o governo brasileiro precisou fazer na sua política fiscal. Se as contas públicas já estavam ameaçadas antes da pandemia, durante ela se agravou e preocupa os investidores que demandam mais juros de longo prazo em relação há 1 ano, diferente do que ocorre na economia americana (*ver slide seguinte*).

## Curto Prazo (% a.a.): DI 12 meses vs US Treasury 1y



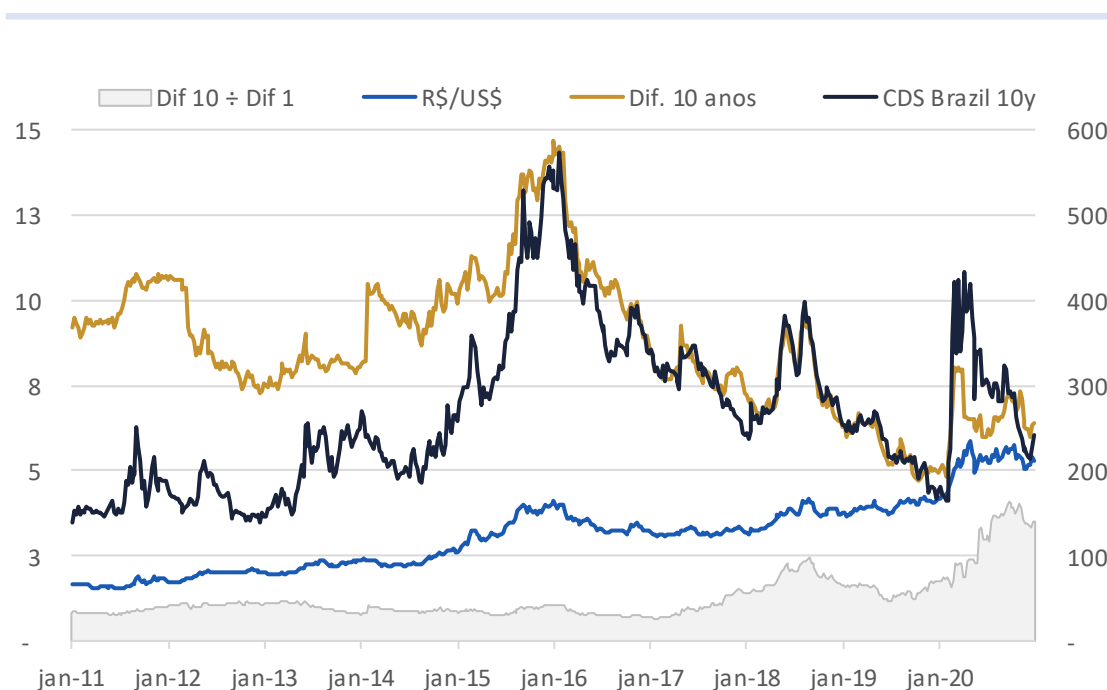
## Longo Prazo (% a.a.): Título Brasileiro 10y vs US Treasury 10y



# Diferencial de Taxas de Juros: Brasil vs EUA

- A redução do risco-país está diretamente ligada ao diferencial de taxa de juros de longo prazo entre os dois países que, por sua vez, depende mais do comportamento da economia brasileira, uma vez que as taxas de juros americanas se movimentam com menor amplitude.
- Ou seja, a apreciação do Real depende da agenda de reformas no Congresso a fim de manter a credibilidade das agências de *rating*. Vale lembrar que S&P, Moody's e Fitch mantiveram suas notas de crédito e seu *outlook* para o Brasil em 2021, dada a excepcionalidade da deterioração fiscal.
- No entanto, este ano não haverá perdão para ingerências fiscais e, em caso de piora na nota de crédito (cenário pessimista), juros longos e risco-país mais elevados refletirão a continuidade da depreciação da moeda brasileira.

