



Revisitando os riscos para a China no curto prazo: liquidez, setor imobiliário e saída de capitais

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

A economia chinesa deu sinais de estabilização em maio, conforme apontado por diversos indicadores divulgados recentemente. Isso aconteceu após a frustração com os resultados de abril, lembrando que nos últimos trimestres o desempenho da economia até vinha surpreendendo de forma positiva, motivando revisões altistas para o crescimento do país. Ainda assim, nota-se ajuste em importantes vetores, que até agora traziam poucas preocupações. Calibrações significativas na liquidez do sistema financeiro, nas políticas voltadas ao setor imobiliário e no mecanismo de formação da moeda ocorreram nos últimos meses. Mantemos nossa visão positiva para a China neste ano, atribuindo baixa a probabilidade de eventos extremos, mas julgamos prudente visitar esses riscos para o curto prazo, que poderiam trazer incertezas aos mercados globais.

Dando sequência ao forte crescimento registrado no primeiro trimestre e à desaceleração espaiada verificada em abril, notamos certa estabilização da economia chinesa em maio. Assim, a expansão do segundo trimestre deverá ficar ligeiramente acima de 6,5%, arrefecendo em relação à alta de 6,9% observada entre janeiro e março deste ano. Destacamos, na tabela a seguir, alguns resultados do mês passado, que indicam que a moderação do crescimento vem ocorrendo de forma controlada e moderada. Para tanto, trazemos as variações dos últimos dois trimestres e o resultado parcial do trimestre corrente (abril e maio), considerando as comparações interanuais. Somado a isso, vale chamar atenção para o desempenho do mercado de crédito, apresentado na mesma tabela. Entendemos que o crédito ainda é expansionista para o crescimento, considerando o volume de empréstimos concedidos, o aumento da participação das operações bancárias em relação às não bancárias e o ritmo de crescimento das linhas

direcionadas à pessoa física. Porém, os sinais de moderação e de perda de espaço para as instituições não bancárias são notáveis.

Varição interanual / Volume em RMB	Quarto trimestre de 2016	Primeiro trimestre de 2017	Abril e maio de 2017
Produção industrial (a/a)	6,00%	7,60%	6,50%
Investimentos em ativos fixos (a/a)	8,10%	9,20%	8,60%
Vendas do varejo (a/a)	10,90%	10,90%	10,70%
Geração de energia elétrica (a/a)	8,60%	8,20%	6,90%
Vendas de veículos (a/a)	15,00%	7,40%	-0,80%
Volume de carga transportada em ferrovias (a/a)	-2,30%	15,20%	14,60%
Vendas de novos imóveis (a/a)	22,30%	16,90%	11,80%
Exportações (a/a)	-5,30%	8,20%	8,30%
Importações (a/a)	2,70%	24,10%	13,40%
Empréstimos concedidos por instituições bancárias (em RMB bilhão)	2.441,63	4.503,60	2.260,50
Empréstimos concedidos por instituições não bancárias (em RMB bilhão)	1.903,60	2.439,20	193,5
Empréstimos bancários/total de empréstimos (%)	41%	88%	95%
Empréstimos concedidos à pessoa física (a/a)	67,50%	45,60%	12,60%

Tabela 1 – indicadores econômicos selecionados

Fonte: Bloomberg, CEIC, Bradesco

Ainda que esses indicadores relevem uma desaceleração moderada, notamos ajustes das principais políticas econômicas do país desde março. Dentre essas, destacamos a mudança na condução da política monetária em duas principais frentes, com o objetivo de controlar os riscos financeiros e desalavancar o sistema. O Banco Central, através das operações de mercado aberto e da disponibilidade de linhas de financiamento às instituições financeiras, tem reduzido a liquidez, após a farta expansão ocorrida no ano passado. O gráfico 1 a seguir mostra essa redução dos últimos meses, levando em conta todas as linhas hoje disponibilizadas pela autoridade monetária. Em junho, contudo, houve uma elevação da oferta via operações de mercado aberto, ocorrida no último dia 16, motivada em grande medida pelo movimento do Fed de subir a taxa de juros nos EUA. Entretanto, nesta semana já houve retirada. Ao mesmo tempo, os órgãos regulatórios do país têm imposto diversas medidas às instituições financeiras, especialmente às não bancárias (o chamado *shadow banking*). Essas duas alterações têm pressionado o custo no mercado interbancário, aumentando o nível e a volatilidade das taxas, como pode ser observado no gráfico 2, com o retorno dos títulos do governo. De fato, a redução da oferta de crédito não bancário é um sinal de que esse aperto do mercado interbancário tem comprometido essas instituições – abrindo espaço para as operações essencialmente bancárias.

