

## Desaceleração da economia chinesa: this time is different

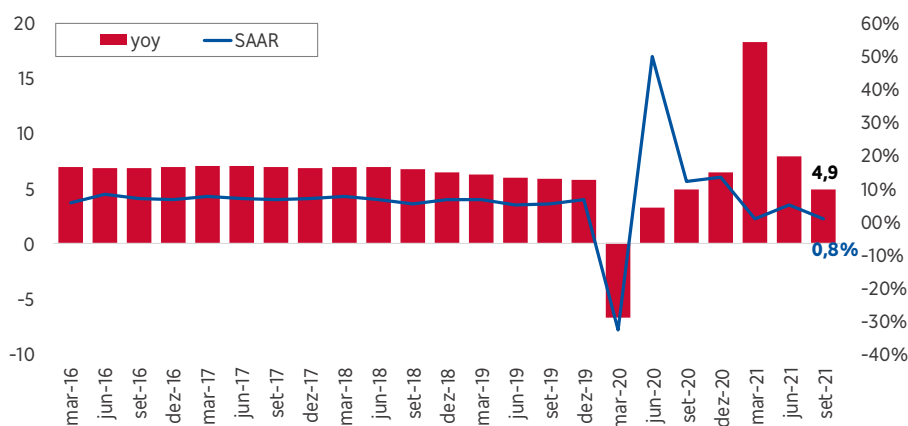
Fabiana D'Atri

**Os sinais disponíveis até agora sugerem uma mudança estrutural do modelo de desenvolvimento chinês.** Reunindo as diversas ações e medidas adotadas especialmente desde o final do ano passado, destacamos novas prioridades que podem ser divididas em quatro grandes agendas, que muitas vezes têm intersecção entre si. São elas: redução de riscos sistêmicos (como financeiros e referentes ao controle dos dados); questões geopolíticas; prosperidade comum (com destaque para a redução da desigualdade de renda como meio de fortalecimento do consumo doméstico e demais questões sociais) e motores para o crescimento de médio prazo (tecnologia e meio ambiente). São pilares para um novo crescimento, pautado na qualidade e sustentabilidade e não necessariamente na quantidade, como observado por muitos anos.

**Nesse contexto, a desaceleração do ritmo de crescimento do PIB chinês do terceiro trimestre deste ano merece atenção.** A expansão de 4,9% em relação ao mesmo período do ano passado ficou levemente abaixo das expectativas e bem abaixo da alta de 7,9% verificada no segundo trimestre, na mesma base de comparação. Quando comparamos com o período imediatamente anterior, o crescimento foi de apenas 0,2%, o que em termos anualizados implica em uma alta de 0,8%. Por fim, a última comparação útil é em relação à média dos terceiros trimestres de 2019 e de 2020, para tentar descontar o efeito da pandemia, quando a alta também foi de 4,9% (vindo de 5,5% no segundo trimestre, na mesma base de comparação). Definitivamente é um baixo crescimento.

### Gráfico 1: PIB trimestral da China, em termos reais

Varição interanual e na margem, com ajustes sazonais e anualizada



Fonte: CEIC

**Com base nesses resultados, cabem 5 perguntas que nos ajudarão a desenhar o cenário para o restante de 2021 e de 2022:**