## Diferenciais de Juros (%) vs Câmbio (R\$/US\$)

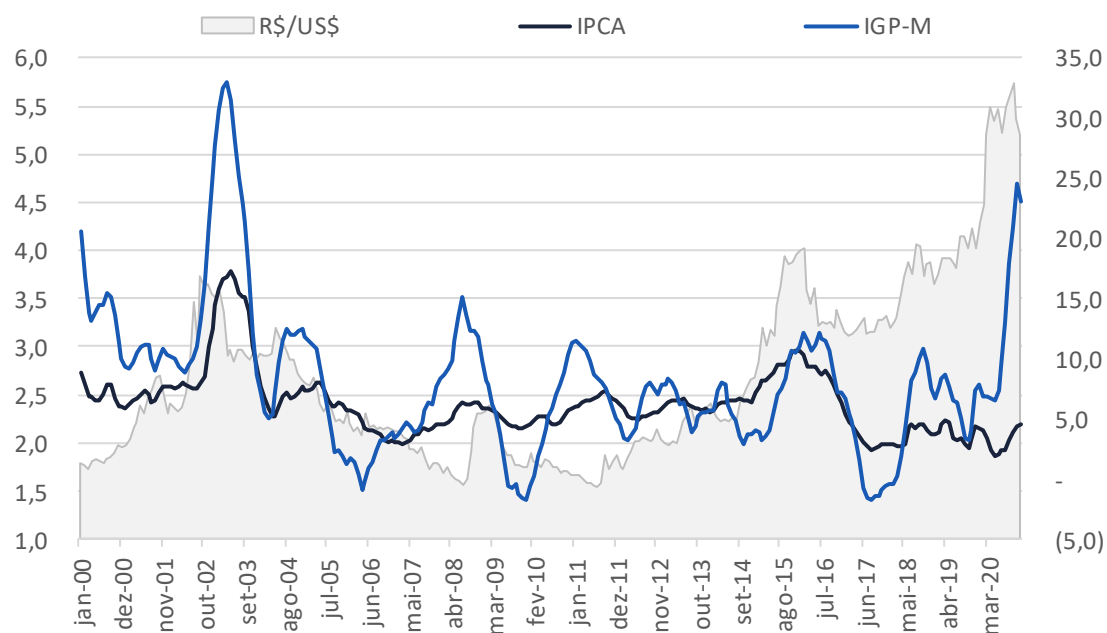


Curto Prazo (%)   1 ano		15-jan-21	15-jan-20	16-jan-18	15-jan-16	15-jan-14
Brasil	DI 12 meses	1,9	4,4	6,9	14,1	9,8
EUA	US Treasury 1y	0,1	1,5	1,8	0,5	0,1
Longo Prazo (%)   10 anos		15-jan-21	15-jan-20	16-jan-18	15-jan-16	15-jan-14
Brasil	Bond Brazil 10y	7,6	6,8	9,9	16,3	10,9
EUA	US Treasury 10y	1,1	1,8	2,5	2,0	2,9
<b>Diferencial de Juros CP</b>		<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>5,1</b>	<b>13,7</b>	<b>9,7</b>
<i>Varição em 12 meses</i>		<i>-37%</i>	<i>-44%</i>	<i>-63%</i>	<i>41%</i>	
<b>Diferencial de Juros LP</b>		<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>7,4</b>	<b>14,3</b>	<b>8,0</b>
<i>Varição em 12 meses</i>		<i>30%</i>	<i>-32%</i>	<i>-48%</i>	<i>79%</i>	
<b>Risco-País (CDS Brasil 10 anos)</b>		<b>242</b>	<b>179</b>	<b>242</b>	<b>552</b>	<b>248</b>
<i>Varição em 12 meses</i>		<i>35%</i>	<i>-26%</i>	<i>-56%</i>	<i>123%</i>	