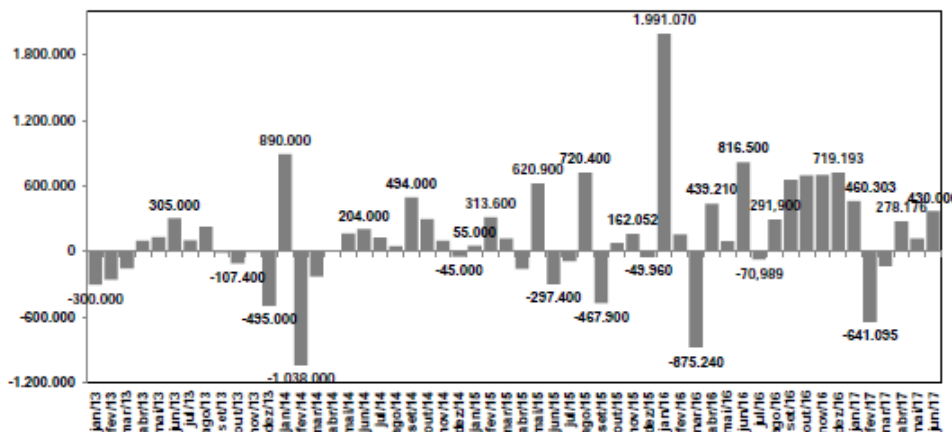
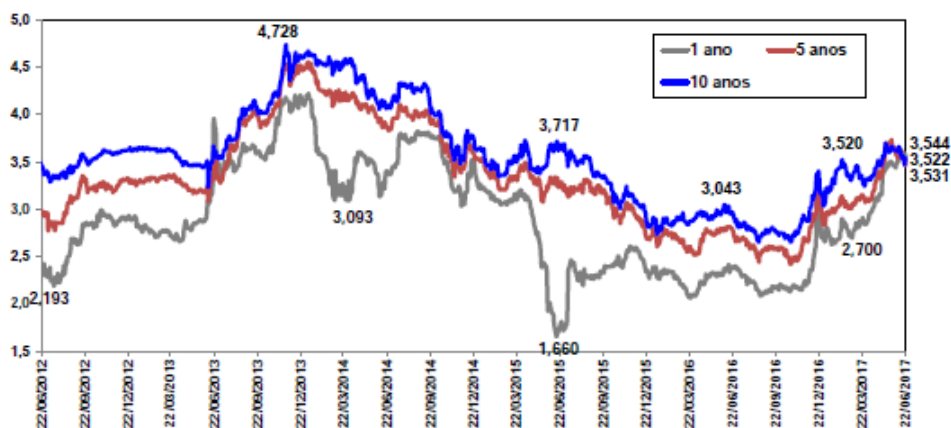


Gráfico 1 – China: injeção líquida de recursos por parte do Banco Central (operações de mercado aberto e linhas de empréstimos de curto e médio prazo). em RMB milhões

Obs.: Para junho de 2017, consideramos o resultado prévio apenas das operações de mercado aberto realizadas até 23/06/2017.

Fonte: CEIC, Bradesco

Gráfico 2 – Taxas de juros: retorno dos títulos públicos



Fonte: CEIC, Bradesco

Avaliamos que, por enquanto, os riscos de um estresse no sistema financeiro são baixos e o aumento do custo de capital tem sido limitado, comparando com outros momentos na China. Da mesma forma, a oferta de crédito à economia segue favorável, não exercendo papel contracionista. Mesmo assim, é importante monitorarmos a postura do Banco Central, que recentemente afirmou ser necessário aumentar a cooperação entre os órgãos regulatórios e mensurar os impactos dessas políticas mais duras para que as expectativas do mercado possam se estabilizar. Ou seja, há um reconhecimento do risco de que pode estar em curso um aperto excessivo e muito rápido, que tem risco de comprometer o crescimento nos trimestres à frente – o que nos leva a esperar algum alívio nos próximos meses, haja vista a injeção feita na semana passada, por exemplo¹.

Se por um lado esperamos alguma moderação do aperto das condições monetárias, deveremos observar continuidade das medidas restritivas ao setor imobiliário – um dos principais determinantes para o ciclo de crescimento da economia chinesa. Vale lembrar que desde ano passado, com a retomada da atividade do setor – inicialmente com melhora das vendas e depois dos lançamentos, dos investimentos e da venda de

¹ Ainda mais no fechamento do trimestre, quando há uma concentração de pagamento de impostos e a busca por atender novas conformidades regulatórias, como elevação dos controles de garantias dadas a empréstimos e aumento da disponibilização de informações sobre os produtos de investimentos, conhecidos como *wealth management products*.

terras –, os preços dos novos imóveis subiram de maneira significativa. Diante disso, ao longo deste ano, um número expressivo de cidades anunciou medidas restritivas à compra e ao financiamento dos novos apartamentos, como forma de conter, mais uma vez, a formação de uma bolha de preços no setor.

