

Impactos globais da desaceleração econômica chinesa

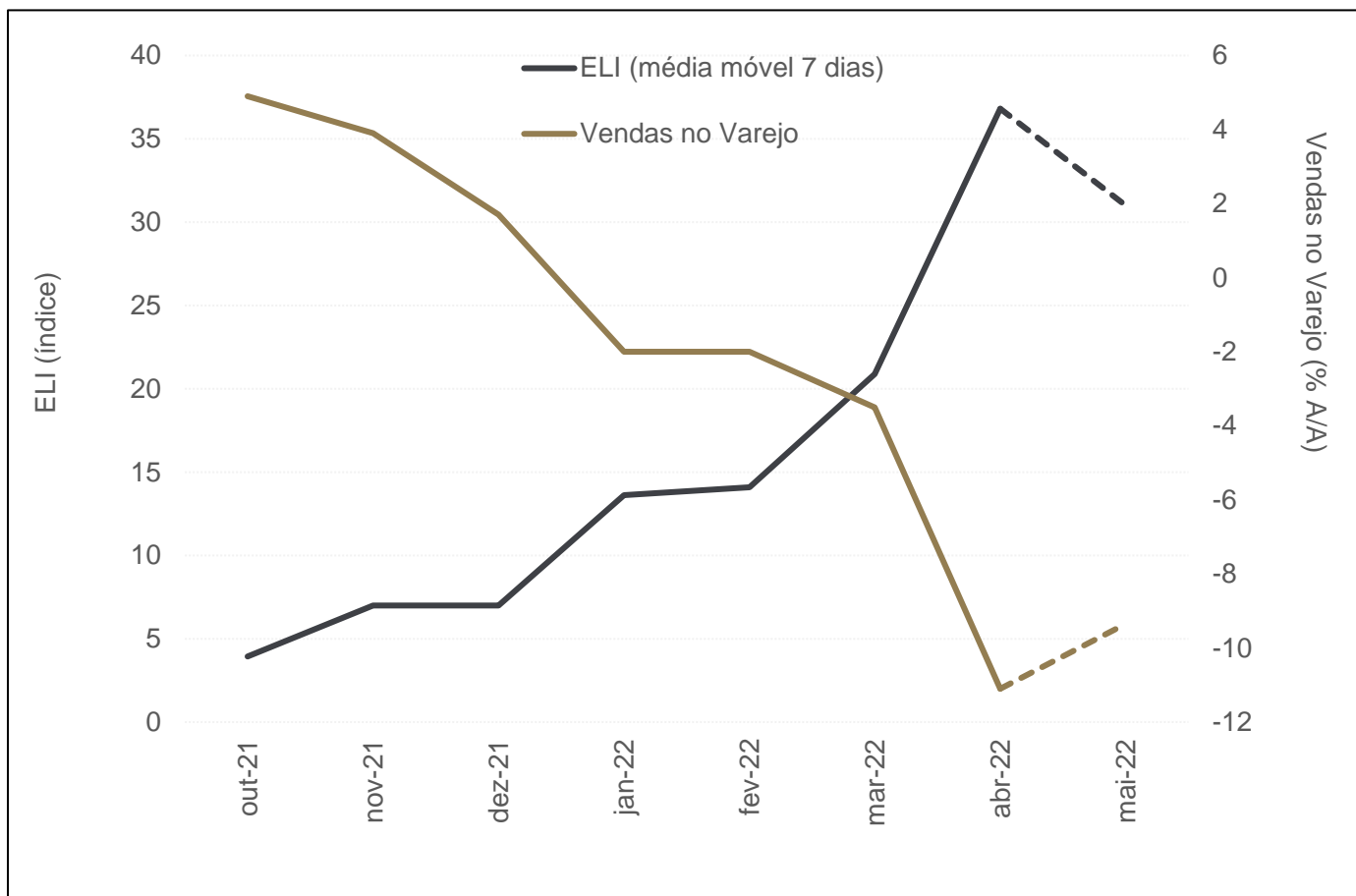
Enquanto as perspectivas econômicas globais apontam para o pico das taxas de inflação logo no início do segundo trimestre de 2022, elas passaram a contar com a desaceleração do PIB mundial neste ano, com a sua acentuação em 2023 e com a probabilidade de recessão em economias desenvolvidas, principalmente nos EUA, no final do ano que vem ou no início de 2024. Os candidatos tradicionais que explicam a piora das perspectivas sobre o crescimento econômico nos EUA, na Zona do Euro e no Reino Unido são as expectativas de elevação das respectivas taxas básicas de juros e os efeitos corrosivos da inflação elevada sobre os salários e as margens de lucro de pequenas e médias empresas (as quais têm menor capacidade de remarcação de preços em relação ao índice geral).

