

Perspectivas de Câmbio do BRICS

Agosto 2023

Escrito por:

Enrique Díaz-Alvarez, Matthew Ryan, CFA, Roman Ziruk, Itsaso Apezteguia, Eduardo Moutinho & Michał Józwiak

18 de Agosto de 2023



Moedas

Real Brasileiro BRL	6	Yuan Chinês CNY	12
Rúpia Indiana INR	9	Rand Sul-Africano ZAR	15

Introdução

Nos últimos meses, observamos um desempenho misto entre as moedas dos mercados emergentes, após a ampla recuperação no final do ano passado.

O ambiente de volatilidade relativamente baixa no câmbio, juntamente com as expectativas de que as taxas de juros nas principais economias estão próximas do pico, tornou a estratégia de "carry trade" cada vez mais popular. Isso levou a uma valorização de algumas das moedas de mercados emergentes de maior rendimento, principalmente as da América Latina, onde as taxas de juros reais são firmemente positivas. Desde o início do ano, essas moedas latino-americanas, incluindo o real brasileiro (+7,7%), superaram amplamente seus pares e estão sendo negociadas em alta acentuada em relação ao dólar americano. O forte desempenho cambial na região também pode ser parcialmente atribuído aos elevados preços das commodities, que aumentaram novamente no mês passado - o índice CRB de commodities chegou ao maior nível em um ano, em torno da marca de 315.

Imagem 1: Índice CRB de Commodities (2022 - 2023)

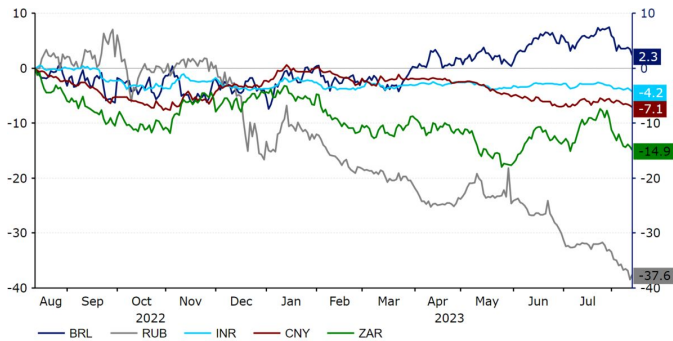


Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

As manchetes sobre a economia chinesa continuam sendo muito importantes para as moedas dos mercados emergentes, principalmente as da Ásia. O fim do covid-zero na China provocou uma onda de otimismo que percorreu a economia global no final de 2022. Desde então, os dados macroeconômicos da maior economia da Ásia têm sido nitidamente desanimadores, e a recuperação da atividade não tem sido tão próspera quanto esperávamos. As moedas dos mercados emergentes tiveram dificuldades subsequentes, com a maioria na parte inferior do rastreador de desempenho cambial. Isso inclui o próprio yuan chinês (-4,7%), que se desvalorizou de forma atípica nos últimos meses e está sendo negociado atualmente perto das mínimas de dezesseis anos em relação ao dólar. As notícias de que as autoridades chinesas estão adotando medidas direcionadas para apoiar a economia têm ajudado parcialmente o sentimento, embora as recentes manchetes negativas sobre o setor imobiliário do país sejam um claro motivo de preocupação.

A rúpia indiana (-0,2%) se mantém muito melhor do que a maioria de suas contrapartes asiáticas e tem sido negociada em uma faixa relativamente estreita em relação ao dólar desde o início de 2023. Isso pode ser atribuído, em parte, aos esforços de intervenção do Banco Central da Índia, que continuou a mergulhar em suas reservas cambiais na tentativa de evitar uma depreciação mais significativa. Entre as moedas do BRICS neste relatório (deixamos de cobrir o rublo russo até segunda ordem), o desempenho claramente inferior este ano foi o do rand sul-africano (-10,2%). O ZAR continuou a se desvalorizar em relação a quase todas as outras moedas em meio à atual crise de energia na África do Sul, que deve ser um claro obstáculo ao crescimento econômico do país.

Imagem 2: Performance das Moedas do BRICS [vs. USD] (2022 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

É interessante notar que os principais índices de desempenho das moedas dos mercados desenvolvidos e emergentes têm sido negociados em relativa sincronia desde nossa última atualização sobre o BRICS. Tanto o índice MSCI das moedas emergentes quanto o índice do dólar estão sendo negociados com alta de aproximadamente 1% no acumulado do ano e praticamente inalterados desde nosso último relatório. Embora alguns bancos centrais já tenham começado a reduzir as taxas de juros e a reverter parte do aperto monetário dos últimos dois anos, o impacto sobre o câmbio de emergentes tem sido relativamente moderado até o momento.

Imagem 3: Índice do Dólar vs. Índice MSCI das Moedas Emergentes (2022 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Uma redução nos diferenciais de taxas com os EUA pode ser motivo de cautela, embora ainda esperemos que a maioria das moedas dos mercados emergentes tenha um bom desempenho em relação ao dólar durante nosso horizonte de previsão, principalmente devido aos seguintes pontos:

- 1) **As taxas de juros reais são altas e positivas em muitos casos**, o que deve permanecer atraente para os investidores. Isso é mais evidente na América Latina e em partes da Ásia, embora seja menos evidente em grande parte da Europa, onde o alto crescimento dos salários manteve as pressões sobre os preços elevadas.
- 2) **A flexibilização monetária e a redução das taxas de inflação dos emergentes** são um bom presságio para as perspectivas de crescimento. As surpresas com relação à inflação tornaram-se negativas e é provável que essa tendência de desinflação continue nas economias em desenvolvimento no segundo semestre do ano.
- 3) **O Federal Reserve parece já ter encerrado seu ciclo de aumento de juros**, com possíveis cortes nas taxas no início de 2024. Isso deve limitar os diferenciais de taxas entre os EUA e os países de mercados emergentes.

Os fundamentos macroeconômicos entre as economias do BRICS (conforme evidenciado na tabela abaixo) também são favoráveis, o que deve ser otimista para as respectivas moedas. Esses fundamentos são caracterizados por níveis comparativamente baixos de dívida externa, reservas cambiais suficientes e fortes saldos em conta corrente, que, em geral, melhoraram devido às taxas de câmbio mais fracas e aos altos preços das commodities. Dos quatro países abordados a seguir, o Brasil continua apresentando os fundamentos macroeconômicos mais sólidos, principalmente com altas reservas cambiais, que continuam sendo o ponto crucial da nossa visão otimista sobre o BRL. A África do Sul, por sua vez, possui os mais fracos, o que está parcialmente por trás de nossas previsões menos otimistas para o rand em relação a suas contrapartes.

