

Demanda chinesa e o impacto em preços de commodities metálicas e agrícolas

Priscila Trigo
Fabiana D'Atri

A demanda global robusta e, em especial, a chinesa, tem sustentado os preços de commodities em patamares elevados. Somem-se a isso, as restrições de oferta no curto e médio prazos e a elevada liquidez mundial, decorrentes dos estímulos adotados para combater os efeitos da pandemia. Para as metálicas, a demanda chinesa para utilização em infraestrutura, setor imobiliário e na própria indústria tem sido o principal vetor altista na nossa visão. Para as agrícolas, a recomposição do rebanho suíno tem exigido maior consumo de grãos e a China passou a ser grande importadora de milho. Daqui para frente, acreditamos em queda dos preços das commodities, conforme nova capacidade de produção venha a ser adicionada e a demanda vá moderando, em grande medida, por conta da migração do consumo de bens para serviços, no processo de reabertura plena das economias. Nesse sentido, a demanda chinesa para metálicas segue elevada no segundo semestre, mas em desaceleração, o que reforça um pequeno alívio para os preços. Já para os grãos, a nova dinâmica de mercado continua exercendo pressão altista, mas o aumento da oferta também tende a trazer alívio de preços no segundo semestre e em especial em 2022.

Nossos modelos indicam que os preços atuais de commodities estão cerca de 20% acima dos fundamentos. Para tanto, nos baseamos em um modelo que explica o comportamento do índice CRB futuro em função do crescimento global (proxy de demanda) e do índice DXY (para capturar movimentos na precificação do dólar). Parte das pressões atuais está relacionada às restrições para a ampliação da oferta. Outra parte, se deve ao elevado nível de liquidez e ao maior risco inflacionário, que mantêm a posição dos fundos comprada em commodities. A diferença é maior no caso de commodities metálicas: os preços de fundamentos apontam para valores em torno de 30-40% menores do que os atuais. Sem grandes projetos adicionando capacidade nos últimos anos, as commodities metálicas estão com maior restrição de oferta, o que explica tal diferença. Além disso, mudanças estruturais na demanda, como as relacionadas à sustentabilidade¹, não conseguem ser capturadas pelo PIB.

As cotações de agrícolas, por sua vez, já devolveram parte das altas nas últimas semanas e, portanto, estão mais próximas dos preços de fundamentos: os modelos apontam que os preços atuais deveriam ceder cerca de 10%. Sabemos que as restrições de oferta no curto prazo tendem a manter os preços mais elevados. Entretanto, conforme os preços atuais tornam a atividade bastante rentável, a adição de área e o uso de tecnologia nas lavouras tendem a ampliar a safra nos anos subsequentes (desconsiderando problemas climáticos, é claro), trazendo um balanço entre oferta e demanda mais folgado e reduzindo as pressões de preços. Levando isso em consideração, vale explorar os principais determinantes da demanda, em especial a chinesa.

Tabela 1: Preços atuais x Fundamentos de commodities

	14/jul	fundamento	diferença
CRB	214	170	-21%
CRB - agrícola	617	550	-11%
CRB - metálicas	340	234	-31%
Minério de ferro	212	120	-43%

Fonte: Bloomberg, Bradesco

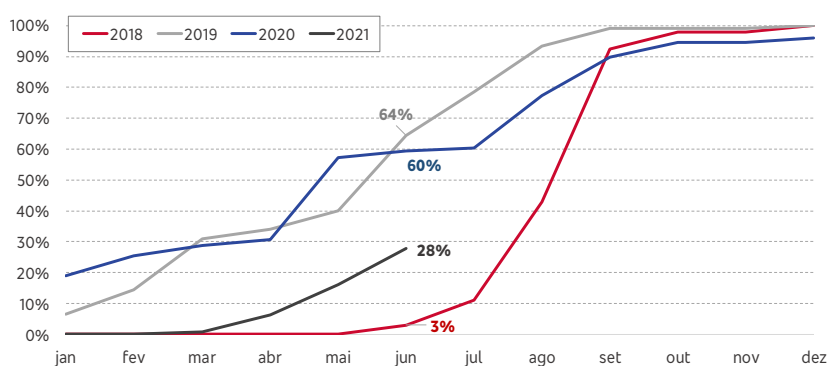
¹ A adoção de medidas mais sustentáveis leva a uma mudança estrutural na demanda de algumas metálicas. Em especial, citamos a demanda de cobre para cabeamento elétrica e de alumínio e níquel, usados em pás eólicas.