As elevações dos juros básicos e a desaceleração relativamente lenta da alta inflação nessas economias, alimentada pela menor oferta generalizada de mão de obra, tendem a derrubar as taxas de crescimento do PIB via desaquecimento, tanto do consumo das famílias quanto dos investimentos das empresas de menor porte. No entanto, enquanto essas razões justificam as reduções das projeções de expansão econômica nos próximos 12 a 18 meses, o “vai e volta” da pandemia e das políticas de confinamento (ou Lockdown) na China explicam o desaquecimento do PIB global nos próximos 6 a 12 meses por conta da desaceleração do comércio global de bens e serviços. Para se ter uma ideia, o consenso das projeções de elevação do PIB norte-americano, da Zona do Euro e chinês se encontram, respectivamente, em 2,5% (ante 3,5% há alguns meses), 3% (em relação a 4% em fevereiro) e 4% (contra 5,3% em março). Estes números contribuem muito para que as expectativas de expansão do PIB global sejam iguais ou menores do que 3% em 2022 e 2023 e para que o Fed e o banco central europeu limitem a elevação dos juros básicos, respectivamente, a 3,25% e 1% até a primeira metade do ano que vem (apesar das projeções de inflação para o final do primeiro semestre de 2023 permanecerem ainda elevadas nessas duas regiões).

Após a reincidência da contaminação pelo Covid em Shanghai e em províncias adjacentes entre a primeira metade de março e o final de abril, Beijing passou a registrar a rápida incidência de casos desde o início de maio. Dada a política de “Tolerância Zero” com a disseminação da doença e a consequente adoção imediata de medidas de Lockdown pelo governo chinês, as vendas no varejo em

abril desabaram 11,1% em relação ao mesmo período do ano passado e em comparação a -3,5% (também anual) em março. A tendência em maio aponta para mais um tombo das vendas no varejo (entre -8,5% e -9,5%) em função da reincidência da doença em Beijing e em províncias próximas menores.

Nós baseamos a nossa estimativa para a queda das vendas no varejo em maio no Índice Efetivo de Lockdown (Effective Lockdown Index, ELI), calculado diariamente pelo banco Goldman Sachs até 18 de maio, de modo que a extrapolação do ELI até o final de maio, que é necessária para a nossa projeção de queda das vendas no varejo no mês passado, fica por nossa conta.



Fontes: Goldman Sachs, National Bureau of Statistics, Kairós Capital

A probabilidade relativamente elevada de reincidência do Covid na China, combinada com a política de “Tolerância Zero” com a reinfeção provocada pela doença, implica que as vendas no varejo atinjam

-3,7% em 2022. Logo, segundo os nossos cálculos, se políticas governamentais compensatórias focadas no estímulo ao crédito tanto às famílias (sob a forma de crédito ao consumidor e à compra do primeiro imóvel) quanto à atividade industrial não se fortalecerem mais do que atualmente (qualitativamente e conjunturalmente), o PIB chinês pode desacelerar para 3,4% em 2022.