Assim, a partir de março, as vendas de imóveis começaram a ceder e os preços estão arrefecendo, como ilustrado nos dois gráficos que seguem. Com base em uma amostra de 70 cidades, nota-se que os preços estão caindo nas comparações mensais em um número maior de casos. Sabemos que há uma defasagem entre as vendas, os lançamentos e as obras em construção e, com isso, o impacto sobre a atividade econômica deverá ser sentido principalmente na passagem de 2017 para 2018. Mesmo assim, os investimentos já estão perdendo ritmo e as expectativas acabam impactando outros mercados – com destaque para os preços das commodities minerais metálicas, que estão caindo desde março. A cotação do minério de ferro, refletindo esse cenário e outros fatores ligados às condições de oferta, recuou do pico de quase US\$ 95/tonelada em março para níveis atuais mais próximos de US\$ 55/tonelada.

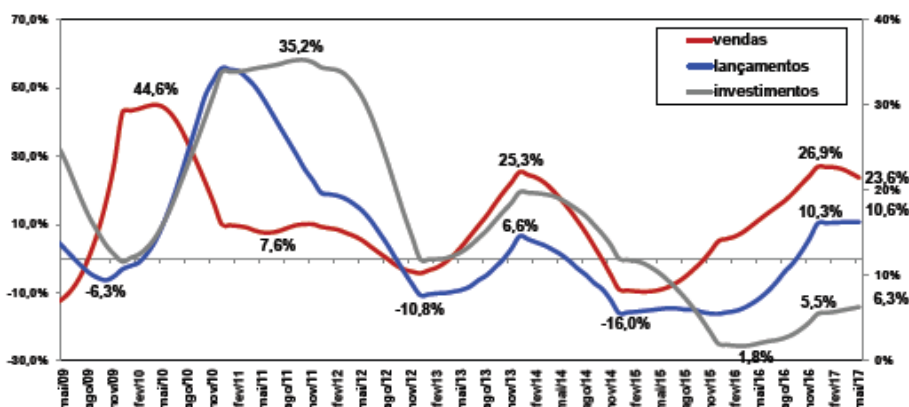
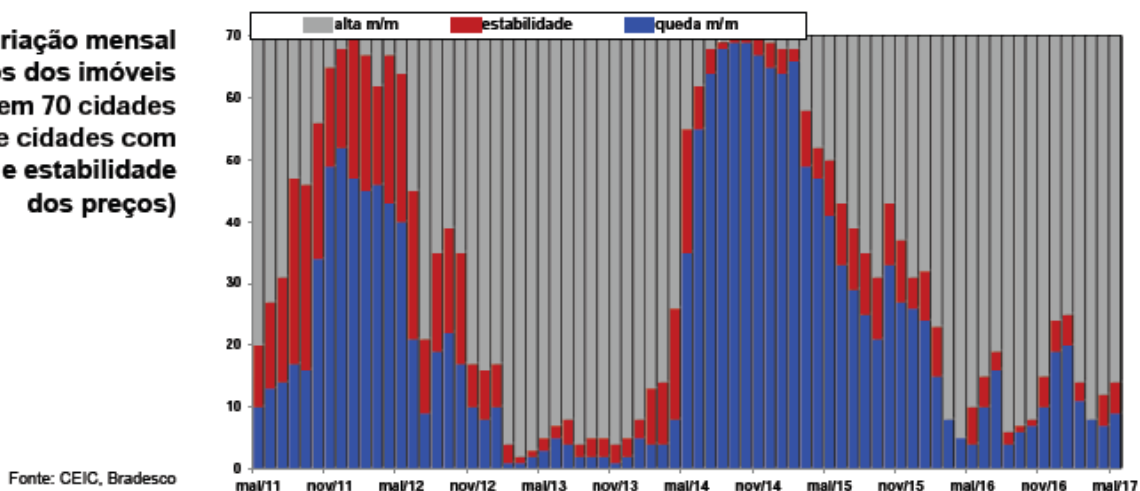


Gráfico 3 – China: mercado de novos imóveis residenciais (variação em 12 meses)

