

THE VIEW

Pesquisa Econômica
06 de Março de 2019



NOVO ESTÍMULO NA CHINA: UM PARAQUEDAS PARA O CRESCIMENTO?

- 04 Crescimento chinês mais fraco ativou alarmes, mas não foi tão ruim quanto parecia
- 06 A recuperação chinesa, fomentada por um super estímulo
- 09 Transferências da China para o mundo

EXECUTIVO SUMÁRIO



Mahamoud Islam, Economista Sênior para a Ásia

+852 3665 8989

Mahamoud.ISLAM@eulerhermes.com



- Em 5 de março de 2019, na principal sessão anual do Congresso Popular Nacional, a legislatura chinesa reduziu a meta de crescimento econômico do país em 2019 para 6,0%-6,5%. O congresso também anunciou um pacote fiscal significativo de RMB 4,15 tri (5% do PIB), incluindo reduções de impostos e tarifas (RMB 2 tri) e gastos em infraestrutura (RMB 2,15 tri).
- Estes desenvolvimentos vieram em resposta à desaceleração na China e aliados a um estímulo monetário generoso, segmentado e bastante inovador, composto por cortes de taxas e medidas não ortodoxas para aumentar empréstimos para pequenas e microempresas em 30% em 2019.
- Como resultado, esperamos que o crescimento econômico na China acelere timidamente de +6,2% a/a no primeiro trimestre para +6,4% a/a no segundo semestre, já que os efeitos do estímulo fiscal orientado para o setor privado podem levar tempo até se consolidar. Por outro lado, os mercados de capitais devem reagir muito positivamente ao estímulo duplo, sem se importar com os riscos acumulados no horizonte.
- Este pacote de estímulo é diferente dos anteriores, e os canais de transmissão dentro da China e com o resto do mundo serão diferentes. Exportadores de bens de consumo e serviços de países industrializados visando a China podem ser os principais beneficiados, especialmente na medida em que as tensões comerciais entre os EUA e a China se acalmam. Por outro lado, exportadores de produtos industrializados e países com grande necessidade de financiamento no mundo emergente podem não se beneficiar tanto assim. Em todo caso, conforme o crescimento nos EUA e na Europa desacelera, a atitude decisiva da China é bastante bem-vinda.

+6.0%-6.5%

Meta de crescimento econômico reduzida da China para 2019



Foto de Unsplash

CRESCIMENTO CHINÊS MAIS FRACO ATIVOU ALARMES, MAS NÃO FOI TÃO RUIM QUANTO PARECIA

Em 5 de março de 2019, na principal sessão anual do Congresso Popular Nacional, a legislatura chinesa reduziu a meta de crescimento econômico do país em 2019 para 6,0%-6,5%. O congresso também anunciou um pacote fiscal significativo de RMB 4,15 tri (5% do PIB), incluindo reduções de impostos e tarifas (RMB 2 tri) e gastos em infraestrutura (RMB 2,15 tri).

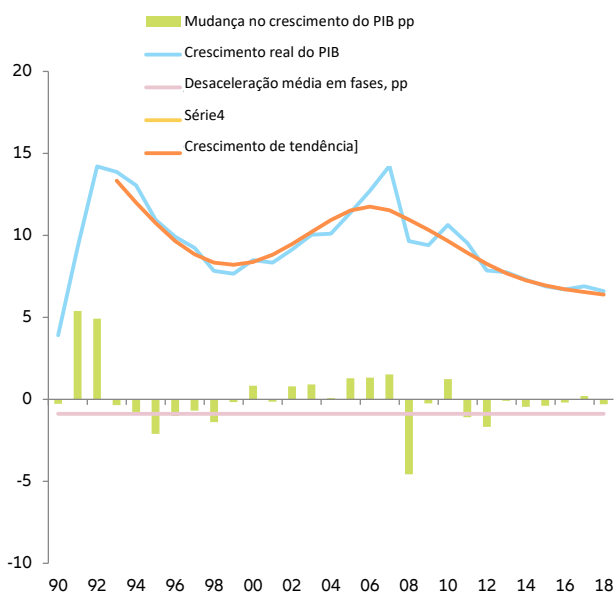
Estas medidas vieram em um momento em que as preocupações com uma desaceleração forte da atividade na China haviam ressurgido, apesar de medidas passadas para sustentar o crescimento na segunda metade de 2018. O crescimento econômico chinês desacelerou para +6,4% a/a no quarto trimestre (em relação a +6,5% no terceiro trimestre de 2018) devido à moderação nas exportações e no crescimento do consumo privado. Os indicadores de janeiro-fevereiro também indicam uma perspectiva mais branda. Embora seja