Só para lembrar, as principais medidas recentes adotadas pelo governo para estimular a economia são:

- (i) No âmbito monetário, quantitativamente, a redução adicional do recolhimento compulsório em 0,25%, trazendo o recolhimento médio entre os depósitos bancários para 8,10%, a redução da taxa anual de empréstimo para 3,70% e a de 5 anos (fundamental para o crédito imobiliário) para 4,45%, e a diminuição da taxa de desconto nas operações overnight para 1,41%. Essas medidas vão na direção do estímulo do crédito ao consumidor no curto prazo (varejo) e no longo prazo (financiamento imobiliário), à produção industrial e ao investimento da indústria manufatureira em máquinas e equipamentos, principalmente os de alta tecnologia;
- (ii) Ainda no lado quantitativo, o governo visa promover a redução de taxas e impostos para as pequenas e médias empresas a fim de estimular o capital de giro e a oferta de bens no varejo assim como a produção corrente e os investimentos em máquinas e equipamentos da indústria;
- (iii) Qualitativamente e institucionalmente, o governo central está se movendo na direção da facilitação e da rapidez na aprovação de projetos de infraestrutura conduzidos pelas províncias por meio da flexibilização da legislação e de (rígidas) regras atuais de governança e controle nas áreas ambiental, de energia e incorporação imobiliária;
- (iv) Para estimular os investimentos das províncias em infraestrutura, o governo central está buscando a flexibilização das normas de emissão para veículos de financiamento dos governos locais, programados em \$ 550 bilhões (3% do PIB) para 2022, além da facilitação do uso de fundos dos governos locais não utilizados em 2021 (1,7% do PIB) para gastos. O objetivo é estimular o crescimento real dos investimentos em infraestrutura dos governos locais para pelo menos 8% em 2022 e ainda “carregar” um pedaço desse montante para 2023;

- (v) Finalmente, com o intuito de mitigar a crise no setor de construção e imobiliário, o governo central indicou tanto a facilitação legal da utilização das receitas das empresas de incorporação imobiliária originadas de vendas antecipadas de imóveis quanto o suporte à emissão de títulos de dívida (denominados em renminbis) emitidos pelas incorporadoras localmente.

As medidas acima mostram que o governo central visa compensar a forte desaceleração esperada do PIB e das vendas no varejo (associada à reincidência da pandemia), flexibilizando a regulação e aumentando os estímulos monetários e de crédito no setor industrial, imobiliário e de investimento em infraestrutura. O cenário A da tabela a seguir mostra os principais setores que utilizamos para o cálculo do PIB chinês e descreve que, à luz dos estímulos governamentais atuais, os investimentos em ativos fixos (IAF, que abrangem investimentos privados em máquinas e equipamentos industriais, em infraestrutura e ativos imobiliários) não são suficientes para compensar a queda anual das vendas no varejo a ponto de levar o PIB para 4%.

2022					
		Cenário A (China)		Cenário B (China)	
	Pesos	Variação %	Contribuição (%)	Variação %	Contribuição (%)
Varejo	20.8%	-3.6	-0.75	-3.6	-0.75
IAF	37.9%	7.5	2.85	8.3	3.15
Prod Ind	41.3%	3.2	1.34	4.0	1.66
PIB	-	3.44	-	4.06	-