Fonte: CEIC, Bradesco

Gráfico 4 – Variação mensal dos preços dos imóveis residenciais em 70 cidades (número de cidades com queda, alta e estabilidade dos preços)



Fonte: CEIC, Bradesco

A mais recente calibragem relevante concentrou-se no mercado de câmbio. O governo mudou mais uma vez o modelo de fixação diária do renminbi. Vale lembrar que em julho de 2015 foi implementado o mecanismo de considerar o fechamento diário (resultante de oscilações da cotação de abertura, em torno de uma banda) e a variação da cesta de moedas como referência para a abertura do dia seguinte. Desde o final de maio, adicionalmente à metodologia existente, o PBoC passou a usar um componente contracíclico. Por ora, o método de cálculo desse componente não foi divulgado, mas acreditamos que o papel do mercado na formação diária da taxa de câmbio será reduzido.

A partir de então, a moeda chinesa iniciou uma nova trajetória de apreciação, que pode estar atrelada a essa mudança de mecanismo. Há, contudo, diversas interpretações para essa reversão de tendência do renminbi, que seguia relativamente estável nos últimos meses: (i) resposta à perda de valor do dólar, que se observa desde o começo do ano; (ii) uma forma de compensar as preocupações decorrentes dos dados mais fracos de abril, divulgados no mês passado, e do rebaixamento anunciado por uma agência de risco na ocasião; (iii) sinalização de aumento da volatilidade da moeda, permitindo que as oscilações aconteçam nas duas direções; (iv) uma forma de contrapor apostas contra a economia chinesa, que aconteceriam através da depreciação da moeda. De fato, em relação a esse último argumento, observou-se em maio uma ampliação da diferença das cotações da moeda no mercado chinês (*onshore*) e no mercado de Hong Kong (*offshore*). Diante disso, houve um aperto da liquidez no mercado offshore para que o custo de ficar vendido no RMB se tornasse maior, contendo as especulações.

Importante dizer que, nos últimos dias, em especial depois da decisão do Fed de subir a taxa de juros, a moeda voltou a depreciar. Ainda assim, acreditamos que atualmente o espaço para a depreciação da moeda chinesa vem se reduzindo, diante da nossa expectativa de que o dólar ainda perderá valor neste ano em escala global. De todo modo, entendemos que permanece o risco de depreciação advindo da pressão para saída de capitais do país, lembrando que por enquanto os controles seguem elevados, garantindo a estabilidade do fluxo cambial da China. Ou seja, a resultante final dessas forças ainda não está clara, até porque parte do risco da saída de recursos do país estava também atrelada às expectativas de que haveria um enfraquecimento do renminbi.

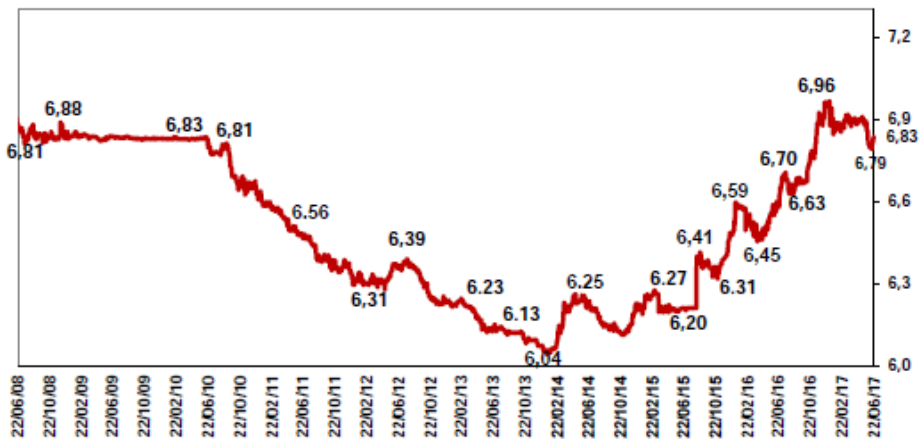


Gráfico 5 – China: taxa de câmbio (USD/RMB)

Fonte: Bloomberg, Bradesco

Em suma, mantemos nossa visão de que a desaceleração da economia chinesa seguirá presente ao longo dos próximos trimestres. Entretanto, isso acontecerá de forma moderada e controlada, ainda garantindo o crescimento mínimo de 6,5% neste ano. Mesmo diante das calibragens de algumas políticas, não devemos nos esquecer da transição política que acontecerá em outubro próximo. A cúpula da liderança do Partido deverá ser alterada e, para tanto, a estabilidade econômica será condição necessária para uma transição política sem ruídos e bem sucedida.