Imagem 4: Fundamentos Macroeconômicos do BRICS [Agosto 2023]

País	Conta Corrente (% do PIB)	Reservas Cambiais (em meses de importação)	Dívida Externa (% do PIB)*	Taxa de Juros Real (%)	Crescimento do PIB esperado* [2023]
Brasil	-0.8%	18	29.3%	+9.8%	2.1%
Índia	+0.1%	10	17.9%	-0.9%	6.1%
China	+2.3%	15	13.3%	+3.9%^	5.2%
África do Sul	-1.0%	7	42.5%	+3.3%	0.3%

* Oxford Economics

** Segundo o FMI [Julho 2022]

^ LPR de 1 ano

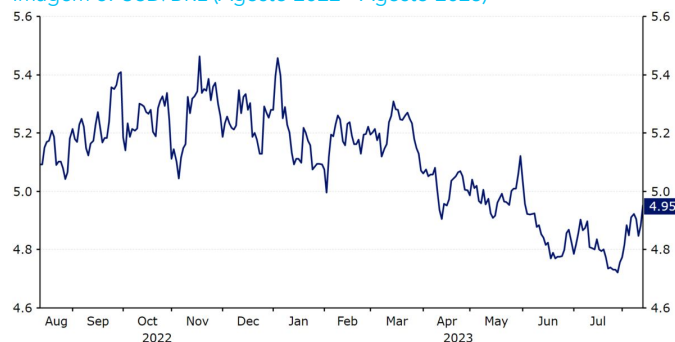
Real Brasileiro BRL

O real brasileiro teve um desempenho notavelmente bom em relação ao dólar americano até o momento em 2023, com o sentimento de risco favorável, altas taxas de juros reais e progresso nas principais reformas fiscais apoiando o desempenho da moeda.

Desde nossa última atualização em junho, o real brasileiro continuou se valorizando em relação ao dólar, em linha com nossa projeção otimista. A moeda está sendo negociada agora com alta de aproximadamente 8% desde o início de 2023, o que a torna uma das moedas de mercados emergentes com melhor desempenho no mundo. Esse desempenho excepcional pode ser atribuído a uma combinação de fatores, principalmente a uma perspectiva macroeconômica e fiscal melhor do que a esperada. A aprovação das principais reformas na Câmara dos Deputados, que estava entre nossas maiores preocupações no primeiro semestre do ano, desempenharam um papel crucial no aumento da confiança dos investidores nos ativos brasileiros.

O real também recebeu suporte pelos níveis favoráveis das taxas de juros reais, que permanecem entre as mais altas do mundo. Mesmo com cortes adicionais a caminho, as taxas ainda parecem atraentes do ponto de vista do "carry-trade", especialmente no atual ambiente de baixa volatilidade, que levou os investidores a buscarem rendimentos mais altos nos mercados emergentes. Olhando para o futuro, acreditamos que as perspectivas permanecem positivas, especialmente à luz de nossa visão otimista sobre o crescimento global. Um declínio na inflação e nas taxas de juros nas economias desenvolvidas deve impulsionar ainda mais as moedas das commodities, inclusive o real. Os sólidos fundamentos macroeconômicos do Brasil, notadamente as altas reservas cambiais e a baixa dívida externa em relação a seus pares, também apoiam nossa visão otimista.

Imagem 5: USD/BRL (Agosto 2022 - Agosto 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

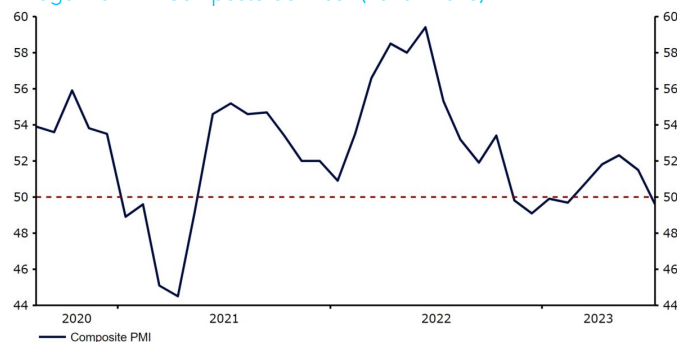
Conforme mencionado, o progresso nas principais reformas teve uma influência positiva sobre o sentimento dos investidores e sobre a confiança na perspectiva de crescimento de longo prazo. Recentemente, duas reformas importantes foram aprovadas na Câmara dos Deputados, o novo arcabouço fiscal e a reforma tributária, ambos importantes desenvolvimentos macroeconômicos. A primeira substituiu a regra do "teto de gastos", que visa a controlar os gastos públicos e reduzir o déficit fiscal, e a segunda deve simplificar a cobrança de impostos no país. Há uma forte convicção de que ambos serão aprovados pelo Senado antes do final do ano. Com o fim do recesso de julho, podemos esperar mais notícias sobre esses desenvolvimentos nos próximos meses.

O desempenho econômico do Brasil tem sido melhor do que o esperado, caracterizado por um forte crescimento, baixa inflação e um mercado de trabalho apertado, juntamente com o progresso de importantes reformas fiscais. Em julho, houveram atualizações notáveis nas projeções de crescimento e nas classificações de crédito. O Fundo Monetário Internacional (FMI) elevou a previsão de crescimento do Brasil para 2,1%, ante 0,9% em abril, e a Fitch melhorou a classificação do país de "BB-" para "BB". Apesar dos altos níveis de taxas de juros, a economia tem demonstrado notável resiliência.



No primeiro trimestre, o PIB cresceu 1,9% (vs. projeção de 1,2%), impulsionado pelo setor agrícola (21,6% em relação ao trimestre anterior), principalmente devido a uma boa safra. Dito isso, vimos evidências de uma desaceleração nos dados de atividade nos setores mais sensíveis à taxa de juros. Os PMIs estão desacelerando, com os índices composto e industrial agora abaixo do nível de 50 (49,6 e 47,8, respectivamente). O PMI de serviços (50,2) permanece em território expansionista, embora por pouco, com as impressões mais recentes mostrando uma clara tendência de queda, sugerindo que um retorno à contração pode estar a caminho já em agosto.

