



A DESPEITO DA ESTABILIZAÇÃO DO CRESCIMENTO DA ECONOMIA CHINESA, AUMENTO DA ALAVANCAGEM NÃO FOI INTERROMPIDO

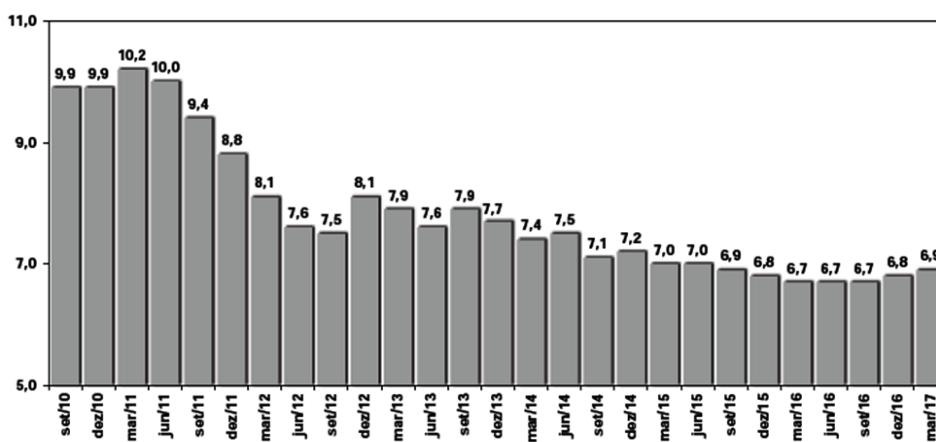
Fabiana D'Atri - Economista Coordenadora do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Bradesco e Diretora de Economia do CEBC.

O crescimento da economia chinesa segue firme neste ano, não trazendo muitas preocupações aos mercados. Mesmo assim, analisando as características da retomada iniciada no ano passado, temos sinais mistos relacionados aos ajustes estruturais ocorridos nesse período. Ou seja, em alguma medida, o reaquecimento da economia foi acompanhado por redução de estoques e da capacidade ociosa obsoleta, com ganho de participação do setor de serviços e melhora da indústria. Por outro lado, a alavancagem da economia seguiu em elevação, dado que o ritmo de expansão do crédito continuou superior ao do PIB nominal, com o objetivo de conter a desaceleração decorrente dos ajustes estruturais.

Entendemos que essa divergência – com ajustes estruturais simultâneos ao aumento do endividamento – não é sustentável no longo prazo, uma vez que o rebalanceamento da economia passa necessariamente por uma desalavancagem tanto corporativa como pública, pensando principalmente no endividamento das empresas estatais e dos governos locais. Assim, no curto prazo o governo tentará atuar nas duas frentes, especialmente levando em consideração que neste ano teremos a transição política nas principais posições de liderança do país, o que faz com que a estabilização da economia seja prioritária. Diante disso, não esperamos alterações significativas das políticas econômicas em relação ao ano passado. Tais políticas deverão se manter voltadas ao crescimento econômico, mas os riscos serão controlados, considerando aqueles advindos do sistema financeiro, com controle da saída de capital. Nesse contexto, esperamos alguma moderação do crédito e leve desaceleração do setor imobiliário, que sustentarão discreto arrefecimento da economia ao longo dos próximos trimestres.

Os dados conhecidos nesta semana reforçam o momento favorável pelo qual passa a economia chinesa, com os resultados inclusive superando as expectativas. Essa trajetória positiva continua baseada na

expansão de crédito iniciada no começo do ano passado, que deu sustentação aos investimentos e à produção industrial. Assim, o PIB cresceu 6,9% nos primeiros três meses deste ano em relação ao mesmo período do ano passado, superando a expansão registrada no quarto trimestre de 2016 (6,8%). Considerando a variação trimestral, entretanto, houve desaceleração do crescimento, de 1,7% para 1,3% entre o quarto trimestre do ano passado e o primeiro deste ano. Para tanto, a produção industrial avançou 7,6% em março, acelerando ante a alta de 6,3% registrada no primeiro bimestre. Os investimentos em ativos fixos, na mesma direção, mostraram elevação de 9,2% no acumulado deste ano, após elevação de 8,9% registrada nos dois primeiros meses do ano. Vale destacar que os investimentos no setor imobiliário seguiram em crescimento, ao passo que as inversões em infraestrutura apontaram para alguma moderação. As vendas do varejo, por sua vez, cresceram 10,9%, superando a expansão de 9,5% verificada em janeiro e fevereiro.