verdade que as exportações denominadas em USD tenham feito uma recuperação notável em janeiro (+9,1% a/a após -4,4% em dezembro), as importações continuaram a contrair (-1,5% após -7,6%) e as vendas de automóveis caíram pelo sétimo mês consecutivo (-15,8% a/a). Anteriormente neste ano, ressurgiram temores quanto à possibilidade de um pouso forçado na China. Crises anteriores, como a crise do financiamento na Ásia (1997-1998) e a crise financeira global (2008) arrancaram mais de -0,9pp por ano do crescimento do PIB. A desaceleração do final de 2018 não foi uma situação de crise.

O índice Li Keqiang(1), um indicador composto baseado no consumo de eletricidade industrial, volume de carga nas estradas e empréstimos fornecidos por bancos, sugere uma estabilização da atividade em dezembro. Essa estabilização foi impulsionada por um aumento no crédito (empréstimos pendentes

subindo em até +13,4% em dezembro) e no consumo de eletricidade (+8,8% em dezembro), o que foi impulsionado pelas políticas expansionistas. Os PMIs confirmam a resiliência do setor de serviços, embora o setor fabril já esteja chegando ao momento de contrair, devido às incertezas comerciais. No geral, a demanda privada continua sólida. A taxa de desemprego avaliada foi de 4,9% ao final de 2018 (após 5,0% ao final de 2017). A renda disponível per capita continua a crescer a um ritmo constante (+6,5% em termos reais em 2018). E o efeito positivo sobre a riqueza vindo do setor imobiliário (preços de novos imóveis subindo em +10,8% a/a em janeiro) sugere que o crescimento da renda disponível no primeiro trimestre será firme. Do lado corporativo, os lucros industriais cresceram em +10,3% em 2018, auxiliados por um forte primeiro semestre nesse ano.

A desaceleração do final de 2018 não foi uma situação de crise.

Figura 1: Crescimento do PIB da China – perspectiva de longo prazo

Fontes: IHS, Allianz Research

Figura 2: Rastreador de importações de bens acabados da China e chegadas de turistas chineses

* Inclui dados dos EUA, Alemanha, França, Reino Unido, Suíça, Coreia do Sul, Japão, Taiwan, Brasil e Itália

** Chegadas de turistas em Hong Kong, Coreia do Sul e Japão

Fontes: IHS, Allianz Research

Quanto ao comércio, há uma clara falta de demanda na China por bens comercializados. Construímos dois indicadores: um rastreador de importações baseado em dados dos fornecedores da China de bens acabados (bens de consumo e equipamentos) e um rastreador de demanda de consumidores por bens externos baseado nas chegadas de turistas em mercados preferidos (Hong Kong,

Coreia do Sul e Japão). A Figura 2 mostra que embora a importação de bens comercializados tenha contraído em uma base anualizada no quarto trimestre, a demanda do consumidor por bens externos seguiu bastante resiliente. Nossa interpretação aqui é de que a redução de importações da China resulta de: (i) uma correção de novos pedidos após

uma antecipação de importações dos EUA (dinâmica intracomercial); e (ii) elevação nos custos de importação devido à depreciação do RMB. Os dados sobre turistas chineses saindo do país sugere que o consumidor chinês continua gastando.

¹ Li Keqiang, Primeiro-ministro da República Popular da China, alegadamente disse que seus indicadores preferidos para medir o crescimento econômico da China são: empréstimos realizados por bancos, consumo de eletricidade e frete ferroviário. Estes comentários inspiraram a Economist a criar um índice usando essas três medidas.