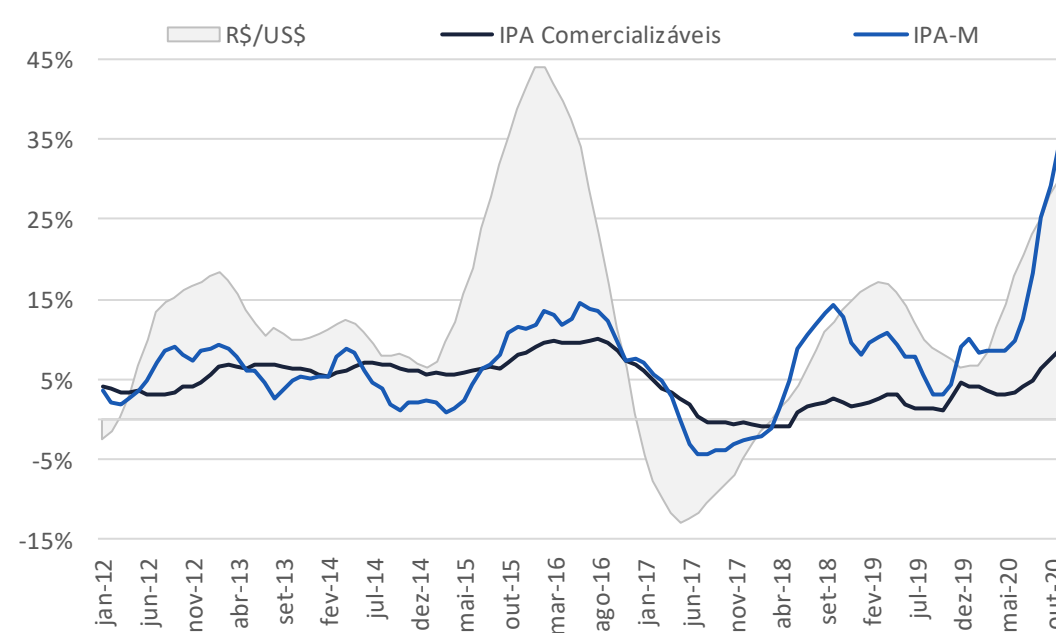
# Câmbio vs Inflação

- Os preços ao produtor sofreram uma forte alta em 2020, pressionando os segmentos de alimentos e bens industriais da inflação ao consumidor. Esta pressão inflacionária é advinda da aceleração nos preços das *commodities* no segundo semestre de 2020 e da valorização do dólar ante o real.
- Para o Banco Central, esta pressão é temporária, mas o forte repasse começa a trazer algumas preocupações. Além do cenário adverso causado pela pandemia, que aumentou o risco fiscal do Brasil, o país se encontra com o menor diferencial de juros da história entre a taxa do Brasil e dos EUA. Logo, levando em consideração o cenário incerto que o país se encontra, os investidores tiraram suas divisas do país, as levando para moedas mais seguras ou para países com maiores diferenciais, pressionando ainda mais o câmbio. Com isso, o BC deve optar nos próximos meses por elevar a taxa de juros e aumentar esse diferencial, levando a uma menor taxa média de câmbio e consequentemente reduzindo o repasse cambial para a inflação.

Câmbio (R\$/US\$) vs IPCA e IGP-M (% a.a.)



Câmbio (R\$/US\$) vs IPCA Comercializável e IPA-M (% a.a.)