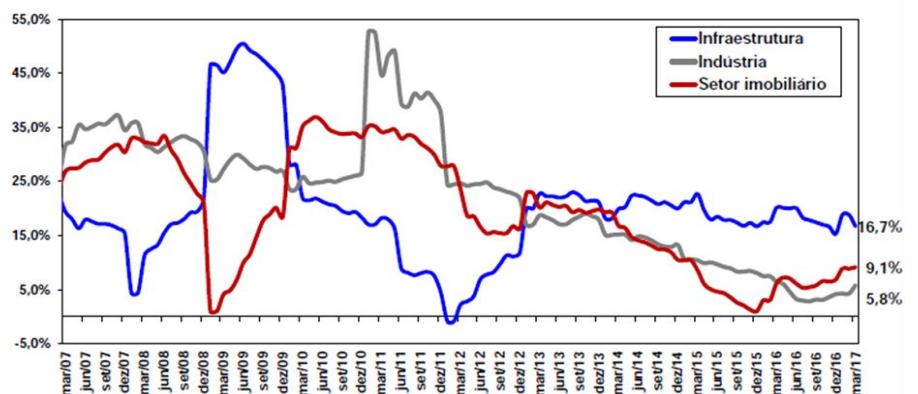


China: PIB trimestral (variação interanual)

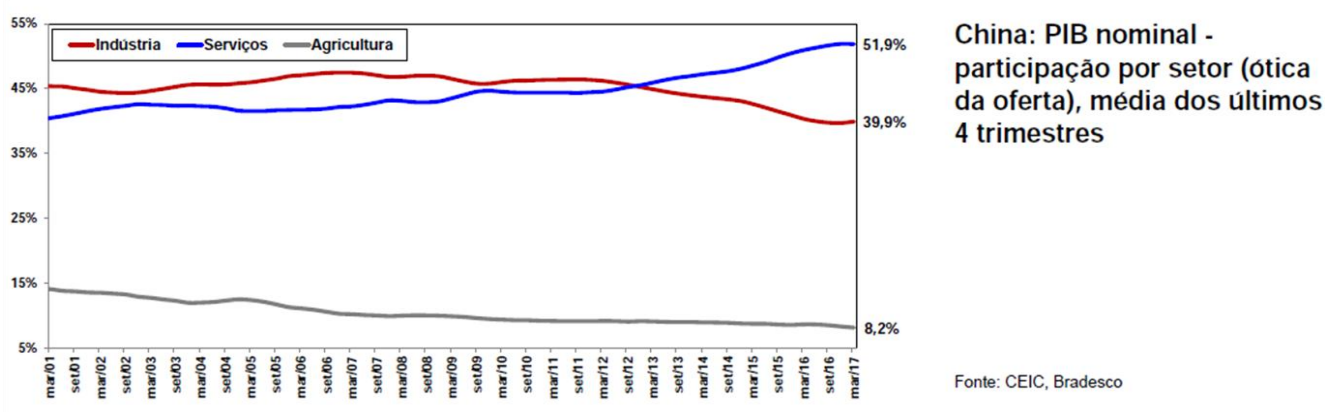
Fonte: Bloomberg, projeção: Bradesco

Investimentos em ativos fixos urbanos (variação trimestral em relação ao mesmo período do ano anterior)

Fonte: CEIC, Bradesco



Essa retomada da economia desde o ano passado, por sua vez, tem sido acompanhada por ajustes estruturais, principalmente do lado da oferta. Houve ajuste dos estoques de imóveis, com aumento do crédito direcionado às famílias, sugerindo uma retomada genuína do setor. Entre meados de 2014 e o início deste ano¹, os estoques de imóveis nas cidades grandes saíram de quase 15 para 6 meses e, para as cidades menores, a queda foi de pouco mais de 30 para ao redor de 15 meses. Enquanto o crédito direcionado à pessoa física acumulou crescimento de 35%, o volume emprestado às construtoras subiu 10%, considerado o resultado de 2016². Ao mesmo tempo, houve fechamento de capacidade ociosa em importantes setores industriais, como siderurgia, alumínio e carvão. O aumento da participação do setor de serviços no PIB também não foi interrompido, chegando a 51,9% neste ano. A alta da inflação ao produtor, que chegou a 7,6% em março na comparação com o mesmo mês do ano passado, deve ser lida como uma oportunidade de recomposição das margens, após longo período de deflação.