A dinâmica da economia chinesa desde a saída da pandemia tem se concentrado na oferta: indústria e investimentos têm impulsionado o crescimento. Do lado industrial, o esforço chinês sempre foi manter as atividades “abertas”, mesmo com restrições à mobilidade. Ao mesmo tempo, a elevada demanda global por bens garantiu às exportações desempenho excepcional desde o segundo trimestre do ano passado, considerando desde as vendas de materiais ligados à saúde, até eletrônicos e bens de consumo diversos. Os segmentos de infraestrutura e imobiliário também têm sustentado a economia chinesa. A forte expansão do crédito e a emissão de bonds dos governos locais explicam o bom desempenho desses importantes demandantes de commodities metálicas.

Esperamos moderação do crescimento chinês nesta segunda metade do ano, retornando a um ritmo mais próximo do observado antes da pandemia: entre 5,5 e 6%. A normalização da política monetária – em curso desde o final do ano passado – é o principal vetor dessa desaceleração, que ainda implica a demanda em níveis altos. Somado a isso, mesmo assumindo algum arrefecimento das exportações no segundo semestre, diante da expectativa de migração do consumo global de bens para serviços, essas seguirão acima da tendência histórica. Isso porque o ciclo de recomposição de estoques e de restabelecimento das cadeias globais ainda deve tomar algum tempo, levando em conta também que os vizinhos asiáticos têm se deparado com fortes restrições de produção, decorrentes da pandemia – abrindo espaço para as vendas chinesas no mercado global.

Para o setor imobiliário, além da queda da demanda, o ajuste da oferta de crédito e a queda da oferta de terras indicam arrefecimento do setor daqui para frente, após forte aceleração no período da pandemia frente à maior procura por imóveis por precaução. Há um risco adicional vindo de possíveis medidas restritivas por parte dos governos locais para frear a elevação dos preços dos imóveis. Para os projetos de infraestrutura, contudo, esperamos aceleração nos trimestres seguintes. Isso porque apenas 28% da quota anual de emissão de bonds de governos locais foi usada no primeiro semestre (ante 65% em 2019 e 2020). Há um risco nesse ciclo, dado que a liberação de projetos tem sido muito rigorosa – o que pode fazer com que nem todos recursos levantados no mercado sejam revertidos em projetos.

Gráfico 1: Emissão de bonds de governos locais, % cota anual



Fonte: CEIC

Assim, do ponto de vista da demanda chinesa, entendemos que a normalização da política econômica já avançou bastante. Daqui para frente, as medidas tendem a ser cada vez mais direcionadas e aqui destacamos o risco baixista sobre o setor imobiliário. Por outro lado, esperamos alívio para o *funding* dos governos locais (via aceleração da emissão dos bonds) e um afrouxamento da política monetária para as empresas menores – em condições financeiras mais fragilizadas decorrentes da forte elevação dos custos, via aumento dos preços das commodities. De fato, o corte do compulsório de 0,50 p.p. válido a partir de 15 de julho sinaliza a disposição das autoridades chinesas em dar suporte para a economia.