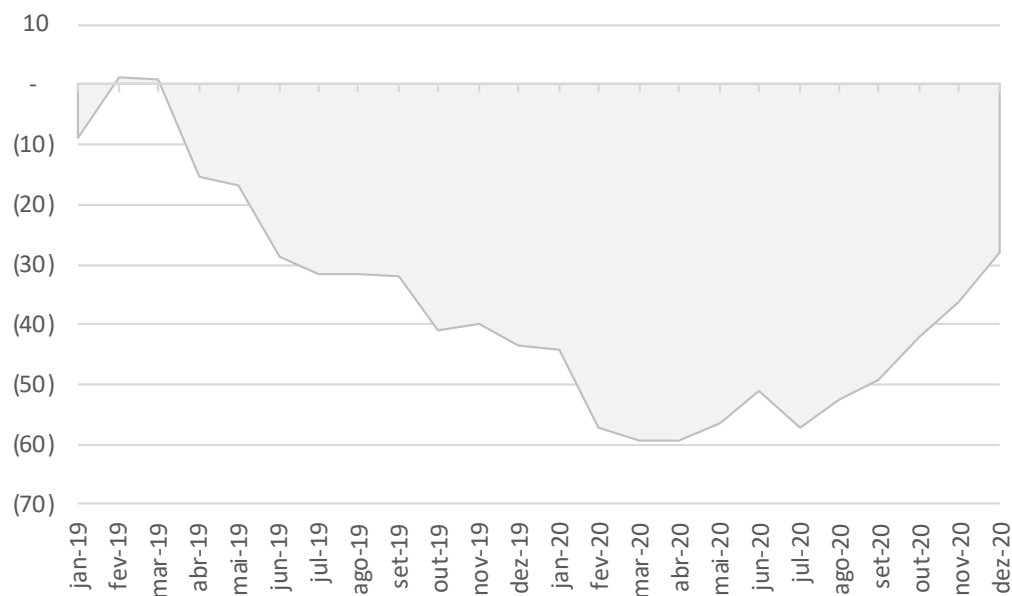




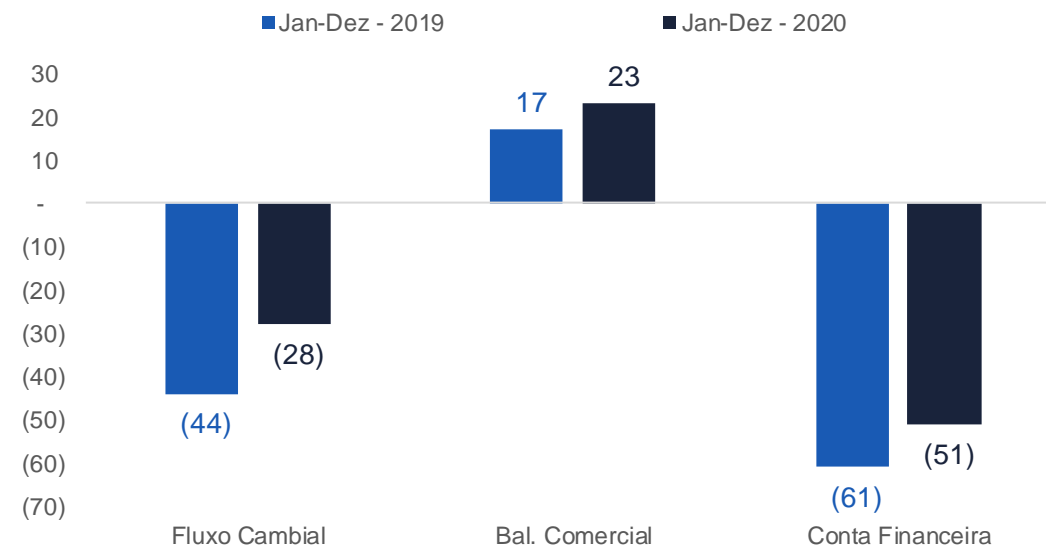
# Fluxo Cambial

- No mês de dezembro, o fluxo cambial apresentou uma saída de US\$ 8,4 bi (versus saída de US\$16,5 bi dez/19), este resultado pode ser explicado por uma menor saída de dólar da conta financeira. Contudo, com a retomada das importações nos últimos meses do ano, a balança comercial apresentou, no mês de dezembro, o terceiro resultado negativo seguido. Com isso, o saldo anual da balança reduziu a sua vantagem e se aproximou do saldo de 2019.
- Em 2020, no net, o fluxo cambial somou fuga de US\$ 28 bi (versus saída de US\$ 44 bi dez/19). Apesar do ano atípico, a melhora em comparação com 2019 se deve pelo melhor desempenho da balança comercial (ante 2019) com a forte demanda da China, um resultado melhor na conta financeira e pelo forte fluxo de entrada de dólares dos investidores estrangeiros nos últimos meses do ano.