Imagem 6: PMI Composto do Brasil (2020 - 2023)

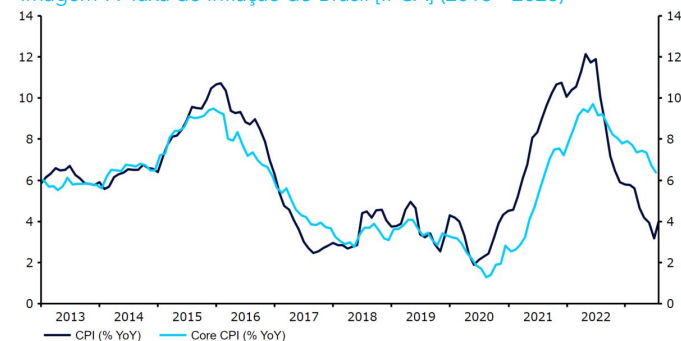


Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Com relação à inflação, o IPCA voltou a subir e atingiu 4% depois de cair por quatorze meses consecutivos para 3,2% em junho, em comparação com o pico de 12,1% em abril de 2022. O núcleo da inflação, no entanto, manteve a tendência de queda e ficou em 6,3%, embora continue relativamente alto. De acordo com a ata da reunião de agosto do BCB, o comitê espera que a inflação aumente no segundo semestre, devido ao fim dos incentivos fiscais, que reduziram os preços no terceiro trimestre de 2022. Acreditamos que a inflação acelerará no segundo semestre, já que os preços dos alimentos e da gasolina devem aumentar, juntamente com os preços dos automóveis novos.

Em uma clara ruptura com os padrões históricos, a inflação brasileira está atualmente mais baixa do que na maioria das economias do G10. De fato, as taxas de juros reais no Brasil permanecem confortavelmente positivas (9,8%) e estão entre as mais altas do mundo.

Imagem 7: Taxa de Inflação do Brasil [IPCA] (2013 - 2023)



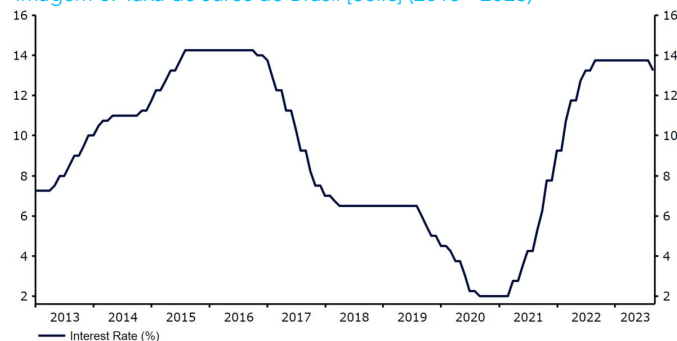
Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Devido a uma notável redução da inflação, o Banco Central do Brasil iniciou seu ciclo de flexibilização monetária em sua reunião de agosto, cortando a taxa básica de juros em 50 pontos-base para 13,25%. Esse corte maior, em vez da redução esperada de 25 pontos-base, está de acordo com nossa projeção de um afrouxamento mais rápido. A evolução positiva da inflação e o declínio das expectativas de longo prazo justificaram o corte maior da taxa, embora a decisão não tenha sido unânime, com cinco votos a favor de 50 pontos-base e quatro a favor de 25 pontos-base. É importante observar que dois membros que votaram a favor do corte maior foram indicados pelo Presidente Lula (Gabriel Galípolo e Ailton Aquino), alinhando-se à agenda pró-crescimento do novo governo. Também vale notar que o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, que anteriormente se opunha à flexibilização das taxas, também votou a favor do corte maior.



De acordo com os comunicados do banco, todos os membros do comitê "antevêm uma redução da mesma magnitude (50 pontos-base) nas próximas reuniões", visando uma taxa de 11,75% no final do ano, sujeita a alterações com base na "evolução da dinâmica da inflação". Atualmente, os mercados financeiros estão precificando cerca de 180 pontos-base de cortes até o final do ano, embora os investidores tenham subestimado o ritmo de flexibilização do BCB em ciclos anteriores. Em nossa opinião, a esperada virada "dovish" já foi precificada pelos mercados, portanto, não esperamos que os cortes pendentes nas taxas tenham um impacto significativo sobre o real. Entretanto, se a história se repetir e o BCB acelerar o ritmo de flexibilização, a perspectiva para a moeda poderá se tornar negativa.

Imagem 8: Taxa de Juros do Brasil [Selic] (2013 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Estamos animados com os sólidos fundamentos macroeconômicos do Brasil, notadamente o alto nível de reservas cambiais (18 meses de importações), a baixa dívida externa (menos de 30% do PIB) e um déficit de conta corrente administrável (-0,8% do PIB). Os preços elevados das commodities estão tendo um efeito favorável sobre os termos de troca e devem, em nossa opinião, continuar a apoiar a economia brasileira e o real neste ano. No entanto, reconhecemos que o forte crescimento observado no primeiro trimestre provavelmente diminuirá nos meses seguintes, e a inflação poderá aumentar à medida que os incentivos se esgotarem. A flexibilização acelerada da política monetária também é um risco notável.

Entretanto, além do declínio da inflação, parece não haver nenhum gatilho aparente que obrigue o BCB a baixar as taxas mais do que o necessário. Vamos monitorar de perto se o banco está, de fato, inclinado a acelerar o ciclo de flexibilização. Se isso ocorrer, reavaliaremos nossa posição em relação à moeda. Por enquanto, continuamos otimistas com o real brasileiro, que ainda é uma de nossas moedas preferidas dos mercados emergentes, uma visão que foi justificada por seu recente desempenho superior.

O progresso nas principais reformas fiscais reduziu uma parte do prêmio de risco da moeda, e esperamos que esse efeito continue à medida que essas reformas se aproximam da aprovação total pelo Senado. Também estamos mais otimistas devido às políticas proativas e menos preocupados com a forte retórica de Lula. Por enquanto, mantemos nossas previsões para o USD/BRL inalteradas, embora estamos prontos para reduzir nossas projeções caso o Banco Central do Brasil adote uma postura mais "dovish" do que a que estamos prevendo atualmente.