A RECUPERAÇÃO CHINESA, ABASTECIDA POR UM SUPER ESTÍMULO

Esperamos uma recuperação do crescimento na China do segundo trimestre em diante graças à redução na incerteza e aos estímulos fiscais e monetários. O crescimento econômico ganhará tração até o quarto trimestre, liderado pelo crescimento mais forte na demanda doméstica. Ele pode desacelerar rapidamente no primeiro semestre de 2020, seguindo uma forte desaceleração nos EUA, mas o crescimento econômico continuará resiliente a +6,4% em 2019 e +6,2% em 2020.

Menos incertezas relacionadas ao comércio

A recente comunicação do governo Trump sugere que chegaremos a uma normalização nas relações entre os EUA e a China até o segundo trimestre de 2019. Isso é crucial, uma vez que incertezas contínuas quanto a negociações

comerciais levaram empresas estrangeiras e nacionais a adiar gastos e novos pedidos. Calculamos que a incerteza nas políticas econômicas cortou o crescimento do comércio global em -0,45 ppt em 2018, em comparação com o impacto direto de 0,3 ppt das tarifas mais altas.

Um impulso fiscal focado no setor privado

Embora em março de 2018 o governo tenha se comprometido a um orçamento prudente (cortando a meta de déficit pela primeira vez desde 2012), o tom mudou na segunda metade do ano, conforme o crescimento começou a desacelerar. Desde então, o governo começou a anunciar uma onda de reduções de impostos para empresas com intensa atividade de P&D, lares e, recentemente, PMEs. As reduções corre-

sponderam a RMB 1,3 tri no último ano. O governo também começou a acelerar a aprovação de projetos para gastos em infraestrutura. Este ano, não há lugar para ambiguidade. A postura fiscal é claramente expansionista, com a meta de déficit elevada para -2,8% do PIB em 2019 (em relação a -2,6% em 2018). A via fiscal (multiplicadores fiscais aumentaram de 0,75 em 2001-2008 para 1,4 em 2010-2015, enquanto o multiplicador de crédito reduziu de 0,17 para zero ao longo do mesmo período) é sempre uma favorita chinesa. A dívida geral do governo representa 50% do PIB e tem uma baixa exposição a investidores externos (a dívida externa do governo é de cerca de 2% do PIB).

+6.4%

Crescimento econômico em 2019



Photo from Unsplash

Com cortes de impostos de RMB 2 tri e RMB 2,15 tri em títulos especiais localizados do governo para sustentar projetos de infraestrutura, o valor das medidas expansionistas equivale grosseiramente a 5% do PIB. Ainda que seja um valor substancial, o tamanho e as características deste pacote são diferentes em relação aos anteriores, especialmente o de 2008-2009. O valor é semelhante (cerca de RMB 4 tri), mas é muito diferente em termos do PIB (5% do PIB contra 12,5% do PIB). Ademais, a composição é diferente. Enquanto 71% do pacote anterior constituíam gastos em infraestrutura, o atual é rela-

tivamente equilibrado, com 48% centrados em cortes de impostos e 52% em gastos com infraestrutura. Por fim, o estímulo mais recente é altamente segmentado, focando nos lares e setores-chave para o desenvolvimento econômico chinês (empresas privadas com atividade intensa de P&D, especialmente PMEs, por exemplo) e setores enfrentando dificuldades. A China reduzirá a alíquota atual de imposto de valor agregado (IVA) para os setores fabril (para 13% a partir de 16%), transportes e construção civil (para 10% a partir de 9%).

O impacto levará mais tempo para se consolidar, já que as reduções de imposto são menos significativas do que os gastos em infraestrutura: o impacto é indireto e depende da confiança. Além disso, as reduções de impostos devem impulsionar o consumo e o investimento produtivo do setor privado (na agricultura e na fabricação, por exemplo).