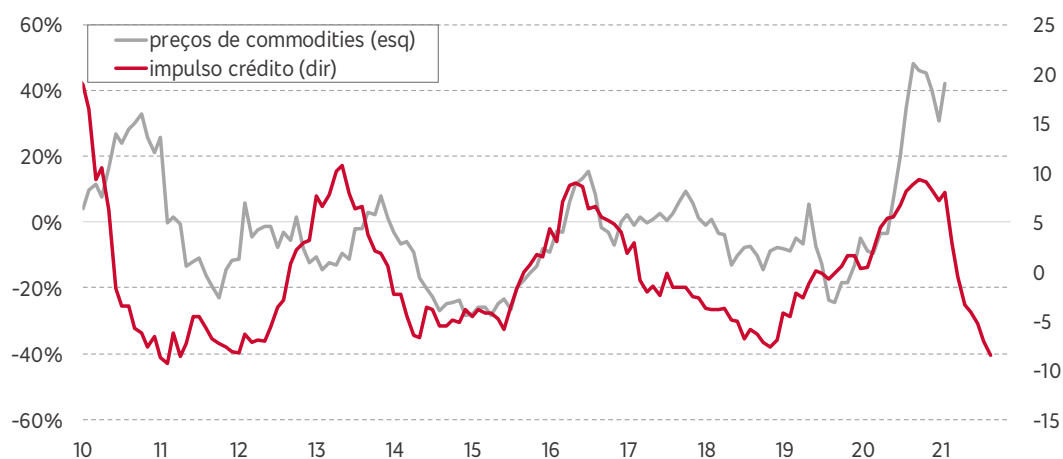
1. Quais são os vetores dessa desaceleração?
2. O que podemos esperar para o setor imobiliário daqui para frente?
3. Como será a reação de política econômica?
4. Como os preços de commodities responderão neste ciclo?
5. Quais contrapontos devem ser feitos a esse cenário mais desafiador que vem se confirmando?

## 1. Quais são os vetores dessa desaceleração?

**Podemos separar essa desaceleração em duas frentes: a normalização pós pandemia e aquela induzida por diversas medidas.** Parte do arrefecimento era esperado na saída da pandemia, com redução das exportações e, naturalmente da produção industrial, moderação da demanda por imóveis e retirada dos estímulos, uma vez que a atividade retornaria à normalidade. Vale destacar o ciclo de crédito, cujo estoque chegou a crescer 14% no auge da pandemia e hoje mostra expansão próxima a 10%, como ilustrado abaixo no impulso do crédito, que ajuda explicar grande parte dos ciclos econômicos da China. Tais vetores apontavam para um crescimento entre 7 e 6%, ritmo registrado em 2019, por exemplo.

### Gráfico 2: Impulso do crédito e preços de commodities

Variação em 12 meses do impulso do crédito como proporção do PIB antecipado 6 meses ao índice de preços de commodities



Fonte: Bloomberg, Bradesco

**No entanto, devemos adicionar dois elementos decisivos que acentuaram essa tendência já esperada, que indicam expansão, hoje, entre 4% e 5%.** São elas: medidas para conter alavancagem do setor imobiliário (com redução expressiva da oferta de crédito para as construtoras) e cortes da produção de energia para atender metas de emissão de poluentes. Essas duas ações foram induzidas pelo governo. Ou seja, foi uma opção mesmo sabendo que isso implicaria menos crescimento. Somado a isso, entre julho e agosto, diante de uma piora da pandemia, o governo adotou severas medidas de restrição à mobilidade em boa parte do país.

## 2. O que podemos esperar para o setor imobiliário daqui para frente?

**O setor imobiliário representa aproximadamente 15% do PIB, considerando as contas nacionais e levando em conta a contribuição da construção e das atividades terciárias relacionadas.** Representa algo como 20% dos empregos urbanos e 30% da carteira de crédito bancário, somando empréstimos às construtoras e, principalmente, às famílias. Tanto em termos absolutos, como relativos (comparando com outros países), a economia chinesa definitivamente depende muito do setor imobiliário, com destaque para o residencial.

**Além disso, esse setor acaba conectando diversas partes da economia, além do efeito direto sobre a atividade econômica.** A posse de imóveis acaba sendo um dos principais ativos do patrimônio das famílias chinesas. Naturalmente, a redução dos preços impacta de forma direta a riqueza, especialmente das faixas de renda mais elevada, que acumulam, geralmente, diversos imóveis. Além disso, a concessão das terras – ainda propriedade estatal, mesmo que os imóveis urbanos sejam propriedade privada desde 1998 – é uma fonte essencial de renda dos governos locais (que se deparam com um significativo descompasso entre despesas e receitas e a arrecadação vinda dos leilões de terrenos ajudam a fazer frente aos diversos compromissos). A terra, bem como os imóveis, são provavelmente o colateral mais importante de empréstimos. Assim, muitos produtos distribuídos através do mercado de capitais – o chamado *shadow banking* – têm o setor imobiliário em alguma das pontas da operação, tanto de captação como de empréstimo.