	USD/BRL	EUR/BRL	GBP/BRL	CNY/BRL
Q3-2023	4.90	5.40	6.20	0.6710
E-2023	4.80	5.40	6.25	0.6760
Q1-2024	4.75	5.35	6.25	0.6885
Q2-2024	4.70	5.35	6.25	0.6910
E-2024	4.60	5.30	6.15	0.6865

Rúpia Indiana INR

Acreditamos que a melhora dos fundamentos macroeconômicos, o crescimento resiliente e a possibilidade de aumentos adicionais nas taxas de juros do RBI criam espaço para uma rúpia moderadamente mais forte em relação ao dólar norte-americano durante nosso horizonte de previsão.

A rúpia indiana (INR) perdeu terreno considerável em relação ao dólar americano em 2022, em parte devido a um ritmo mais lento de aperto da política monetária do Reserve Bank of India (RBI) e a uma situação externa desfavorável. No entanto, desde o início do ano, a rúpia tem se mantido firme, com o par USD/INR sendo negociado em uma faixa relativamente estreita. Consideramos que isso se deve, em parte, a uma perspectiva doméstica favorável para a moeda. Os fundamentos macroeconômicos da Índia melhoraram, enquanto a dinâmica da inflação e do crescimento agora apoiam a narrativa de taxas mais altas do RBI por mais tempo e, possivelmente, um aperto adicional na política monetária.

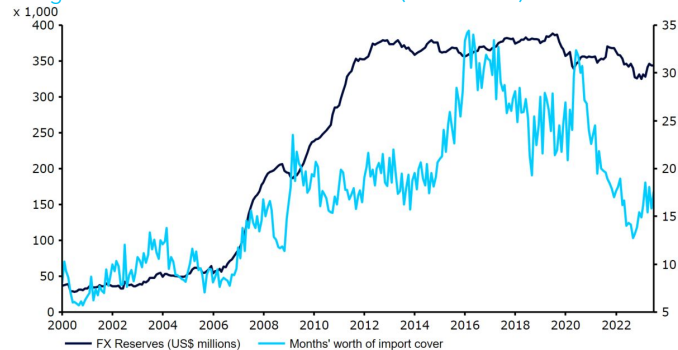
Imagem 9: USD/INR (Agosto 2022 - Agosto 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Atualmente, a rúpia está sendo negociada perto do seu nível mais alto em relação ao dólar americano, uma desvalorização que consideramos excessiva. A intervenção do Reserve Bank of India (RBI) impediu uma desvalorização acentuada e manteve a rúpia em uma faixa estreita em termos ponderados pelo comércio. O banco geralmente intervém para evitar a volatilidade excessiva da moeda. De fato, o RBI parece ter intervindo para evitar um aumento do par USD/INR acima de 83,0. É importante destacar que as reservas cambiais do RBI aumentaram para US\$ 604 bilhões, após um declínio acentuado no final de 2022, o que sugere que a necessidade de sustentar a rúpia diminuiu nos últimos meses. Isso equivale a cerca de dez meses de cobertura de importações, o que deve fornecer munição suficiente para o banco central continuar intervindo a fim de garantir uma estabilidade relativa da moeda.

Imagem 10: Reservas Cambiais da Índia (2000 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Acreditamos que o banco central provavelmente manterá sua abordagem em relação à intervenção no mercado cambial, principalmente porque a inflação doméstica ainda não está firmemente no caminho em direção à meta do RBI. De fato, a inflação de julho subiu muito mais do que o esperado, para 7,4%, retornando acima da banda superior da meta do banco central (4% \pm 2p.p.) pela primeira vez em cinco meses.

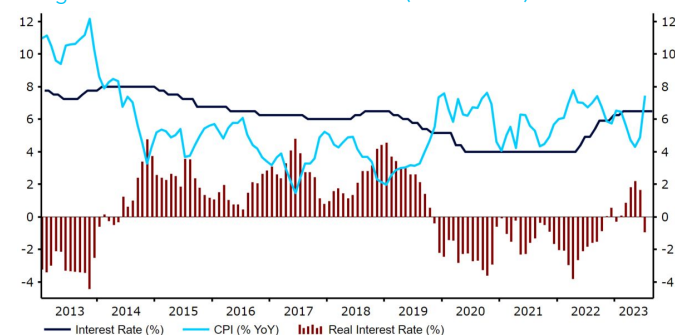


O salto na medida principal foi impulsionado por aumentos acentuados nos preços dos alimentos (que compõem quase metade da cesta) após condições climáticas adversas. O núcleo da inflação ainda é alto (4,9%), embora tenha se movido na direção oposta ao número principal em julho e tenha passado os últimos meses dentro da meta, o que deve proporcionar um certo conforto. O RBI espera conseguir trazer a inflação de volta à meta de 4% \pm 2pp. neste ano fiscal, mesmo que o crescimento acelere. De acordo com suas projeções mais recentes, a inflação geral deve encerrar o ano fiscal de 2024 em 5,4%, acima da previsão anterior de 5,1%.

Os dados disponíveis indicam uma trajetória de crescimento promissora para a economia da Índia. De acordo com o National Statistical Office (NSO), o crescimento do PIB acelerou para 6,1% em relação ao ano anterior no primeiro trimestre de 2023 (de 4,5% no trimestre anterior). Em sua reunião de junho, o RBI destacou o impacto positivo da maior produção agrícola e a força contínua do setor de serviços, que devem impulsionar o consumo privado e a atividade econômica geral. Os três principais PMIs (serviços, manufatura e composto) estão confortavelmente acima do nível-chave de 50, uma clara divergência em relação aos dados observados nas economias desenvolvidas. De forma impressionante, o índice de serviços saltou para 62,3 em julho, seu nível mais alto em 13 anos. Isso sugere que o RBI preferirá manter as taxas mais altas por mais tempo para controlar a inflação, uma vez que a atividade econômica ainda é resiliente. No entanto, o RBI enfatizou que as tensões geopolíticas, o aperto nas condições financeiras globais e a demanda externa mais fraca são fatores adversos para a economia.