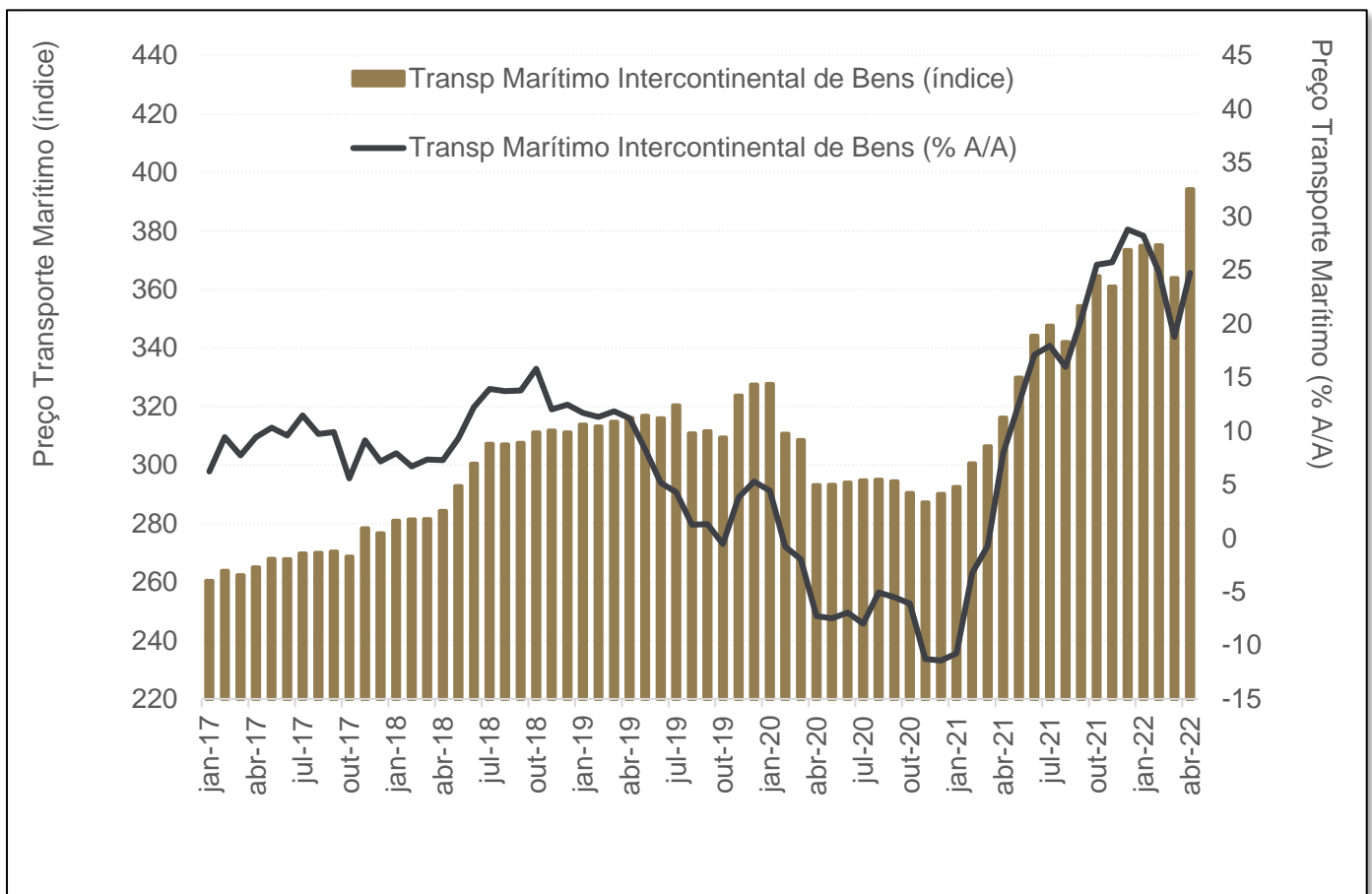
Fontes: National Bureau of Statistics, Kairós Capital

Para fins comparativos, o cenário B da tabela acima mostra o esforço mais expressivo de crédito, tributário e regulatório que o governo necessita fazer para compensar os efeitos do Covid e da queda das vendas no varejo a fim de levar o PIB para o intervalo entre 4% e 4,5%.

É claro que o governo chinês tem recursos mais do que suficientes para levar o PIB para 4% (ou até 5%, no limite), mas a incerteza sobre a reincidência do Covid, mesmo com a elevada taxa de vacinação, e a política de confinamento “Tolerância Zero” fazem com que a dispersão das projeções para o PIB chinês em 2022 seja enorme, entre 3% e 4,5% atualmente. Na dúvida, a probabilidade de o PIB chinês permanecer perto de 3,5% é maior do que a de ficar acima de 4%.

O que este “presente da China” significa para o crescimento econômico do mundo desenvolvido, especialmente para os EUA e para a Zona do Euro?

No caso dos EUA, além da desaceleração chinesa ter significativos impactos inflacionários por meio dos abalos da cadeia global de oferta de insumos e de bens semimanufaturados industriais, ela reduz o tamanho do comércio global (igual à soma de exportações e importações globais), afetando as exportações e as importações de bens e serviços norte-americanos. Sintomaticamente, o índice de transporte marítimo intercontinental de bens dos EUA e a sua variação percentual anual atingiram suas máximas em abril de 2022, exatamente quando a China adotou a política (mais recente) e severa de confinamento.