Gráfico 2: Impulso do crédito na China e preços de commodities

Varição interanual, preços de commodities com defasagem de 6 meses



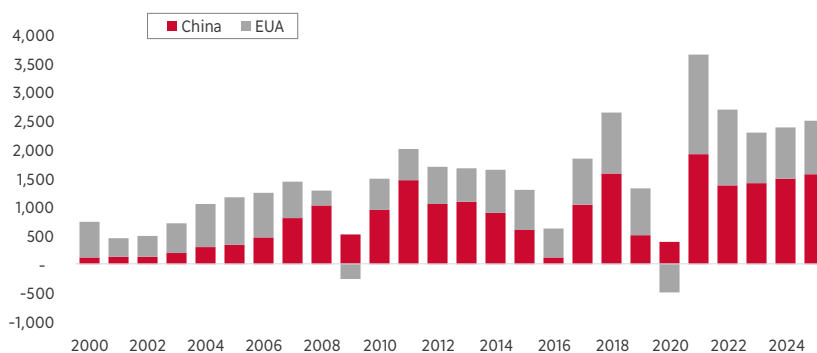
Fonte: Bloomberg

Somado a isso, devemos considerar dois importantes determinantes para a demanda de metálicas. As ações do governo chinês para controlar a emissão de poluentes são crescentes e devem ser lidas como permanentes. Os esforços para uma economia verde são um dos pilares da política chinesa e isso implica fechamento de capacidade produtiva, especialmente na produção de aço e carvão. Há quem especule que, no futuro próximo, a China acabará importando mais aço, como uma forma de “exportar poluição”. De fato, desde março são observadas restrições da produção em diversas províncias chinesas, como destaque para a cidade de Tangshan. O segundo ponto refere-se ao esforço do governo chinês em conter a alta dos preços das commodities, reduzindo o componente especulativo, segundo o governo. Ações diversas têm sido adotadas, como venda de estoques estratégicos, mudança na formação de preços (com redução do papel do mercado nesse processo), aumento das restrições financeiras, entre outros. Nosso entendimento é que essas medidas ajudam a conter o viés especulativo, mas a tendência de preços deve ser determinada pelo equilíbrio entre oferta e demanda. Sobre essa última, medidas restritivas como as adotadas no setor imobiliário tendem a ser mais efetivas.

O resultado final, para as cotações de commodities metálicas, tende a ser levemente baixista no segundo semestre. Pelo lado baixista, esperamos uma migração gradual da demanda de bens para serviços e o segmento imobiliário continua desacelerando. Ademais, a tentativa do governo chinês em conter o viés especulativo também limita as altas nos próximos meses. Por outro lado, as obras de infraestrutura devem ajudar o consumo de metálicas no segundo semestre, caso a liberação de projetos não siga tão rigorosa. Por fim, o fechamento de capacidade produtiva em momentos de demanda forte leva a pressões adicionais de preços. Tais movimentos nos apontam que, apesar da desaceleração da demanda, a restrição da oferta tende a manter os preços acima dos fundamentos.

Por fim, sabemos que a pressão de demanda não tem vindo apenas da China. O gráfico a seguir ilustra de forma simples o choque de crescimento que a economia global está enfrentando na saída da pandemia. Apenas considerando o adicional de PIB da China e dos EUA no ciclo de 2021 e 22, compreendemos boa parte da elevação dos preços das commodities. Os prometidos pacotes de infraestrutura nos EUA e os investimentos em uma economia “verde” podem já estar produzindo efeito sobre os preços de algumas commodities. Em adição, sabemos que a composição desse PIB foi muito mais concentrada no consumo de bens em relação aos serviços, com aquecimento importante do setor imobiliário. Ainda que alguma moderação do ritmo do crescimento global seja esperada para os próximos trimestres, com a normalização da política econômica (fiscal e monetária) e com os riscos da pandemia ainda presentes, o processo de imunização, a reabertura das economias, a melhora do mercado de trabalho e a poupança acumulada garantem expansão acima do padrão histórico por algum tempo.

Gráfico 3: PIB EUA e China, variação anual em US\$ bilhões



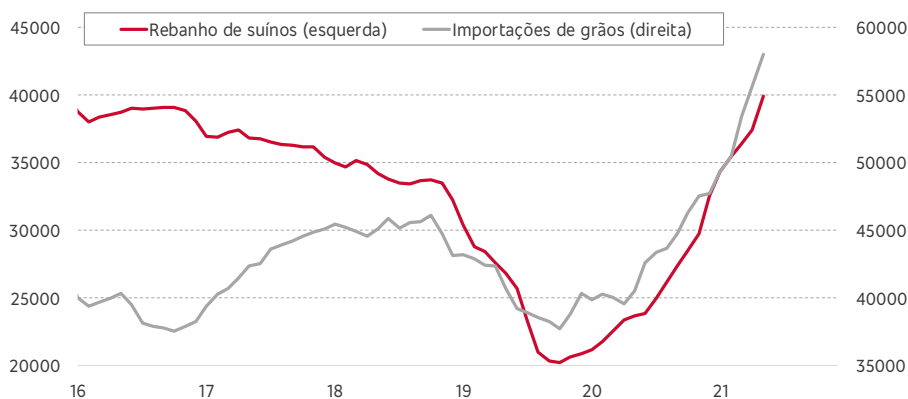
Fonte: FMI

No caso de commodities agrícolas, a demanda global, apoiada por inúmeros estímulos econômicos, também tem avançado a taxas elevadas, enquanto a oferta cresce timidamente. Para grãos, café e açúcar também enfrentam restrições de oferta de safras anteriores (grãos) ou nesta safra (açúcar e café) e calcula-se que são necessárias mais duas safras anuais positivas para ajustar o nível de estoques, que está bem abaixo da média histórica.