Depois de aumentar as taxas em 250 pontos-base desde maio de 2022, não esperamos nenhuma mudança nas taxas do RBI por enquanto, já que os membros estão avaliando se a inflação está em um caminho sustentável em direção ao ponto médio da faixa de meta. Na última reunião de agosto, o MPC votou por unanimidade para manter as taxas inalteradas em 6,5%, embora a comunicação tenha indicado que a porta ainda está aberta para mais aumentos, caso os dados justifiquem. Em seu discurso, o Governador Shaktikanta Das manteve o tom agressivo, afirmando que "trazer a inflação geral para dentro da banda de tolerância não é suficiente" e que o banco precisa "permanecer firmemente focado em trazer a inflação para a meta de 4%". Também vale a pena observar que o banco introduziu um índice de reserva de caixa incremental temporário de 10% (medida I-CRR) para absorver o excesso de liquidez. A reunião de agosto reforça nossa opinião de que é provável que as taxas sejam mantidas inalteradas nas próximas reuniões. Embora não descartamos totalmente outro aumento de 25 pontos-base, acreditamos que é mais provável que o banco mantenha as taxas nos níveis atuais por um longo período.

Imagem 11: Taxa de Juros Real da Índia (2013 - 2023)

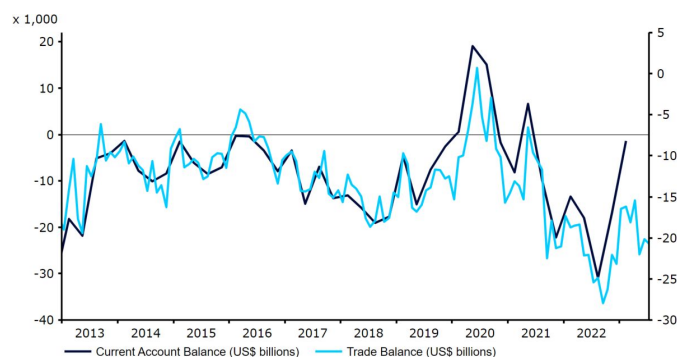


Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023



O recente aumento da inflação fez com que as taxas reais voltassem novamente para o território negativo (-0,9% em julho), após cinco meses acima de zero. Em nossa opinião, é provável que isso seja temporário, principalmente porque, como consequência, poderemos ver o RBI adotar uma postura mais agressiva, o que pode adiar ainda mais o momento dos cortes nas taxas. Além disso, o aumento nominal nas reservas cambiais nos últimos meses proporciona munição para novas intervenções. Os dados recentes da conta corrente também melhoraram substancialmente, com o déficit diminuindo para 0,2% do PIB no primeiro trimestre de 2023, em comparação com os consideráveis 3,7% no terceiro trimestre de 2022. A fraca demanda externa e os preços mais altos do petróleo, do qual a Índia é um importador líquido, podem, no entanto, limitar os pontos positivos.

Imagem 12: Conta Corrente da Índia (2013 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Ainda consideramos que os fundamentos macroeconômicos da Índia são positivos para a moeda, principalmente os baixos níveis de dívida externa do país e os sólidos estoques de reservas cambiais. Mantemos nossa opinião de que a pressão de baixa sobre a moeda provavelmente diminuirá nos próximos meses em meio à alta inflação doméstica e à probabilidade de que o RBI manterá as taxas mais altas por mais tempo, tendo em vista a perspectiva de crescimento resiliente. Também achamos que o RBI tem espaço para continuar intervindo no mercado de câmbio e manter a rupia praticamente estável em termos ponderados pelo comércio. Continuamos projetando que a INR se valorize em relação ao dólar e prevemos uma reversão de algumas das perdas do ano passado em nosso horizonte de previsão.

	USD/INR	EUR/INR	GBP/INR
Q3-2023	80	88	102
E-2023	79	88	103
Q1-2024	79	89	104
Q2-2024	78	89	104
E-2024	77	89	103

Yuan Chinês CNY

Um início de ano promissor para o yuan foi seguido por uma decepção após a outra. Isso levou o par USD/CNY acima do nível chave de 7,0 em maio.

A recente fraqueza do yuan chinês, que está sendo negociado próximo do seu nível mais baixo desde novembro em relação ao dólar americano, marca um claro desempenho inferior em relação à maioria de seus pares de mercados emergentes. Isso também é evidenciado pelo declínio do índice CFETS RMB ponderado pelo comércio, que perdeu quase 3% de seu valor desde o início do ano. O yuan se recuperou em meados de julho, com os investidores reagindo positivamente aos sinais de apoio adicional do governo. No entanto, novas preocupações sobre a situação do setor imobiliário e uma série de notícias econômicas decepcionantes continuaram a piorar o sentimento em relação ao CNY, que agora está sendo negociado em seu nível mais baixo desde novembro em relação ao dólar americano.

Imagem 13: USD/CNY (Agosto 2022 - Agosto 2023)



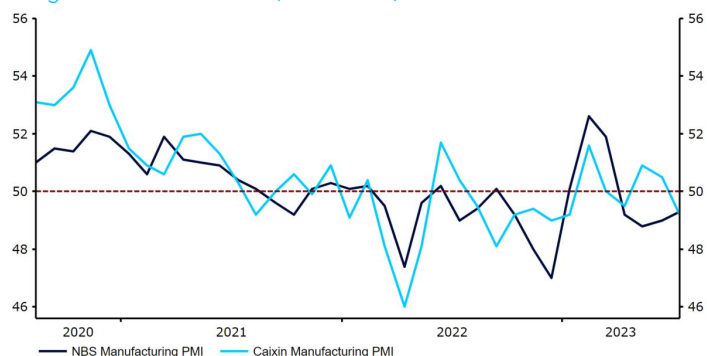
Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Embora consideremos o yuan barato nos níveis atuais, a recente liquidação está longe de ser totalmente injustificada. Os relatórios iniciais após a reabertura da economia chinesa foram encorajadores, sugerindo que a recuperação estava firmemente no caminho certo. De fato, o crescimento do PIB surpreendeu positivamente no primeiro trimestre, com a economia expandindo em um ritmo razoavelmente saudável de 4,5% (2,2% em relação ao trimestre anterior). Desde então, entretanto, os dados decepcionaram amplamente as expectativas e o crescimento do segundo trimestre de 6,3% em relação ao ano anterior foi mais fraco do que o esperado (0,8% em termos trimestrais). Nossa visão otimista sobre o CNY tem sido parcialmente centrada em nossas expectativas de uma forte recuperação do crescimento chinês, embora os dados recentes, a deterioração do setor imobiliário e o espaço limitado para novos estímulos fiscais apresentem riscos significativos para essa visão.