Inovação monetária segmentada

As autoridades já implementaram várias medidas para impulsionar o crédito bancário para o setor privado. As Proporções de Exigência de Reserva (RRR, sigla em inglês para Reserve Requirement Ratios) foram reduzidas cinco vezes no último ano para liberar capital bancário para empréstimos adicionais. Isso foi acompanhado por novas regulações (especialmente no quarto trimestre de 2018) para encorajar os bancos a emprestarem para o setor privado. Na Conferência Central de Trabalho Econômico de dezembro, as autoridades mudaram a atitude da política monetária de “prudente e neutra” para “prudente com brandura e rigidez apropriadas”. O Primeiro-ministro Li Keqiang confirmou o suporte segmentado para a economia em seu discurso inaugural da segunda sessão do 13o Congresso Popular Nacional.

Pre vemos um corte de 200bp nas RRR este ano para 11,5% para grandes instituições e um corte na taxa de juros oficial de 25bp (estável a um nível baixo). Pesquisas de Liu e Spiegel mostram que um corte nas RRR aumenta a extensão do crédito ao elevar atividades bancárias oficiais. Isso é crucial em uma época em que os regulamentos têm sido mais estritos quanto a atividades não oficiais.

Além dessas medidas tradicionais, o PBoC/CBRC adotou uma série de novas medidas para impulsionar o capital do banco (títulos perpétuos) e o uso da meta de crédito para acelerar a realocação de capital para o setor privado. Uma vez que os shadow bankers estão com sua atividade

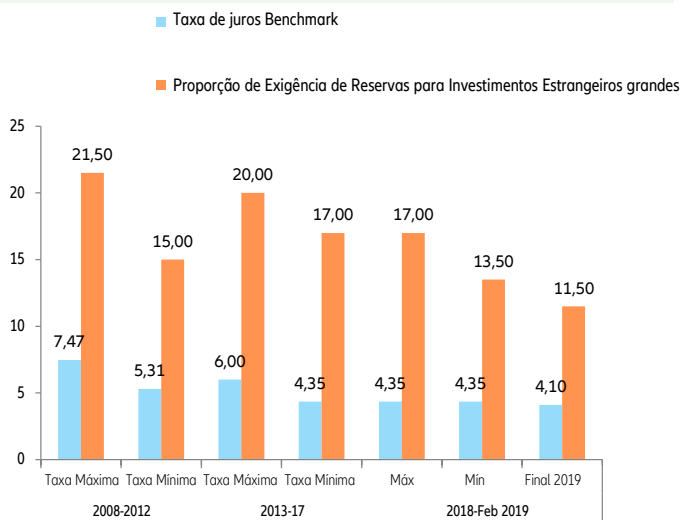
mais limitada, os bancos enfrentam um risco de crédito maior (aumento nos créditos não produtivos), os recursos ficam mais limitados e o setor privado e, especialmente, as PMEs têm dificuldades para acessar financiamento. As autoridades chinesas adotaram medidas para liberar liquidez (através de cortes de RRR e injeções de liquidez), fornecer mais incentivos a bancos para que emprestem para o setor privado (linhas de crédito de médio prazo segmentadas, por exemplo) e impulsionar fontes alternativas de financiamento (títulos corporativos com garantias de mitigação de risco de crédito; e mercado de capitais com intervenções de apoio temporárias).

Já há sinais de que essas políticas estão funcionando. O financiamento social total pendente, uma medida que inclui formas oficiais e extraoficiais de financiamento da economia, subiu levemente em janeiro (+10,4% após +9,8% em dezembro), seguindo um aumento contínuo nos empréstimos oficiais. Os empréstimos extraoficiais continuaram fracos, prejudicados pela regulamentação estrita. Olhando para as pesquisas bancárias, o crédito doméstico para o setor privado subiu para 13% a/a (em comparação com uma média de 12,6% em dezembro de 2018). Também surgiram boas notícias nos mercados financeiros, onde finalmente começamos a ver um crescimento no apetite de risco: a bolsa de valores de Xangai subiu em 18% entre o final de 2018 e o final de fevereiro de 2019. Do lado fiscal, a aceleração nas aprovações de projetos de infraestrutura levou a uma recuperação nos investimentos de infraestrutura. Após desacelerar para +3,3% ytd a/a em janeiro-

setembro, o investimento nominal em infraestrutura recuperou-se para 3,8% ytd a/a em janeiro-dezembro. O impacto dessas medidas deve impulsionar os mercados de capitais com: uma tendência positiva para o mercado de capitais este ano, baixo rendimento governamental (3% no final de 2019, após 3,3% no final de 2018 para o rendimento de 10 anos) e uma taxa de câmbio RMBUSD estável a 6,7 (após 6,6 no ano passado).