A mudança na criação de suínos na China exige maior consumo de grãos e tem elevado o ritmo de expansão da demanda global de soja, milho e trigo. De fato, a China deixou de ser autossuficiente na produção de milho em 2018 e passou a ser grande importadora de milho no ano passado, respondendo por 14% das importações globais. No trigo, ocorre o mesmo, mas em intensidade menor: o consumo chinês ultrapassou a produção local no ano passado, mas as importações chinesas responderam por apenas 5% das importações mundiais. Por fim, a China não é autossuficiente em soja desde 1993 e o país respondeu por quase 60% das importações mundiais no último ano safra. Com o rebanho chinês praticamente recomposto, a demanda por grãos seguirá positiva, mas em ritmo menor de crescimento. A mudança é estrutural e veio para ficar. No segundo semestre, entretanto, há uma percepção de que a produção de suínos da China tende a recuar, refletindo margens negativas na atividade. Com isso, o crescimento da demanda chinesa por grãos também tende a desacelerar, ainda que sustentada em níveis bem elevados, gerados pelo maior uso de ração na criação de suínos.

Gráfico 4: Rebanho chinês de suínos e exportações de grãos

Em 10 mil cabeças e US\$ mi acumulados em 12 meses



Fonte: Bloomberg, CEIC

Além disso, o acordo comercial firmado entre China e EUA no início de 2020 também favorece maior demanda de grãos. Isso é verdade para as compras nos EUA, o que de fato ocorreu no ano passado. Entretanto, como o país vinha de uma quebra de safra em 2019, o aumento da demanda chinesa no ano passado reduziu ainda mais a relação estoque consumo norte-americana, que se encontra no pior nível desde 2012, semelhante, portanto, a uma quebra de safra.

Por fim, a reabertura de bares e restaurantes é outro ponto importante para determinar a demanda global por alimentos. O avanço da imunização está levando a maior abertura desses estabelecimentos e a demanda por alguns alimentos não deve se alterar ou pode até mesmo se elevar daqui para a frente. Nesse sentido, não há alívio significativo da demanda para preços de agrícolas. Por isso os preços de fundamentos estão de fato mais elevados.

Com demanda ainda forte, as atenções se voltam ao tamanho da safra nos EUA e no Brasil. A safra norte-américa deve crescer, segundo estimativas do USDA. Entretanto, julho é essencial para o desenvolvimento de milho e soja. A previsão de chuvas para as próximas semanas aponta safra boa, com produtividade ainda elevada, mas os riscos seguem presentes e devem ser monitorados. No Brasil, a safra começa a ser plantada em setembro e as perspectivas são de aumento de área para soja e milho. Por enquanto, os modelos climáticos apontam para La Niña a partir de setembro, se estendendo até maio de 2022. No entanto, esses modelos têm se mostrado bastante voláteis nos últimos meses e ainda há incerteza elevada nessas estimativas. Esse quadro pode trazer perda de produtividade para o centro-sul do Brasil e Argentina. Para uma safra cheia, teríamos que ter neutralidade climática nos próximos meses, o que, combinado ao aumento de área, levaria a novo recorde da produção de soja e possivelmente também de milho.

Sem problemas climáticos, os preços tendem a continuar cedendo. Isso é especialmente verdadeiro para 2022 e 2023, quando safras positivas no hemisfério norte e sul se somam para recompor o nível de estoques mundiais. Neste ano, mesmo com safra cheia nos EUA (safra brasileira já está contabilizada), os preços devem se manter ligeiramente acima dos fundamentos.

Em conclusão, mantemos nosso cenário de preços de commodities cedendo nos próximos trimestres, sobretudo em 2022. O fortalecimento do dólar, a moderação do crescimento chinês e a adição gradual de oferta trazem esse viés baixista para os preços atuais, assim como o mercado futuro tem apontado. Ao mesmo tempo, reconhecemos que há fatores estruturais (maior demanda por metálicas gerado por sustentabilidade e por grãos na criação de suínos) e restrições de oferta de curto prazo (como fechamentos de unidades, poucos projetos entrando em operação e risco climático) que limitam o viés negativo para preços de commodities metálicas e agrícolas.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

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)