**As construtoras, portanto, são peça importante nesse arranjo.** Elas, por sua vez, tiveram alavancagem crescente ao longo dos últimos anos. O governo, entendendo esse quadro como de elevado risco, adotou medidas ao final de outubro do ano passado (3 red lines) para endereçar esses temas, o que acabou levando a uma redução expressiva do acesso ao crédito. Para reduzir os preços dos imóveis, em uma agenda de aspecto mais de cunho social, o governo vem controlando a oferta de terras e segurando a oferta de crédito para as famílias. Somado a isso, algumas cidades chinesas passarão por um programa piloto de adoção do imposto sobre a propriedade, como forma de conter especulação e alta dos preços. Essas ações estão alinhadas com a intenção do governo de reduzir a dependência da economia chinesa do setor imobiliário em um horizonte de três anos. Parece bastante forte e os diversos indicadores confirmam que esse movimento já está acontecendo, de forma mais notável desde a virada do segundo para o terceiro trimestre. E, levando-se em conta as sinalizações do governo, não devemos esperar mudança de tendência.

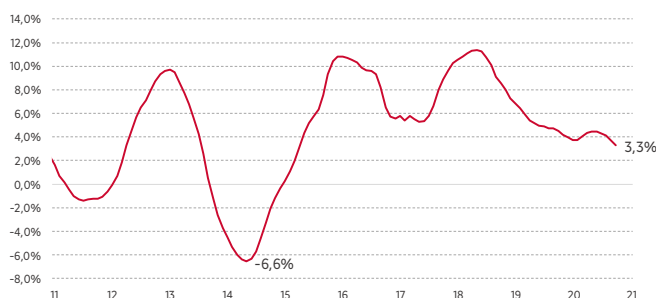
**Reforça essa aposta a situação financeira das empresas do setor.** O caso da Evergrande é o mais emblemático. Sobre esse caso, nossa avaliação é de que não estamos diante de um risco sistêmico, do ponto de vista bancário. O desfecho da situação financeira não está claro e entendemos que haverá dúvidas nos meses à frente. Ainda assim, nossa avaliação é de que parte da dívida será honrada e parte deve passar por *default*. Haverá uma reestruturação ampla da empresa e o governo deve injetar liquidez ao sistema, através dos bancos. Solução possível deve ser mista: donos dos apartamentos (famílias), fornecedores e trabalhadores devem ter seus compromissos honrados. Mas, os detentores dos produtos financeiros ligados à empresa, bancos e instituições financeiras chinesas bem como detentores estrangeiros de *bonds* devem esperar, ao menos, algum *default* parcial. Mas há outras tantas construtoras com dificuldades para honrar seus pagamentos.

**Parece elucidativo comparar o ciclo atual com o observado entre 2014 e 2015, cuja desaceleração também foi decorrente de medidas do governo para conter a formação de bolhas.** Nos gráficos a seguir, selecionamos alguns indicadores que mostram como preços, lançamentos e vendas se comportaram. Naquele ciclo os preços caíram mais de 5%, as vendas recuaram cerca de 10% e os lançamentos mostraram queda de mais de 15%. Nesse cenário, consideramos que uma desaceleração de 10 p.p. dos investimentos e das vendas levaria a uma perda próxima a 1 p.p. do PIB.

**Ainda temos que levantar um risco mais extremo de uma eventual queda mais forte de preços.** Isso pode decorrer, por exemplo, porque as construtoras, para fazer caixa, terão que vender estoques a preços mais baixos. Além disso, a nova tributação sobre a propriedade pode ser o gatilho de uma mudança de comportamento das famílias, com a liquidação dos seus ativos, que podem ser convertidos em outros investimentos; isso pode ser outro gatilho para vendas mais aceleradas a preços reduzidos no mercado secundário e/ou redução demanda de novos imóveis, especialmente aqueles usados como poupança.