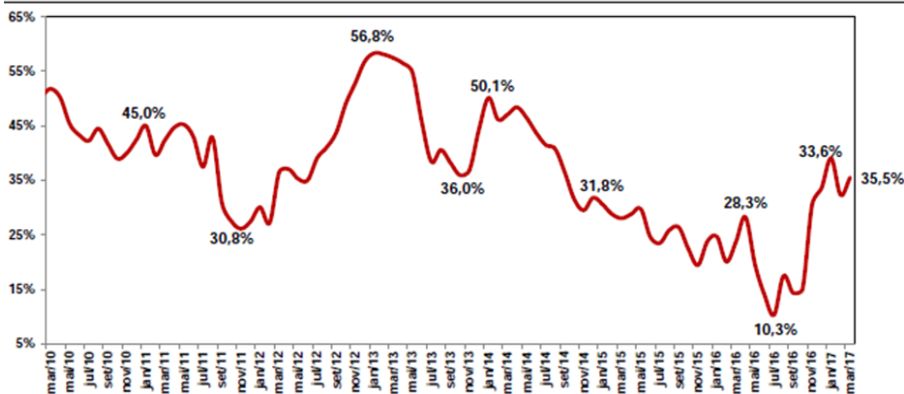


Do lado do crédito, entretanto, os sinais não são muito positivos. Diante da forte injeção de liquidez implementada pelo banco central, as instituições financeiras voltaram a acelerar as concessões. Nesse contexto, a participação dos empréstimos concedidos pelas instituições não bancárias (shadow banking) voltou a crescer, como é possível observar no gráfico que segue. Isso faz com que aumentem os riscos do sistema, uma vez que em geral a avaliação de risco feita por essas instituições é menos criteriosa. Além disso, elas tomam recursos no mercado interbancário, cuja volatilidade é maior. Ao mesmo tempo, a relação crédito/PIB continuou em elevação, já vinda de níveis elevados. É importante mencionar também o que aconteceu com os preços dos imóveis, com forte aceleração, que chegou a ser superior a 30% nas cidades de maior porte na virada de 2016 para 2017. Esse certamente não é um sinal positivo e, diante disso, diversos governos locais vêm adotando medidas restritivas ao setor imobiliário nos últimos meses. Ou seja, a despeito dos ajustes estruturais, há tendências não positivas que ganharam força no ano passado. Importante dizer

¹ Considerando estatísticas coletadas pela Soufun e Wind, divulgadas na imprensa.

² Para este ano, abertura do crédito imobiliário ainda não foi divulgada.

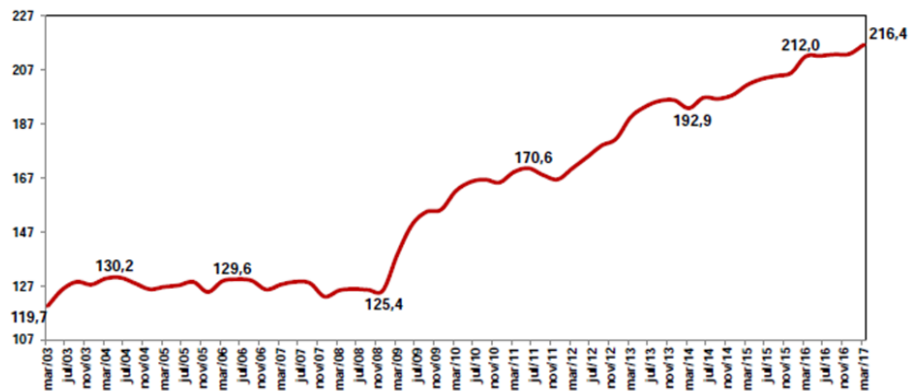
que o governo, ciente dessa evolução, vem sinalizando uma política monetária mais prudente, controlando moderadamente a liquidez do sistema e avançando na agenda de aumento da regulamentação das atividades financeiras.



China: participação do crédito não bancário sobre o total emprestado (média dos últimos 3 meses)

Fonte: CEIC, Bradesco

China: relação crédito/PIB



Fonte: Bloomberg, Bradesco

Para o restante deste ano, esperamos apenas uma calibragem das políticas implementadas desde o ano passado, em função das questões políticas que demandam estabilidade do crescimento. Alguns ajustes de políticas confirmam essa expectativa: desaceleração das vendas de imóveis em março, moderação da aprovação de novos projetos de infraestrutura, elevação das taxas de juros nas operações de mercado aberto do banco central e aperto do controle da saída de capital (com queda de quase 50% dos investimentos diretos da China no mundo no primeiro trimestre deste ano em relação ao mesmo período do ano passado). Apesar disso, as condições de crédito ainda continuam favoráveis e antecedentes do setor imobiliário, com vendas de terras, ainda não apontam para uma correção expressiva e rápida da atividade do setor. Com base nisso, entendemos que a economia chinesa mostrará discreta desaceleração ao longo dos próximos trimestres, sem comprometer a meta de expansão do PIB de 6,5%.