Os principais PMIs da atividade comercial têm sido bastante desanimadores nos últimos meses. O índice composto da pesquisa privada do Caixin caiu acentuadamente desde maio, para 51,9 em julho, refletindo a desaceleração significativa no ritmo de expansão do setor de serviços. O PMI composto do NBS diminuiu para um nível semelhante, ficando em 51,1 em julho e registrando seu quarto declínio mensal consecutivo. A atividade no setor de serviços, fundamental para a recuperação econômica da China, parece estar desacelerando, enquanto os PMIs do setor industrial do NBS ficaram abaixo do nível 50, que separa a expansão da contração, em cada um dos últimos quatro meses. Essa desaceleração pode ser atribuída em parte à fraca atividade no setor imobiliário que, de acordo com o NBS, causou um grande impacto no PMI de serviços em julho.



Imagem 14: PMIs da China (2020 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

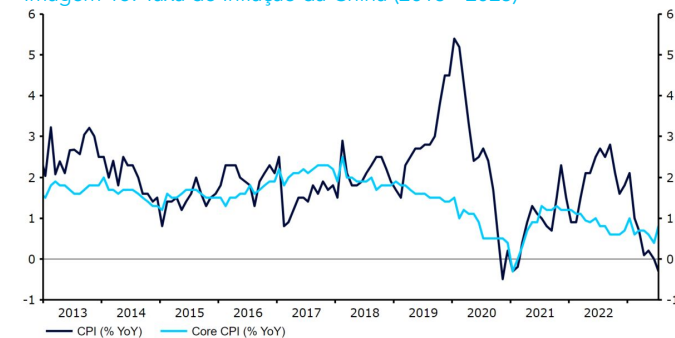
Agora vemos a situação do setor imobiliário como um risco cada vez maior para nossa visão otimista sobre a economia chinesa e o yuan. A confiança dos investidores tem sido frágil desde que o governo chinês lançou uma repressão ao endividamento excessivo das incorporadoras imobiliárias em 2020 e os problemas subsequentes enfrentados pelo Evergrande Group em 2021. Essas preocupações foram intensificadas desde que a Country Garden, uma das maiores incorporadoras imobiliárias privadas da China, deixou de pagar seus títulos internacionais e suspendeu a negociação de seus títulos onshore em agosto, fazendo com que o Índice Hang Seng Mainland Properties atingisse o menor valor em dez meses. O governo chinês tentou aumentar a demanda do setor por meio de várias medidas, embora elas tenham sido amplamente ineficazes. Pode ser necessário um apoio financeiro adicional das autoridades para evitar a inadimplência da Country Garden, o que, em nossa opinião, poderia causar um contágio no setor imobiliário e uma perda significativa de confiança na economia chinesa.

Os últimos dados concretos sobre a atividade econômica praticamente confirmam que o crescimento está perdendo força. Os dados se tornaram mais brandos e há alguns aspectos que permitem um otimismo cauteloso; no entanto, a perspectiva geral não é particularmente animadora.

Com base nos dados, podemos inferir que o enfraquecimento tem base ampla e reflete tanto a demanda externa quanto a doméstica, com os consumidores aparentemente marcados por choques recentes. Embora pareça haver alguns sinais de gastos após os bloqueios e isolamentos sociais, incluindo uma retomada do turismo doméstico, isso não foi suficiente para garantir uma recuperação firme. A elevada incerteza e o aumento do desemprego entre os jovens, que subiu para 21,3% em junho (um recorde desde o início da série histórica em 2018), podem estar reduzindo a propensão a gastar. A situação do setor imobiliário também pode estar levando os consumidores a manter o dinheiro no bolso. Os dados do início do ano foram animadores, embora o investimento em imóveis tenha decepcionado nos últimos meses, enquanto os preços das casas novas, que vêm subindo desde o início do ano, estagnaram em junho e caíram 0,2% em julho.

As pressões sobre os preços na China são quase inexistentes, um forte contraste com a maioria das outras economias. Os preços ao produtor têm se mantido em território deflacionário desde outubro (-4,4% em julho) e pela primeira vez em mais de dois anos, a China está experimentando deflação nos preços ao consumidor (-0,3% em julho). A falta de pressões inflacionárias é outro sinal preocupante que aponta para uma demanda fraca, e a meta de inflação de "cerca de 3%" agora parece estar longe de ser alcançada.

Imagem 15: Taxa de Inflação da China (2013 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023



O Banco Popular da China (PBoC) abordou a recuperação estagnada com mais políticas de flexibilização. Em março, o PBoC reduziu o índice de reservas obrigatórias (RRR) da maioria dos bancos em 25 pontos-base. Em agosto, o banco reduziu a taxa de operações compromissadas reversas de 7 dias em mais 10 pontos-base, para 1,80%, e reduziu a taxa do Mecanismo de Empréstimo de Médio Prazo (MLF) de 1 ano em mais 15 pontos-base, para 2,50%. As taxas de depósitos dos principais bancos chineses também foram reduzidas. As taxas de empréstimo de 1 e 5 anos (LPRs) foram cortadas em 10 pontos-base, para 3,55% e 4,20% em junho. Durante muito tempo, as autoridades pareciam aceitar com tranquilidade a fraqueza do yuan, embora pareçam ter ficado mais cautelosas ultimamente. O PBoC estabeleceu fixações mais fortes para o yuan nos últimos meses, e houveram relatos de bancos estatais que reduziram as taxas de depósito em dólares. Além disso, o PBoC recentemente flexibilizou as regras sobre empréstimos no exterior para empresas.

Após a mais recente liquidação, acreditamos que o yuan esteja agora relativamente barato, principalmente se considerarmos os sólidos fundamentos macroeconômicos da China, notadamente uma conta corrente positiva em torno de 2% do PIB. Fomos igualmente encorajados pelos recentes sinais das autoridades do PBoC, que sinalizaram preocupação com a fraqueza do yuan. Também vimos alguns sinais iniciais de que as relações entre os EUA e a China podem estar se estabilizando após um longo período de deterioração, o que é um desenvolvimento positivo. A maioria dos principais bancos centrais parece estar chegando ao fim dos aumentos de juros, principalmente o Fed nos EUA, o que também é encorajador para o yuan, já que o PBoC continua firmemente no modo acomodaticio.