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



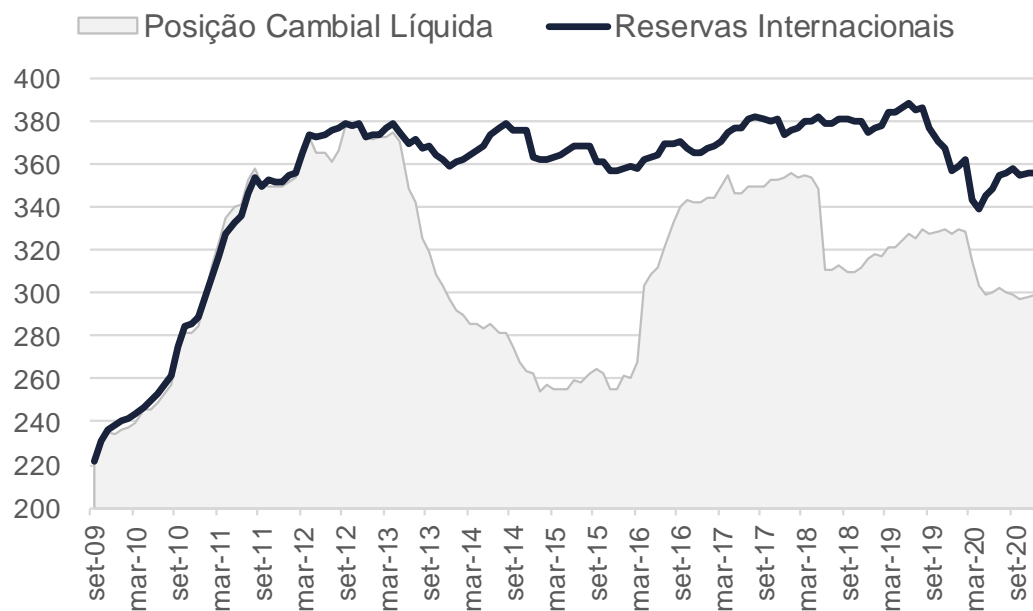
Composição do Fluxo Cambial: 2019 vs 2020 (US\$ bi)



# Reservas Internacionais

- Em relação às reservas internacionais, o Banco Central encerrou 2020 com US\$ 356 bi em reservas. Sobre a posição cambial líquida, descontando os gastos com swap cambial, recompras e outras operações, o patamar atual é de US\$ 299 bi.
- Apesar da vasta utilização de divisas com o intuito de conter a volatilidade do câmbio durante o ano, o BC foi capaz de manter as reservas no mesmo nível encerrado de 2019. 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 bi em relação a abril do ano anterior.