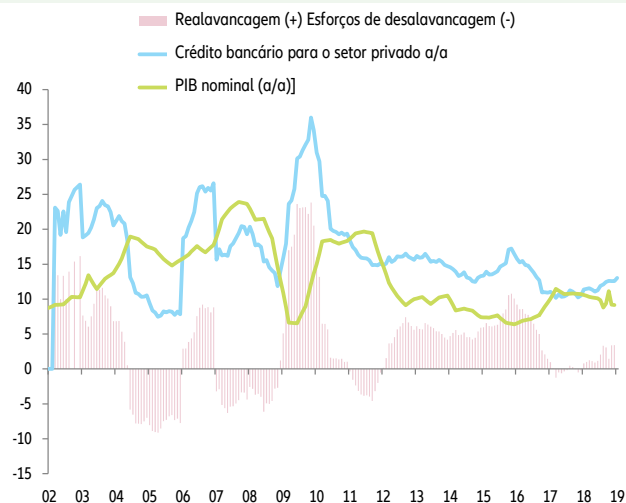
- Maior vulnerabilidade financeira. Após um período de desalavancagem na estabilização do crédito para o crescimento do setor privado, claramente estamos entrando em uma fase de realavancagem (ver Figura 4). A vulnerabilidade financeira continuará a subir conforme o endividamento do setor privado aumentar.
- Risco de crédito elevado. Prevemos que as insolvências corporativas crescerão em +20% este ano. A rentabilidade corporativa deve ser baixa devido às pressões de queda sobre os preços: o índice de preços para o consumidor da China aumentou em 0,1% a/a em janeiro de 2019, em relação a +0,9% a/a no mês anterior. Além disso, as empresas terão dificuldades para acessar o crédito de shadow bankers, que forneceram cerca de 16% do crédito agregado em 2012-2016.

Figura 3: Política monetária de relance: Taxa de Juros Benchmark e Proporção de Exigência de Reservas



Fontes: WIND, Allianz Research

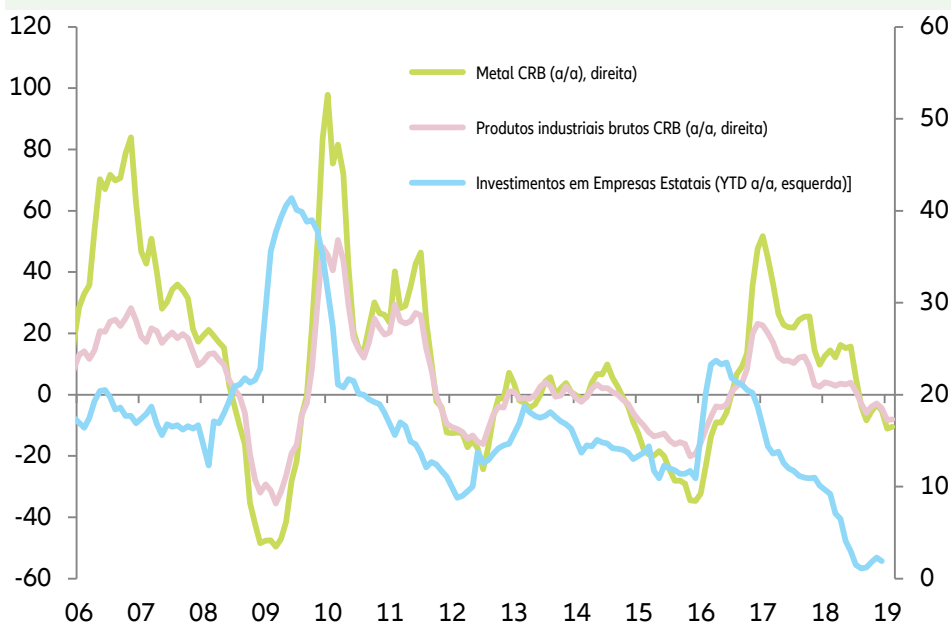
Figura 4: Crédito privado bancário e crescimento nominal do PIB