Dito isso, nosso otimismo em relação à possibilidade de uma forte recuperação econômica após o fim da política de covid zero diminuiu um pouco devido aos recentes dados macroeconômicos pouco animadores, principalmente o relatório do PIB do segundo trimestre. Ainda acreditamos que a meta de crescimento do governo de "cerca de 5%" possa ser alcançada este ano, mas parece improvável que ela seja significativamente ultrapassada, especialmente porque os altos níveis de dívida do governo local sugerem espaço limitado para gastos fiscais adicionais. A reunião do Politburo de julho deu a impressão de que mais apoio poderia estar a caminho, inclusive para o setor imobiliário, embora os investidores certamente esperem mais.

Os recentes acontecimentos no mercado imobiliário também prejudicaram nossa visão otimista sobre o yuan, já que o setor é responsável por cerca de 30% do PIB da China. Mesmo que a situação da Country Garden seja contida, a provável perda de confiança não é exatamente um bom presságio para a maior economia da Ásia. Como as notícias econômicas decepcionaram nossas expectativas e, à luz dos novos problemas no setor imobiliário e do espaço limitado para estímulos fiscais adicionais, estamos revisando para cima nossas previsões para o USD/CNY. Continuamos esperando uma recuperação do yuan em relação aos atuais níveis fracos, embora de forma mais limitada do que havíamos previsto anteriormente.

	USD/CNY	EUR/CNY	GBP/CNY	CNY/BRL
Q3-2023	7.30	8.05	9.25	0.6710
E-2023	7.10	7.95	9.25	0.6760
Q1-2024	6.90	7.80	9.10	0.6885
Q2-2024	6.80	7.75	9.05	0.6910
E-2024	6.70	7.70	9.00	0.6865

Rand Sul-Africano ZAR

O rand foi duramente atingido pelos apagões na África do Sul, que se intensificaram em 2023.

Em junho, a taxa USD/ZAR subiu para um patamar recorde, bem próximo do nível de 20,0. Observamos uma recuperação parcial, embora, assim como a maioria das outras moedas da África, o rand ainda esteja sendo negociado significativamente mais fraco em relação ao dólar no acumulado do ano. Desde o início de 2023, o ZAR se desvalorizou em cerca de 10%, o que está mais ou menos em linha com o período correspondente em 2022, embora, nesta ocasião, o movimento não possa ser atribuído a um dólar mais forte. Isso faz com que o rand seja a moeda de mercado emergente de pior desempenho que cobrimos, com a notável exceção da lira turca.

Imagem 16: USD/ZAR (Agosto 2022 - Agosto 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Conforme mencionado, a principal preocupação dos investidores continua sendo a crise energética sul-africana, que levou a apagões nacionais. Isso claramente teve seu preço em muitas frentes, principalmente na piora das perspectivas de crescimento. Observamos uma melhora marginal na situação energética desde a nossa última atualização do ZAR, o que proporciona alguma fonte de otimismo. No entanto, esse continua sendo um problema de longo prazo após anos de má administração, corrupção, aumento da dívida e falta de investimento da empresa estatal de energia Eskom.

Mantemos nossa opinião de que os apagões continuarão a ser um fator de risco importante em nosso horizonte de previsão. A infraestrutura atual não é apenas inadequada, mas também obsoleta, o que levou a várias falhas. A expansão e a renovação exigem tempo e uma forte vontade política que, de acordo com o ex-CEO da Eskom, André de Ruyter, está em falta. Vemos a possibilidade de uma melhoria até as eleições do próximo ano, já que o atual presidente em exercício, Cyril Ramaphosa, tenta se agarrar ao poder - ele até criou o cargo de Ministro da Eletricidade. Atualmente, a eletricidade está disponível para a maioria da população durante dois terços do dia, uma melhora significativa em relação aos recentes apagões de meio dia. Considerando os problemas profundamente enraizados que a Eskom enfrenta, é difícil, no entanto, esperar uma melhoria significativa e duradoura sem grandes mudanças estruturais, que provavelmente levarão vários anos.

As contínuas interrupções de energia estão afetando a perspectiva do PIB sul-africano, com a expectativa de que os apagões reduzam o crescimento em cerca de 2 p.p. em 2023, de acordo com o South African Reserve Bank. O Fundo Monetário Internacional acredita que a economia da África do Sul dificilmente crescerá este ano (previsão de 0,3%) devido à menor demanda e ao impacto dos apagões nos serviços de água e na segurança alimentar. O país também é fortemente baseado na mineração, onde a eletricidade é fundamental.

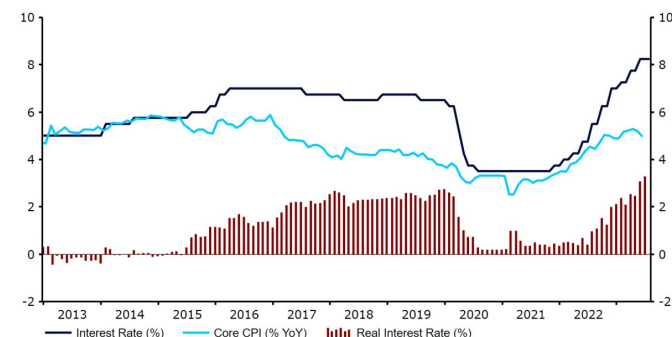


A economia cresceu 0,4% no primeiro trimestre, após uma contração de 1,1% no quarto trimestre de 2022. A perspectiva para a economia parece um pouco melhor, com uma taxa de crescimento esperada de cerca de 1,5-2,0% nos próximos anos, embora uma das maiores taxas de desemprego do mundo, que permaneceu acima de 30% nos últimos três anos, continue sendo uma grande restrição.

Os indicadores mais pontuais da atividade econômica são muito variados. As vendas no varejo contraíram em três dos cinco meses até maio, após janeiro ter registrado a maior expansão do índice em quase dois anos, o que sugere que a demanda doméstica está fraca. A produção industrial também contraiu em maio, embora tenha apresentado uma recuperação mais forte do que a esperada em junho, enquanto o PMI composto ficou abaixo do nível de 50 desde fevereiro, caindo para 48,2 em julho, uma das leituras mais baixas desde o início da pandemia. Embora esperemos que os níveis anêmicos de crescimento continuem em 2023, vemos uma leve recuperação da atividade econômica em 2024 e 2025. Vemos um cenário em que as interrupções de energia se tornarão moderadamente menos onerosas assim que mais fontes de energia privadas entrarem em operação e os reparos na infraestrutura da Eskom forem concluídos.