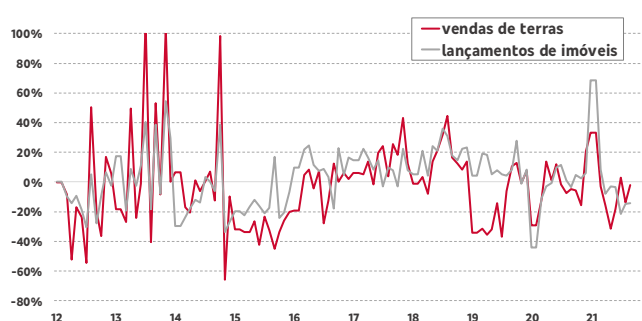
### Gráfico 3: Preços imóveis

Varição interanual



### Gráfico 4: Vendas de terras e investimentos

Varição interanual



Fonte: CEIC

### 3. Como será a reação de política econômica?

**Desta vez será diferente: não devemos esperar amplos estímulos para compensar essa desaceleração, afinal não devemos nos esquecer que ela foi em grande medida induzida.** Na história recente, observávamos uma reação de mais estímulos quando a economia chinesa entrava em uma fase de problemas. O corte de compulsórios em julho, por exemplo, deu a impressão de que China faria mais estímulos. Porém, na nossa avaliação, não haverá reversão significativa da política monetária, há pouco espaço fiscal (diante do elevado endividamento das finanças dos governos locais) e a infraestrutura não será a variável de escolha deste momento. Ainda assim, entendemos que alguma calibragem ou suavização pode ser esperada sobre as medidas setoriais. Ou seja, é mais factível um alívio da produção de carvão (especialmente com o destino final de calefação e não para geração de energia com fim industrial), leve ampliação da oferta de crédito para pequenas empresas e flexibilização das 3 red lines do que um corte da taxa de juros.

**Ainda sobre infraestrutura, vale uma consideração: a oferta de *bonds* de governos locais para novos projetos vem crescendo** (aproveitando a cota anual de emissão de títulos), mas entendemos que esse montante não é suficiente para ampliar obras a ponto de compensar o esfriamento do setor imobiliário. Mais importante do que isso é termos em mente que infraestrutura não são necessariamente projetos de rodovias, ferrovias (como no passado) e sim obras voltadas à urbanização, saneamento, tecnologia. Essas são menos intensivas em *commodities* e diversos projetos têm passado por um escrutínio muito rigoroso para serem aprovados.

### 4. Como os preços de commodities responderão neste ciclo?

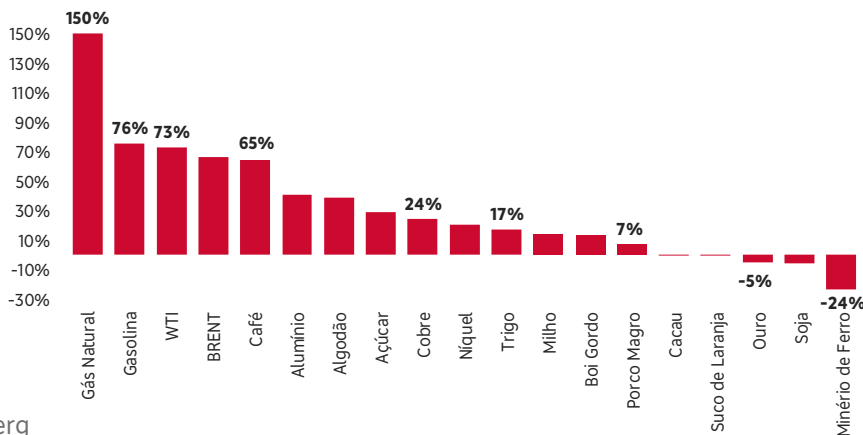
**Diferentemente de outros ciclos de desaceleração da economia chinesa, a correção baixista dos preços das commodities não tem sido observada, por enquanto.** Várias são as razões, mesmo reconhecendo que o preço do minério de ferro foi exceção, já tendo retornado para seus fundamentos. Em primeiro lugar, o ciclo de demanda e oferta das principais commodities tem sido global, à medida que a pandemia levou a uma mudança da demanda de serviços para bens, acentuada pelos estímulos extraordinários, o que impactou as cadeias de produção em escala global. A ampliação da liquidez, a aversão ao risco e o acúmulo da poupança impulsionando o setor imobiliário, com elevação dos preços dos imóveis, é fenômeno mundial.