Fontes: IHS, Allianz Research

TRANSFERÊNCIAS DA CHINA PARA O MUNDO

Figura 5: Investimento da China em Empresas Estatais e indicadores de preços de produtos indus-



Fontes: IHS, Allianz Research

Esperamos que a China contribua 1pp para o crescimento econômico global pelo quarto ano consecutivo em 2019 e dê um segundo impulso para o comércio global.

Esse estímulo especial será particularmente benéfico para produtores de bens de consumo e serviços estrangeiros, em contraste com os estímulos anteriores, quando as Empresas Estatais chinesas (ver Figura 5), principais impulsores por trás da demanda de produtos industrializados, foram os

principais beneficiados.

O estímulo monetário chinês não deve ter uma transferência muito forte devido à deterioração no saldo das contas correntes ao longo dos últimos dez anos, mas também no valor de reservas cambiais detidas pelo PBOC. De fato, as contas correntes encolheram para 0,4% do PIB em 2018 (em relação a 10% em 2007) e esperamos que neutralizem em 2019. As reservas cambiais caíram em -23% entre junho de 2014 e janeiro de 2019. Neste contexto, a China deve

manter os fluxos de saída de capital sob controle através de regulamentos estritos e ser mais seletiva em seus investimentos. Os mercados contemplados pela Belt and Road Initiative (BRI) serão os principais beneficiários, e os mercados ASEAN e do Leste Europeu receberão a maior parte dos fluxos de saída de Investimento Direto Estrangeiro Chinês em 2019.

Diretor de Publicações: Ludovic Subran, Economista-chefe
Euler Hermes Allianz Economic Research
1, place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense Cedex | França
Telefone +33 1 84 11 35 64 |
Uma empresa do grupo Allianz

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>
research@eulerhermes.com



[euler-hermes](#)



[eulerhermes](#)

DECLARAÇÕES PROSPECTIVAS

As declarações contidas neste documento podem incluir prospectos, declarações de expectativas futuras e outras declarações que são baseadas nas visões e suposições atuais da administração e envolvem riscos e incertezas conhecidos e desconhecidos. Os resultados, desempenhos ou eventos reais podem diferir materialmente daqueles expressos ou implícitos em tais declarações prospectivas.

Tais desvios podem surgir devido a, sem limitação, (i) mudanças nas condições econômicas gerais e situações competitivas, particularmente nos principais negócios e principais mercados do Grupo Allianz, (ii) desempenho dos mercados financeiros (particularmente volatilidade de mercado, liquidez e eventos de crédito, (iii) frequência e gravidade dos sinistros por perdas seguradas, incluindo catástrofes naturais, e desenvolvimento de despesas com perdas, (iv) níveis e tendências de mortalidade e morbidade, (v) níveis de persistência, (vi) particularmente no negócio bancário, a extensão dos descumprimentos de crédito, (vii) níveis de taxas de juros, (viii) taxas de câmbio incluindo a taxa de câmbio euro/dólar, (ix) alterações em leis e regulamentos, incluindo

regulamentos fiscais, (x) o impacto das aquisições, incluindo questões de integração relacionadas, e medidas de reorganização, e (xi) fatores competitivos gerais, em cada caso em uma base local, regional, nacional e/ou global. Muitos desses fatores podem ocorrer de maneira mais provável, ou mais pronunciada, como resultado de atividades terroristas e suas consequências.

SEM DEVER DE ATUALIZAR

A empresa não assume nenhuma obrigação de atualizar quaisquer informações ou declarações prospectivas aqui contidas, salvo por qualquer informação cuja divulgação seja exigida por lei.