Um dos fatores que talvez tenha evitado uma desvalorização ainda mais significativa é o aperto da política monetária. O banco central começou a aumentar as taxas em novembro de 2021, elevando-as em 25 pontos-base em relação a uma baixa recorde de 3,50%. Desde então, o banco aumentou as taxas em nove ocasiões adicionais. O último movimento de 50 pontos-base em maio elevou a taxa básica para 8,25%, o nível mais alto desde 2009. Após a pausa de julho, não esperamos mais nenhum aperto por parte do SARB, com o primeiro corte potencialmente previsto para o final de 2023.

Imagem 17: Taxa de Juros Real da África do Sul (2013 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

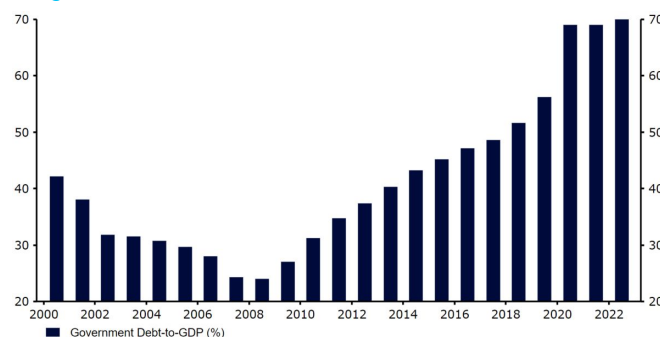
A manutenção da inflação de forma sustentável dentro da meta de 3 a 6% será fundamental para o SARB. Em junho, a medida principal da inflação caiu para 5,4%, uma clara trajetória de queda desde o pico em julho do ano passado (7,8%). Durante muitos meses, o SARB priorizou o controle da inflação em detrimento do estímulo ao crescimento econômico e parece que, salvo qualquer surpresa significativa, ele poderá reverter essa política em breve, principalmente devido às perspectivas da economia. As projeções de julho do banco central pressupõem um crescimento de 0,4% em 2023 (0,1 pp. acima do observado em maio), com previsões inalteradas para 2024 e 2025 (1,0% e 1,1%, respectivamente). A inflação foi revisada para baixo, de 6,2% para 6,0% em 2023 e de 5,1% para 5,0% no ano seguinte.

É provável que as taxas de juros reais altas e positivas continuem a dar algum suporte à moeda, pois mantêm a atratividade do ponto de vista do carry trade, um dos atrativos principais do ZAR para os investidores. O provável fim do aperto e o iminente início dos cortes podem, entretanto, abalar um pouco esse sentimento positivo. Além disso, os fundamentos da África do Sul são, em nossa opinião, os piores entre os países do BRICS que cobrimos, o que representa riscos significativos para a moeda e a torna vulnerável a choques externos.



A África do Sul tem mais dívidas denominadas em moeda estrangeira do que seus pares em relação ao tamanho da economia e um alto índice geral de dívida em relação ao PIB, em torno de 70%. Além disso, os últimos trimestres não têm sido animadores nesse sentido. O saldo da conta corrente da África do Sul também permaneceu em déficit desde o segundo trimestre de 2022, com cerca de 0,9% do PIB no primeiro trimestre. Dito isso, as reservas cambiais permanecem em níveis quase recordes, US\$ 62 bilhões em junho, o equivalente a mais de oito meses de importações. Esse é o nível mais alto em termos relativos desde o início de 2021, embora o SARB tenha demonstrado pouca disposição de intervir no mercado para apoiar o rand.

Imagem 18: Dívida/PIB da África do Sul (2000 - 2023)



Fonte: Refinitiv Datastream Data: 15/08/2023

Nosso otimismo em relação ao rand diminuiu nos últimos meses devido aos acontecimentos na economia sul-africana. Conforme mencionado, acreditamos que a crise energética apresenta um risco significativo de queda para a economia no curto e médio prazo e provavelmente levará a um desempenho muito mais fraco da atividade doméstica em relação à maioria de seus principais pares de mercados emergentes.

Entretanto, vemos espaço para otimismo nesse sentido. Acreditamos que o impacto da crise energética sobre a economia já foi amplamente precificado no valor do rand, que teve um desempenho confortavelmente inferior ao da maioria de seus pares no acumulado do ano. Isso fez com que a moeda fosse negociada em níveis bastante atrativos e perto das mínimas de três anos em termos de taxa de câmbio efetiva real.

Dito isso, nossa visão sobre o ZAR é menos favorável do que no início do ano, devido aos problemas prolongados de energia e seu impacto na economia, bem como o provável fim do ciclo de aperto monetário do SARB. Embora as taxas de juros reais permaneçam em níveis positivos, podemos esperar os primeiros cortes nos próximos meses, o que não é favorável para a moeda. Os preços das commodities aumentaram moderadamente, mas até agora isso não foi suficiente para afetar materialmente o destino do rand. Alguns motivos para nosso otimismo podem ser derivados de nossa visão positiva em relação às moedas de risco. O ZAR é uma das moedas mais voláteis e dependentes do sentimento no espectro dos mercados emergentes e, portanto, pode se beneficiar desproporcionalmente das taxas de juros mais baixas do Federal Reserve. Entretanto, a fragilidade da economia doméstica e a incerteza em relação à situação energética apresentam obstáculos significativos para uma valorização significativa do rand.

	USD/ZAR	EUR/ZAR	GBP/ZAR
Q3-2023	19.00	20.90	24.15
E-2023	18.80	21.05	24.45
Q1-2024	18.60	21.00	24.55
Q2-2024	18.40	21.00	24.45
E-2024	18.00	20.70	24.10

Ebury

R. Butantã, 434 - Pinheiros São Paulo SP, 05425-011

+55 11 4130-3800 | info.br@ebury.com | br.ebury.com

© Copyright 2009-2022

Ebury Partners UK Ltd is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority as an Electronic Money Institution. Reference number: 900797. Ebury Partners UK Ltd is registered with the Information Commissioner's Office, with registration number: ZA345828. Ebury Partners Markets Ltd is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority as an Investment Firm to provide advice and execute trades in FX Forwards. Reference number: 784063.