**Somado a isso, muito da desaceleração da economia chinesa tem a restrição de oferta como origem.** Para conter a emissão de poluentes, a produção, especialmente de insumos metálicos, como aço e carvão, foi reduzida. Também deve-se lembrar que entramos agora no pico da demanda sazonal por aquecimento no hemisfério norte. Dessa forma, preços ficaram e continuarão pressionados, diante da escassez de oferta mais intensa do que a perda de ritmo da demanda. Isso explica porque a maioria das commodities metálicas e energéticas segue em patamar elevado ou em aceleração.

### Gráfico 5: Preços de commodities

YTD

Varição acumulada neste ano



Fonte: Bloomberg

**No entanto, devemos observar queda desses preços ao longo do ano que vem,** diante do reequilíbrio da oferta de suprimentos industriais (com recomposição de estoques concomitante com a acomodação da demanda de bens), da redução da demanda por energia para aquecimento e da continuidade do arrefecimento do setor imobiliário chinês – mesmo considerando que cortes de produção de energia continuarão vigentes. O ciclo de crédito na China, inclusive, reforça essa expectativa, como no indicador apresentado, e o governo continua sinalizando seu desconforto com os preços das matérias primas em níveis elevados.

**Para as commodities agrícolas, contudo, as condições de oferta são as determinantes para a dinâmica de preços.** De fato, o ritmo de expansão da economia chinesa, historicamente, tem baixo poder explicativo sobre o comportamento de curto prazo dos preços dos alimentos. Isso, contudo, não quer dizer que a demanda chinesa não importe para os preços. Nesse sentido, deve-se ficar atento à evolução das políticas voltadas ao aumento e à distribuição de renda, no escopo da agenda da prosperidade comum. Caso seja bem-sucedida, isso deve manter a tendência crescente da China por alimentos mundo afora.

### 5. Quais contrapontos devem ser feitos a esse cenário mais desafiador que vem se confirmando?

**Mantemos nossa expectativa de crescimento abaixo de 5% daqui para frente.** Ainda assim, devemos ponderar alguns fatores que podem conter uma desaceleração mais intensa da economia, principalmente no ano que vem. O consumo doméstico, incluindo serviços ligados à reabertura, seguirão em recuperação, especialmente quando se consideram as boas condições do mercado de trabalho. Exportações devem arrefecer, mas ainda crescem acima do padrão histórico, o que implica bom desempenho da indústria e logística. Os investimentos no setor manufatureiro, inclusive, estão em desaceleração, com entrada significativa de investimentos estrangeiros diretos. Vale dizer que, por ora, não houve medidas regulatórias e nem restritivas à indústria de bens de consumo e de tecnologia.

**Também acreditamos em suavização dos ajustes, como alguns membros do governo têm sinalizando.** Acreditamos que estamos próximos desse ponto de estabilização das medidas, o que não significa alívio generalizado. Esperamos avanço no financiamento imobiliário para as famílias; a injeção de liquidez tem sido crescente (em grande medida para viabilizar a emissão dos bonds especiais dos governos locais, voltados principalmente para infraestrutura); parte das construtoras endividadas encontrará uma solução para reestruturação (ainda que parte deverá terminar em default); as medidas regulatórias sobre o setor de tecnologia podem ter chegado ao pico e é esperado aumento produção carvão para calefação. Estabilidade e pragmatismo ainda não devem ser descartados da gestão da política econômica chinesa.

**Em resumo, estamos diante de um período muito desafiador, com mudanças das regras do jogo:** aumento da regulação, redução dos monopólios, melhoria da distribuição de renda e foco nas questões ambientais. É desconfortável se deparar com a menor participação do setor imobiliário, sem compensação; o consumo doméstico e as novas indústrias não estão prontos para entregar crescimento imediato. Neste momento, a preocupação é com instabilidade vinda dos riscos financeiros e das desigualdades sociais. Não é a instabilidade vinda de menos crescimento. O alívio, por sua vez, será função do calendário político e não do econômico: as Olimpíadas de inverno e o Congresso do Partido, respectivamente em fevereiro, outubro e novembro do ano que vem. Por ora, estímulos parecem menos urgentes e o risco se torna assimétrico para menos crescimento.

## Equipe Técnica

### Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

### Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Thiago Coraucci de Angelis / Vitor Vidal Costa Velho

### Estagiários

Bruna Andreatta Valentino / Gabriel Sartor Ganzarolli / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

[economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)