Fontes: Federal Reserve Bank of St. Louis, Kairós Capital

No âmbito do crescimento do PIB, o efeito sobre os EUA da desaceleração chinesa aparece sob a forma da queda real anual das exportações líquidas (igual à diferença das exportações e das importações de bens e serviços, descontada a inflação). Por um lado, a dificuldade de se importar mais bens e serviços relativamente menos caros aumenta os custos e a inflação e, ao mesmo tempo, reduz a quantidade física importada, diminuindo a eficiência, a produtividade e a capacidade de oferta potencial do PIB.

	2022				
	Pesos (%)	Cenário A (EUA)		Cenário B (EUA)	
		Variação	Contribuição	Variação	Contribuição
Consumo Pessoal	69.8	3.0%	2.09%	3.0%	2.09%
Investimento Privado	18.2	2.7%	0.49%	2.7%	0.49%
Exportações Líquidas	6.7	-5.5%	-0.37%	-9.5%	-0.64%
Gastos do Gov (Cons, Inv)	16.9	0.1%	0.02%	0.1%	0.02%
PIB	-	2.24%	-	1.97%	-

Fontes: U.S Bureau of Economic Analysis, Kairós Capital

Por outro lado, além dos efeitos desaceleradores da alta esperada da taxa básica de juros nos EUA (que deve chegar a 2,75% a 3% no final do ano e a 3,25% a 3,5% em meados de 2023) sobre o consumo das famílias e sobre o investimento privado, a queda das exportações líquidas tende a ser uma draga adicional sobre o PIB em 2022. No cenário A da tabela logo acima, a diminuição das exportações líquidas é de apenas 5,5% ao ano, implicando o PIB projetado de 2,24%, enquanto que a redução descrita no cenário B é de 9,5% ao ano, contribuindo para o PIB de 1,97% em 2022. Estes resultados parecem exagerados, mas não são. As exportações líquidas norte-americanas caem atualmente quase 26% ao ano (com importações crescendo quase 10% e exportações expandindo pouco mais de 4% ao ano), de modo que a queda das importações e das exportações líquidas para -9,5% a -5,5% acompanharia a desaceleração econômica dos EUA. É importante mencionar, finalmente, que não há muito espaço fiscal para forte aumento dos gastos no âmbito federal, do Congresso e nas finanças públicas estaduais, de modo que assumimos uma elevação de gastos totais do governo de apenas 0,1% em 2022.

A história na Zona do Euro muito se assemelha à dos EUA, com a diferença que as exportações líquidas caem menos (os pesos das exportações e das importações são quase equivalentes na Zona do Euro e a performance exportadora da região, principalmente a alemã, supera a norte-americana) e há um espaço fiscal para gastos programados relativamente maiores na área do euro. Este quadro pode sustentar o PIB acima de 2% em 2022, como descrito na tabela a seguir.

	2022		
	Pesos (%)	Cenário (Zona do Euro)	
		Variação	Contribuição
Consumo Pessoal + Inv Privado	74.5	2.2%	1.65%
Exportações Líquidas	4.0	-2.7%	-0.11%
Gastos do Gov (Cons, Inv)	21.5	2.8%	0.60%
PIB	-	2.1%	-

Fontes: Eurostat, Kairós Capital

O viés que aponta para revisões de PIB para baixo na China, nos EUA e na Zona do Euro em 2022 e 2023, atualmente, é a principal força que limita a expectativa de alta dos juros básico nos EUA para 2,75% a 3% e para 1% na Zona do Euro em 2022, apesar das pressões inflacionárias associadas às restrições de oferta de commodities e produtos semi-industrializados, e da oferta distorcida e limitada de mão de obra em ambas regiões. Ao mesmo tempo, a inflação tende a permanecer acima de 3% nas duas economias até o final de 2023, o que significa que os recados dos bancos centrais das duas regiões na direção de altas menos acentuadas de juros do que os mercados de juros precificam miram a convergência da inflação para 2% apenas em 2024. Enquanto paciência é a regra do jogo para os bancos centrais, a inflação persistente e elevada é o nome do jogo em 2022 e, em menor escala, em 2023. De todo modo, ainda nos parece difícil crer que juros básicos que alcançam pouco acima do neutro como sugere o FED serão capazes de realizar a convergência da inflação para as metas.



Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | www.kairoscapital.com.br

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Gestão de Recursos

Signatory of:

