



DESMOND SOON

Portfolio Manager and Head of Investment Management, Asia (ex-Japan)

“Trocando tempo por espaço” ~ ditado chinês

China: o que esperar para os próximos seis meses

À luz das preocupações sobre o aumento da alavancagem da China, a estabilidade do yuan, as saídas de capital e os riscos para as economias emergentes, o Portfolio Manager e Diretor de Gestão de Investimentos da Ásia (ex-Japão), Desmond Soon, compartilha a sua visão sobre o que podemos esperar dos mercados financeiros da China nos próximos seis meses. Ele inclui detalhes sobre por que pensamos que uma crise da dívida na China não é provável, as salvaguardas adotadas para ajudar a garantir a estabilidade financeira e as providências que a China está adotando para incentivar mais investimentos estrangeiros.

Uma Crise da Dívida na China é Improvável

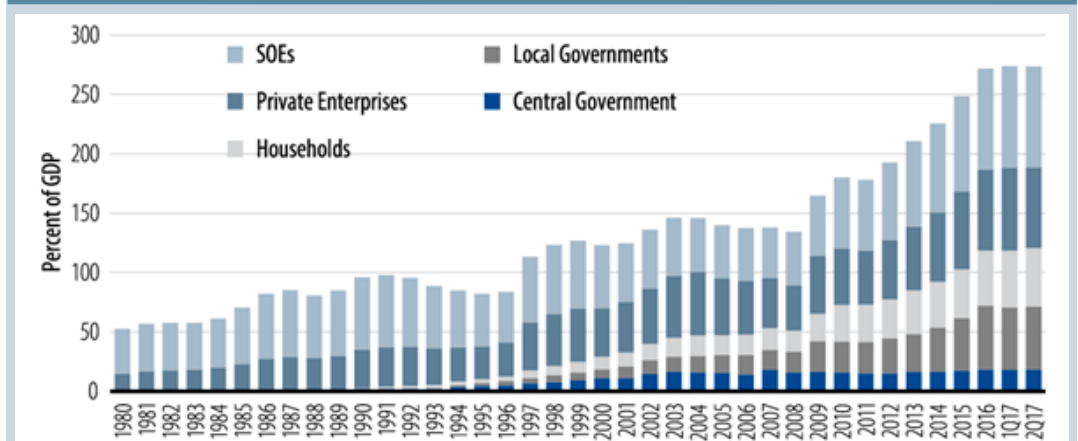
O crescimento econômico na China ultrapassou as previsões dos analistas no 1º semestre. A inflação, tanto ao consumidor quanto ao produtor, estabilizou-se, enquanto indicadores como o Índice de Gerentes de Compras (PMI), as exportações e o Índice de Início de Construção de Casas se recuperaram. Contra este pano de fundo econômico robusto, as ações chinesas, os spreads de crédito e o yuan chinês (CNY) desconsideraram o rebaixamento de um notch da Moody's para a nota de crédito soberano da China, para A1, no último dia 24 de maio. A agência de avaliação de crédito citou um aumento nos passivos contingentes do governo devido a um aumento substancial da dívida em toda a economia.

A dívida total da China aumentou rapidamente para mais de 260% do PIB de 160% em 2008 – alarmante no contexto de uma economia em desenvolvimento. O crescimento da alavancagem tem sido provocada principalmente pelo aumento da dívida emitida por governos locais, empresas privadas e empréstimos de empresas estatais (SOEs), especialmente aquelas em indústrias com excesso de capacidade (por exemplo, aço e produção de carvão). Por outro lado, os níveis de dívida do governo central chinês e das famílias permanecem baixos e gerenciáveis (Quadro 1).

- As preocupações com uma crise financeira do estilo “Lehman” na China são exageradas. A China não é uma economia emergente típica e as autoridades contam com instrumentos de política econômica únicas para gerenciar a magnitude e o ritmo da desalavancagem.
- O presidente Xi está buscando um programa agressivo de desalavancagem voltado para empresas privadas altamente endividadas e estatais não estratégicas com excesso de capacidade. Uma estratégia de crédito com foco na prevenção de riscos idiossincráticos pode ser mais frutífera do que um hedge macroeconômico contra o “risco-China”.
- Os investidores chineses acumularam um grande montante de dólares, bem acima de suas dívidas em moeda estrangeira. Um período de estabilidade e força do yuan chinês pode levar a uma desmontagem cíclica de posições compradas em dólar.

Quadro 1

Níveis de dívida da China, crescentes desde 2008, maioria no setor não-governamental



Fonte: Deutsche Bank, PBOC, CBRC, CIRC, SAFE, NBS, MOF, CEIC, WIND, Chinabond.com.cn, Trustee Association of China, SAC, HKMA, mídia. Até 30 Jun 17, nota 1) eliminamos a sobreposição de diferentes canais de financiamento, e 2) classificamos LGFV dentro de dívidas de governos locais.



**MELHOR
GESTOR
RENDA FIXA
2016**

No entanto, a China não é um país emergente comum, dado o seu tamanho, influência e os excepcionais instrumentos de política econômica nas mãos de suas autoridades. O governo chinês acredita que, se conseguir reduzir o ritmo de crescimento da alavancagem da economia, os níveis da dívida em relação ao PIB diminuirão ao longo do tempo, desde que a economia cresça (nominalmente) cerca de 8% ao ano (PIB real de 6,5% mais inflação de 1,5%). Esta abordagem gradualista é traduzida pela expressão chinesa “Trocando tempo por espaço”, muitas vezes citada pelos políticos chineses. Como investidores, entendemos essa expressão no sentido de que o crescimento econômico sólido, aliado ao tempo, levam a uma melhora da dinâmica da dívida. Além disso, também precisamos examinar vários fatores atenuantes e os instrumentos de política econômica que tornam a China diferente da economia emergente típica altamente endividada.

Em primeiro lugar, o aumento dos níveis de endividamento na China são predominantemente denominados no CNY, enquanto o endividamento externo (principalmente em dólar) permanece modesto. Os detentores da dívida chinesa são principalmente investidores domésticos, e há pouca dependência dos mercados externos para o financiamento. Até recentemente, os mercados de capitais chineses eram basicamente fechados e as participações estrangeiras em ações e títulos chineses eram extremamente baixas. Por isso, são poucos os credores estrangeiros da China e sempre existe a opção – quando a situação se tornar realmente crítica – de as autoridades chinesas comprarem dívidas incobráveis em CNY, uma resposta de política econômica análoga ao US Troubled Asset Relief Program (TARP)¹.

Em segundo lugar, a maior parte da dívida local é formada por bancos estatais que emprestam a empresas estatais ou governos locais. Portanto, a possibilidade de que os empréstimos interbancários chineses possam congelar – da maneira que aconteceu pós-Lehman em 2008 – é extremamente baixa, já que as entidades são comandadas pelo Estado chinês.

Em terceiro lugar, as autoridades chinesas criaram um enorme programa de alívio da dívida ao trocar os títulos de veículos de financiamento do governo local (LGFVs) por dívidas municipais. Este programa de swap de títulos municipais, no valor de CNY 9,5 trilhões (US\$ 1,4 trilhão), permitiu que a dívida de curto prazo e com taxas altas previamente emitida pelos governos locais fosse trocada por títulos de longo prazo, com taxas equivalentes a 120% da taxa paga pelos títulos soberanos chineses (CGBs). Os “novos títulos municipais” são comprados pelos bancos chineses, pois são elegíveis como garantias de operações compromissadas. O “LGFV-to-Muni bond swap” reduziu com sucesso o ônus do serviço da dívida dos governos locais, e uma política similar para as empresas estatais com excesso de capacidade também pode ser estudada.

Finalmente, a maioria dos estudos de caso de sustentabilidade da dívida em economias emergentes altamente endividadas nunca trataram com uma economia em desenvolvimento com o tamanho e influência da China. Por exemplo, a China possui uma grande base de poupança doméstica, grandes reservas de moeda estrangeira, amplitude fiscal, controles de capital e flexibilidade na gestão da moeda, além de usufruir o status de ter uma moeda que faz parte dos direitos especiais de saque (SDR) do FMI – todos instrumentos de política econômica não disponíveis para o país emergente típico. O ponto é que o crescimento da China desafia a própria noção do que deve ser definido como uma economia emergente, já que a China saltou do nada para se tornar a segunda maior economia do mundo.

As Autoridades Chinesas Estão Lidando com a Alavancagem

Em 25 de abril, o presidente Xi Jinping afirmou que “a segurança financeira é uma parte importante da segurança nacional e uma base importante para o desenvolvimento estável e saudável da economia”. Na medida em que a China combate a alavancagem excessiva, existem temores que seus esforços resultem em uma

¹ O TARP foi um programa do governo americano para atravessar a crise do sub-prime, que tinha o objetivo de “limpar” o balanço dos bancos dos chamados “créditos podres”

queda acentuada do crescimento econômico e leve a grandes defaults. No entanto, os dados econômicos do 3º trimestre dão segurança e um pano de fundo robusto para o controle da alavancagem em escala nacional. É verdade que houve um aumento nos defaults: 80 títulos locais inadimplentes em 2016, acima de apenas 20 em 2015 e cinco em 2014. Porém, houve pouco contágio, já que a maioria dos emissores era formada por empresas privadas menores em indústrias por natureza mais arriscadas.

No sistema bancário chinês, é fato que os empréstimos inadimplentes (NPLs) aumentaram e continuam os debates sobre o valor real desses empréstimos (oficialmente em CNY 1,5 trilhões ou 1,7% do total de empréstimos em circulação). No entanto, as autoridades chinesas contam com uma série de instrumentos para lidar com o aumento de ativos ruins. Em primeiro lugar, como resultado de uma política regulatória rigorosa, os bancos chineses têm reservas elevadas para perdas, que atualmente cobrem os NPLs existentes em mais de 180%. Em segundo lugar, os bancos chineses são bastante lucrativos para os padrões globais, com ROE ao redor dos 15%; geram CNY 3,3 trilhões (aproximadamente US\$ 492 bilhões) de lucro operacional pré-provisionamento, anualmente. Por último, grande parte dos empréstimos bancários da China é apoiada por garantias (geralmente imobiliárias) que apreciaram ao longo do tempo. Corroborando a nossa visão, a Moody's mudou recentemente sua visão do sistema bancário chinês de negativa para estável, citando: "A revisão reflete nossa expectativa de que as taxas de geração de empréstimos inadimplentes permanecerão relativamente estáveis nos níveis atuais" e "... com base em nossa avaliação de que a adoção por parte do governo de políticas mais coordenadas para limitar o "shadow banking"² ajudará a mitigar os riscos para os bancos e resolver alguns desequilíbrios importantes no sistema financeiro".

Além dos esforços regulatórios, o Banco do Povo da China (PBoC) tem apertado a liquidez com sucesso e as taxas de juros locais vem se firmando desde o início de 2017. Como consequência, os rendimentos dos títulos do governo chinês (CGBs) subiram 50-60 pontos base no ano (Quadro 2).

Quadro 2

Taxas de juros chinesas se firmando



Fonte: Bloomberg, em 21 Jul 17

Consideramos esses dois desenvolvimentos como o reflexo de uma mudança deliberada de política por parte da autoridade monetária, de modo a enfrentar possíveis riscos financeiros associados ao desenvolvimento de bolhas de ativos. Ao aumentar as taxas de juros, as autoridades estão trabalhando com as instituições

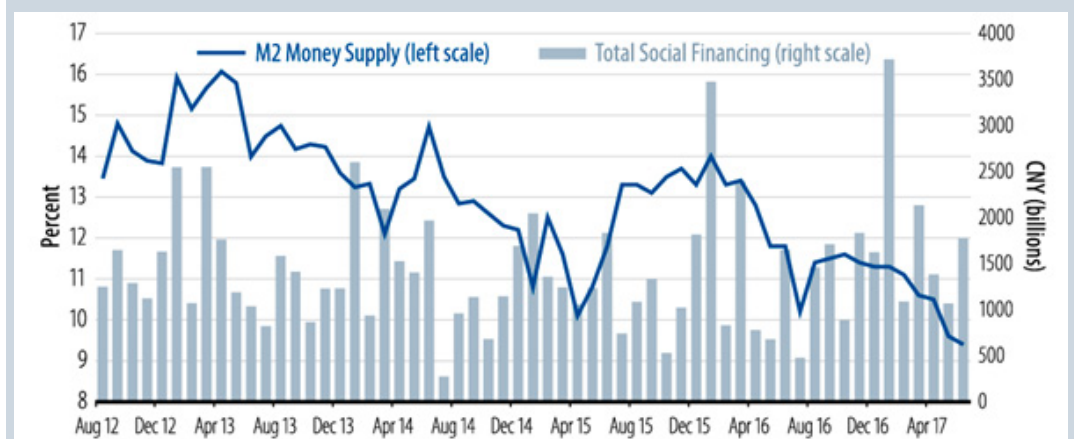
² *Shadow banking*: sistema financeiro formado por instituições não bancárias, e que concedem crédito à margem dos balanços dos bancos. O principal exemplo são os chamados *Wealth Management Products* (WMPs).

financeiras para reduzir os excessos do shadow banking.

Finalmente, a combinação de persuasão moral e aperto monetário parece estar pronta para subir de nível. Durante a recente Conferência Nacional do Trabalho Financeiro, que se reúne apenas uma vez a cada cinco anos, acredita-se que o Presidente Xi tenha instruído as empresas estatais chinesas a reduzir seus níveis de dívida. Isso pode implicar a criação de um novo super-regulador financeiro (com o PBoC desempenhando um papel mais importante) para controlar os riscos crescentes nas empresas estatais (SOEs). Os reguladores financeiros da China continuaram a reforçar a supervisão e a regulamentação. No 1º trimestre, o PBoC incluiu formalmente os Wealth Management Products (WMPs) em seus indicadores de Avaliação Macro Prudencial (MPA). A Comissão Chinesa Reguladora dos Bancos (CBRC) introduziu um conjunto de diretrizes rigorosas que exigem que os bancos sejam mais conservadores em sua classificação de empréstimos, acelerem a eliminação de NPLs, levistem capital e acompanhem de perto os Veículos de Propósito Específico (SPVs) e os WMPs. Os dados do BIS publicados recentemente sugerem alguma desalavancagem no setor corporativo, e o PBoC também baixou com sucesso as taxas de crescimento do M2 e do Financiamento Social Total (TSF) (Quadro 3).

Quadro 3

Queda das taxas de crescimento do M2 e do Financiamento Social Total (TSF)



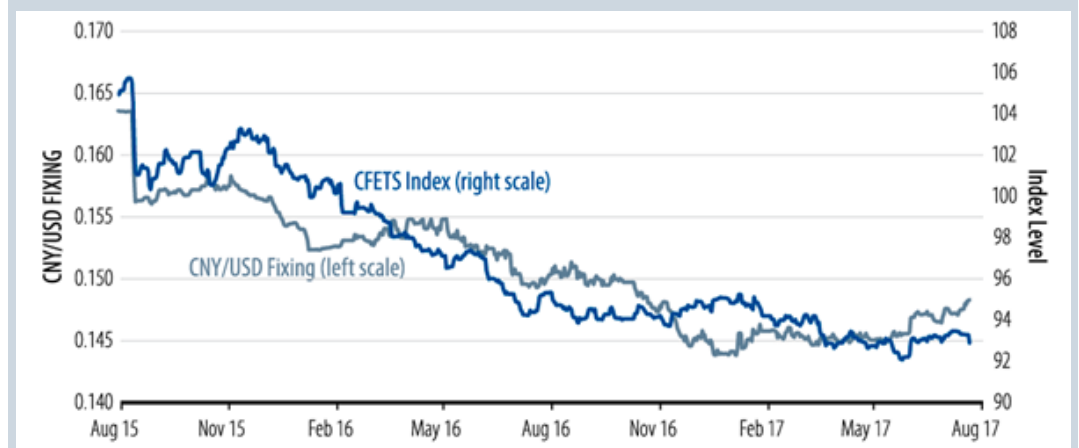
Fonte: Bloomberg, em 30 Jun 17

Nossa visão é que as autoridades chinesas vem conduzindo o exercício de desalavancagem de forma controlada, de modo a não comprometer o bom funcionamento do sistema financeiro e arriscar um hard landing da economia. Na verdade, para o início do importante 19º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês, mais tarde este ano, a estabilidade macro é de suma importância. Dito isto, estamos monitorando de perto o aperto da política monetária, avaliando eventuais erros de política econômica, consequências não intencionais ou contaminações negativas.

O Yuan e o Risco de Saídas de Capital

O PBoC corrige a taxa de câmbio do CNY versus o USD com base em uma cesta de 24 moedas ponderadas pelo seus pesos na balança comercial (China Foreign Exchange Trade System – CFETS) diariamente às 9h15 em Beijing. Este ano, até maio de 2017, a cesta do CFETS se depreciou para um mínimo de 92,09 de 94,82. No entanto, no final de maio, o PBoC introduziu um “fator anticíclico” não especificado no mecanismo de fixação do CNY, com o objetivo de combater as pressões de desvalorização especulativa. Posteriormente, a cesta do CFETS apreciou-se para acima de 93 (Figura 4).

Quadro 4
CNY/USD vs cesta do CFETS



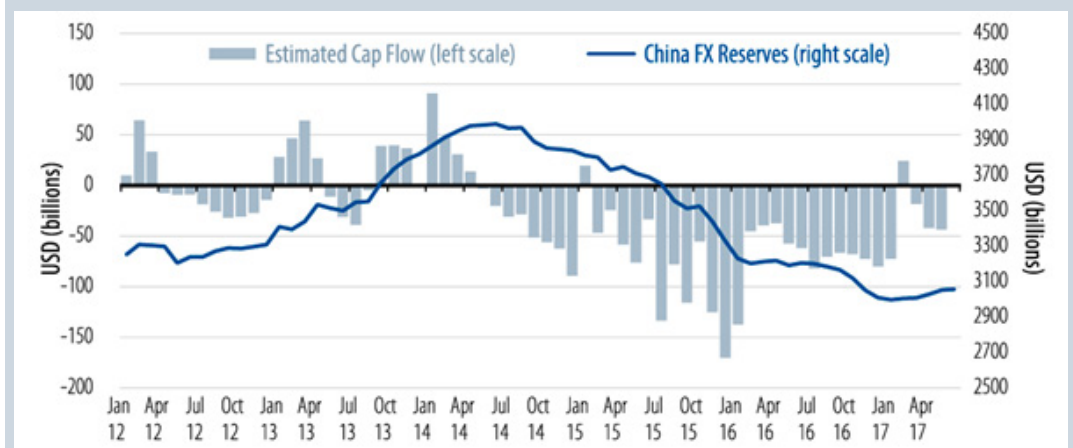
Fonte: Bloomberg, em 21 Jul 17

Fundamentalmente, com controles de capital aperfeiçoados, avaliamos que o CNY deve permanecer relativamente firme em relação à cesta de moedas, impulsionado pelos grandes excedentes comerciais da China, crescimento econômico relativamente alto e pelo diferencial de taxas de juros em relação às moedas das economias desenvolvidas. O movimento bidirecional do CNY em relação ao dólar dependerá, em grande parte, das tendências mais gerais do próprio dólar, em particular em relação ao euro, uma vez que a Zona do Euro é o segundo maior parceiro comercial da China (e, portanto, o segundo maior peso no CFETS, com 16,3%). Com taxas de juros relativamente atraentes de 3,5% a 4,0%, esperamos que o yuan chinês tenha um desempenho superior às moedas locais da Ásia em termos de retorno total.

Desde que as saídas de capital atingiram o pico em dezembro de 2016, a Administração Estatal do Câmbio mudou gradualmente os controles sobre as saídas de capital, incluindo onerar os indivíduos ao converter seus CNYs (limite de US\$ 50.000) para moedas estrangeiras. Em meados de junho, a CBRC solicitou aos bancos que realizassem análises de risco e checassem empréstimos a grandes empresas privadas, incluindo Dalian Wanda, HNA Group, Fosun e Anbang Insurance, que haviam feito grandes aquisições no exterior. Dados recentes mostram que as saídas de capital se estabilizaram em torno de US\$ 40 bilhões por mês (Quadro 5), mas alguns estudos sugerem que o desejo de empresas e indivíduos chineses para mover fundos para o exterior permanece forte – desacelerado apenas em função dos controles de capital mais apertados.

No entanto, vale a pena notar que as reservas internacionais da China são extremamente altas e excedem em muito as suas dívidas. De acordo com dados do FMI de dezembro de 2016, os ativos externos líquidos da China, excluindo as reservas internacionais do PBoC, situavam-se em torno de US\$ 3,4 trilhões. Embora concordemos que o caso de amor chinês com ativos offshore represente uma diversificação prudente, em nossa avaliação uma quantidade substancial de demanda especulativa por dólar também tem o seu papel.