### Reservas Internacionais vs Posição Líquida (US\$ bi)



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



# Câmbio de Equilíbrio

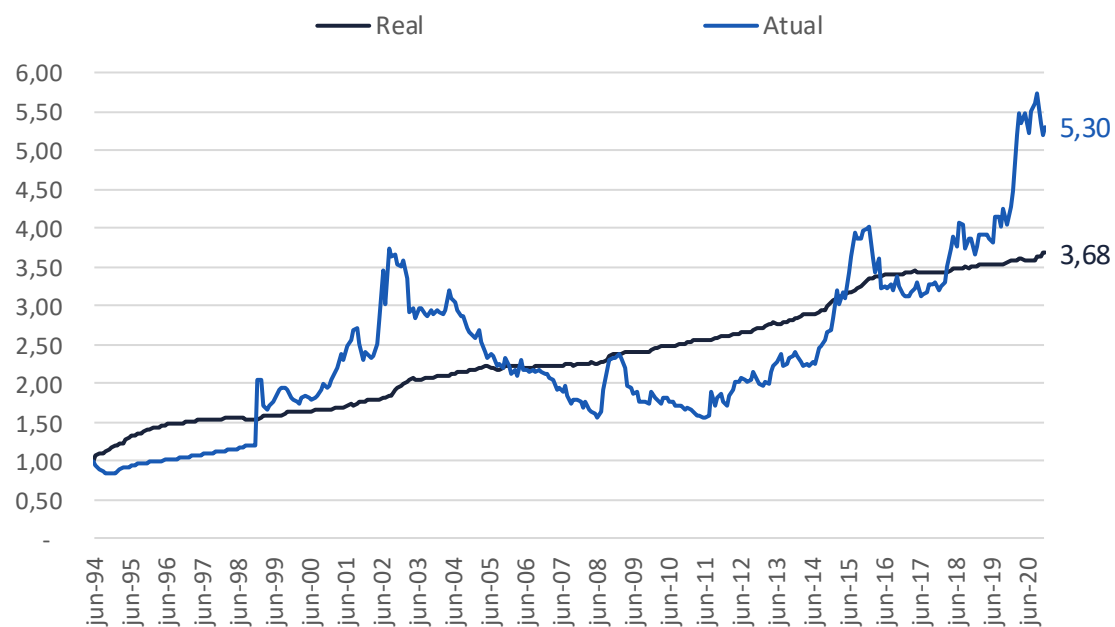


# Taxa de Câmbio Real

A taxa de câmbio real é baseada na teoria do Poder de Paridade de Compra (PPP), em que a taxa de câmbio de duas economias devem refletir a diferença do poder de compra entre estas duas moedas. É calculada atualizando a primeira cotação do Real (01 julho 1994) pela diferença de inflação entre o Brasil (IPCA) e os EUA (CPI).

- Comparando a atual taxa de câmbio negociada no mercado com a taxa calculada pela teoria econômica, observa-se que o Real se encontra 41% desvalorizado em relação ao dólar, uma vez que a cotação atual é de R\$ 5,20 e o câmbio real deveria ser R\$ 3,68.
- Vale observar, contudo, que entre 2007-15 o Real permaneceu sempre valorizado em relação ao Dólar, além do período entre 1994-98, quando havia controle cambial pelo BCB.