Quadro 5
Saídas de capital

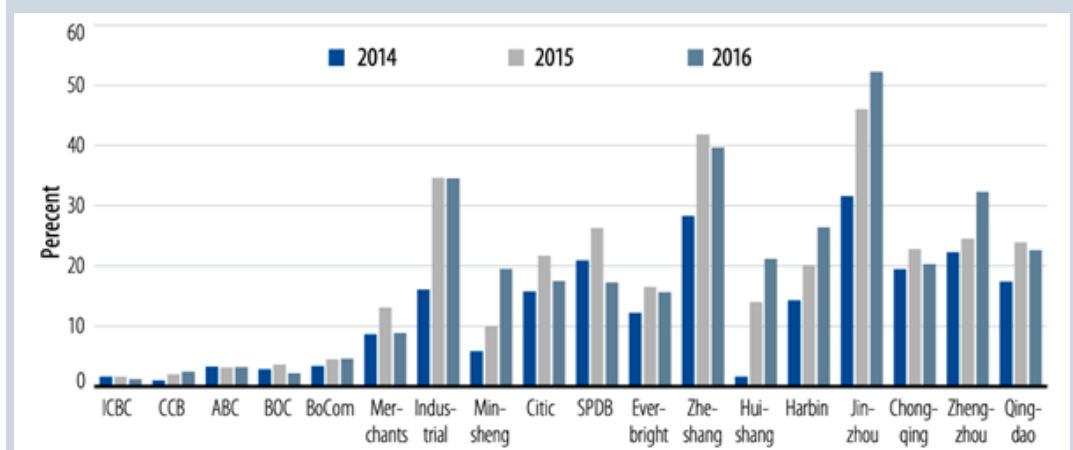


Fonte: Bloomberg, em 31 Jun 17

Oportunidades e Riscos para os investidores

Para os investidores que continuam cautelosos com a China, acreditamos que as apostas em uma repetição do colapso do estilo “Lehman” na China provavelmente não serão lucrativas. Como explicamos anteriormente, as autoridades chinesas dispõem de instrumentos de política econômica suficientes para gerenciar a magnitude e o ritmo de desalavancagem sem provocar um *hard landing* da economia. Tendo dito isso, o presidente Xi está implementando um programa agressivo e abrangente de desalavancagem, que pode eliminar empresas privadas mais fracas e mais alavancadas e SOEs menos estratégicas. Por conseguinte, estratégias que se concentrem na prevenção de riscos idiossincráticos serão mais frutíferas do que um hedge macroeconômico contra a China, como por exemplo vender a descoberto o CNY/CNH. Para ilustrar, a Figura 6 mostra que as participações no balanço dos Wealth Management Products (WMPs) variam amplamente entre os bancos chineses.

Quadro 6
Bancos chineses - recebíveis (% do total de ativos)



Fonte: Company Reports, Nomura, em 2 Set 16

Os principais bancos chineses possuem de 2% a 3% de WMPs em seus balanços, enquanto que para os bancos menores e regionais, os WMPs podem atingir 40% a 50% do balanço patrimonial. Portanto, não é recomendável generalizar a exposição dos bancos chineses aos WMPs e sugerir um risco sistêmico.

Os investidores chineses têm investimentos significativos em dólar, bem acima de suas dívidas na moeda norte-americana, devido às expectativas generalizadas de um dólar mais forte e uma fuga de capitais. Se essa mentalidade mudar (ainda que devagar) ao longo de um período de estabilidade ou de apreciação do CNY/CNH, a demanda reprimida, juntamente com os movimentos recentes de inclusão das ações chinesas “A” (domésticas) e títulos da China nos principais índices de mercado, poderia levar a uma significativa apreciação do CNY/CNH.

Do ponto de vista do risco, somos conscientes de que este cenário para a China depende fortemente do cenário central da Western Asset de taxas de juros globais benignas, da redução do balanço do Fed e das políticas do presidente dos EUA, Donald Trump. À medida que a atenção muda da economia para a política quando nos aproximamos da 19ª Conferência do Partido neste outono, as perguntas variam de como o presidente Xi gerenciará as transições do Comitê Permanente, com cinco dos sete membros que se espera que se aposentem este ano, às suas intenções após 2022, quando o seu segundo mandato termina. Além disso, em segundo plano, continua delicada a questão da Coreia do Norte, que representa um risco geopolítico “conhecido-desconhecido” de imenso impacto negativo caso um conflito militar em grande escala se iniciasse na península coreana. Embora não esperemos nenhum resultado negativo da Conferência do Partido, continuamos preocupados com a situação da Coreia do Norte, a qual continuaremos monitorando cautelosamente. Sobre este tema, a única certeza que temos é de que ninguém realmente sabe o que vai acontecer.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada (“Western Asset”) e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

Prêmio Troféu Benchmark – Melhor Gestor de Renda Fixa 2016 - Revista Investidor Institucional, edição de Fevereiro 2017 – maiores informações sobre a apuração da premiação podem ser obtidas na própria revista. A premiação não se refere a nenhum fundo em específico.

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.

Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.