## Câmbio Atual vs Câmbio Real (R\$/US\$)



## Taxa de Depreciação (-Valorização) do Real

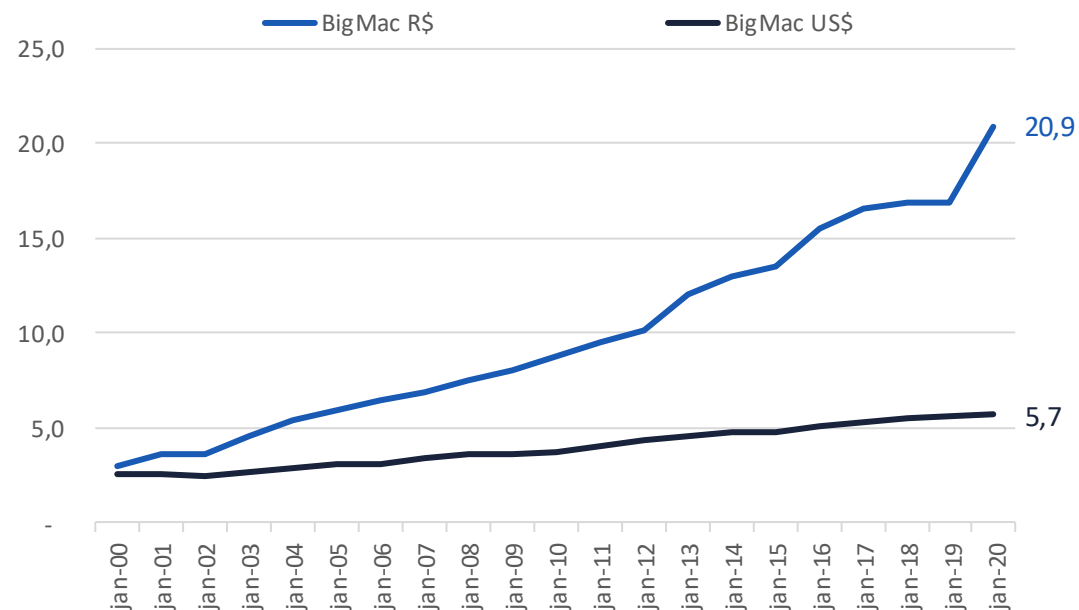


# Índice Big Mac

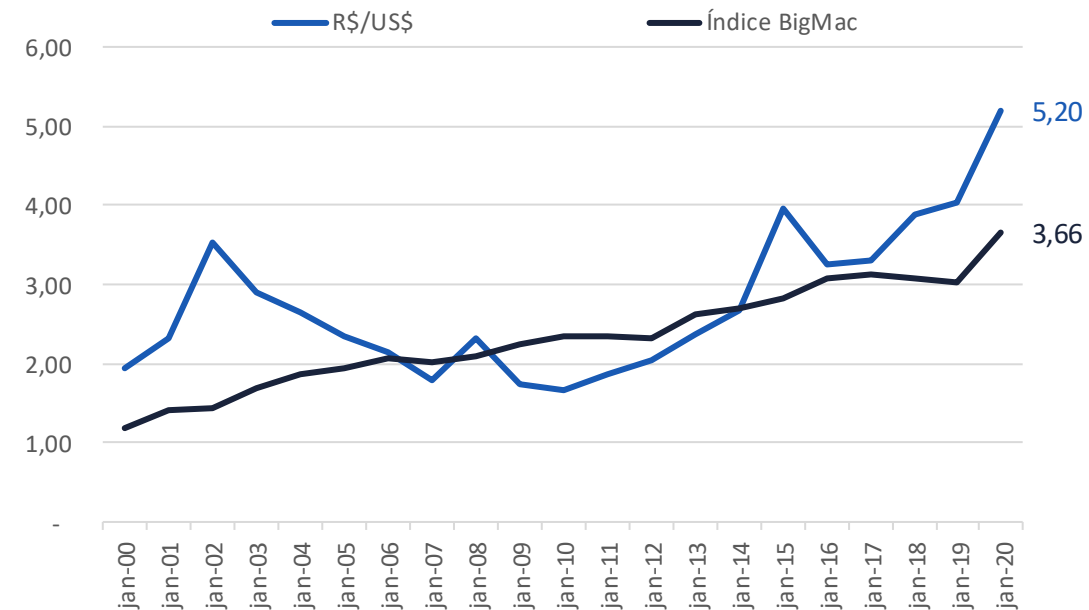
É calculada pela revista britânica *The Economist* a fim de medir a taxa de câmbio entre países também pela teoria do Poder de Paridade de Compra (PPP). Ao invés de atualizar o câmbio pela inflação de cada país, que possuem cestas de produtos e pesos diferentes, o índice calcula a diferença de preço de um dos produtos mais homogêneos o possível entre países, o Big Mac.

- Em decorrência da volatilidade atual e a desvalorização do real, é possível observar um aumento significativo do *gap* entre o preço do Big Mac em reais e o preço do Big Mac em dólares.
- Com o aumento significativo deste diferencial, ao dividir o preço do Big Mac em real pelo em dólar, o valor encontrado é 3,66, ou seja, esta que deveria ser a taxa de câmbio levando em consideração o preço do Big Mac. Com isso, o índice Big Mac nos indica que o real esta 41% subvalorizado.

## Preço do Big Mac: Brasil (R\$) vs EUA (US\$)



## Taxa de Câmbio vs Índice Big Mac (R\$/US\$)





## Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A (“BTG Pactual S.A.”) para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura

Link: <https://www.btgpactualdigital.com/analises/disclaimer-macro>

## Macro Research

[economia@btgpactual.com](mailto:economia@btgpactual.com)

**Álvaro Frasson – BTG Pactual digital**

[alvaro.frasson@btgpactual.com](mailto:alvaro.frasson@btgpactual.com)

**Leonardo Paiva – BTG Pactual digital**

[leonardo.paiva@btgpactual.com](mailto:leonardo.paiva@btgpactual.com)

**Luiza Paparounis – BTG Pactual digital**

[luiza.paparounis@btgpactual.com](mailto:luiza.paparounis@btgpactual.com)

