

1/8 Introdução

- Bolha de crédito tem como contrapartida no lado real da economia:
 - Excesso de oferta de *real estate* (evidência anedótica de Suzhou);
 - Excesso de capacidade em alguns setores da indústria pesada (cimento, aço, carvão, vidro, estaleiros,...).

- Percepção (PBoC e CBRC) de que credor não precifica risco corretamente:
 - *Defaults* são inevitáveis e até bem vindos (percepção de risco melhora fluxo de crédito futuro).

- Três temas:
 - *Rebalancing* está acontecendo?
 - Qual o impacto da digestão dos excessos existentes sobre crescimento econômico?
 - Necessidade de política anticíclica incompatível com *rebalancing*?

2/8 Na medida em que excessos são digeridos, a economia desacelera

- Efeito direto: setor de *real estate* (e outros setores relacionados) estimado entre 16% e 23% do PIB.
- Perigo reside nos efeitos indiretos, que podem atuar como amplificadores:
 - Colapso financeiro (à la “*Lehman moment*”);
 - Colapso do consumo (*levered losses* à la Atif Mian e Amir Sufi);
 - *Drag* para crescimento de longo prazo (*debt overhang* à la Reinhart e Rogoff).

3/8 Colapso financeiro ou de consumo parecem pouco provável

- Ausência de condições necessárias para amplificador financeiro na China:
 - Analogia do sistema financeiro americano pré-crise com redes neurais: interconectado, complexo, e opaco;
 - Se o sistema financeiro da China fosse uma rede neural, praticamente todos os nodos levariam ao governo (como se tudo fosse Fannie Mae e Freddie Mac; ou BB, Caixa e BNDES).

- Assim como ausência de condição necessária para “*levered losses*”:
 - Não há *link* entre preço de imóveis e consumo das famílias.

(DNA do governo está em quase todas as operações de crédito)

- Em geral, uma operação de crédito possui um (A) credor e um (B) devedor, às vezes, um (C) garantidor e um (D) intermediador/distribuidor.
- Na China, governo aparece com (A), (B), (C) ou (D) em quase todas as operações do *Total Social Financing*:
 - (A) credor: operações de crédito dos bancos comerciais;
 - (B) devedor: dívida pública (governo central); LGFV (governos locais); *corporate bonds* (SOEs);
 - (C) garantidor: *bank acceptances*;
 - (D) intermediador: *trust products*; *entrusted loans*.
- Poucas exceções: *trust funds* (mas governo aparece como *shareholder*) e *e-financing* (Alibaba, www.lufax.com; www.jimubox.com, ...).

4/8 *Debt overhang* será um problema sério

- Solução será trazer “crédito ruim” para balanço do governo (dívida pública):
 - Qualitativamente igual ao que os EUA fizeram (ver *Flow of Funds*)...
 - ...mas sem defasagem entre diagnóstico e tratamento (em um país democrático, difícil justificar *bail out* maciço do sistema bancário argumentando que o contra factual seria pior).
- Em teoria, “japonificação” é possível. Depende da magnitude do salto na dívida pública. Ponto de partida parece mais favorável à China.

5/8 Rebalancing já está acontecendo

- Choque exógeno: aumento da propensão marginal a consumir:
 - Em 2009, tema era como fazer famílias consumirem (melhor sugestão era desenvolver o *social safety net*);
 - Hoje, mudança de comportamento é consenso (especialmente dos “jovens”).

- O que aconteceu nos últimos cinco anos?
 - *Rise of middle class* (fenômeno global, que inclui o Brasil): crescimento sustentável em países com mediana de renda per capita abaixo de 10 a 100;
 - *One child policy* (específico): geração mais velha cresceu em economia agrícola e carrega traumas da *Great Famine* (1959 a 1961) = propensão marginal a poupar elevada.

6/8 Estabilidade social parece sob controle

- Pós-massacre da Praça da Paz Celestial, estratégia para reestabelecer legitimidade era melhorar qualidade de vida:
 - Mais recentemente, crescimento econômico não se traduz necessariamente em melhora na qualidade de vida.

- Governo está trabalhando em outras frentes para ganhar legitimidade:
 - Campanha anti-corrupção;
 - Melhora na qualidade de vida (meio ambiente, especialmente qualidade do ar, e urbanização).

- Apesar da desaceleração econômica, mercado de trabalho "apertado":
 - *Rebalancing* de setor capital-intensivo para setor trabalho-intensivo;
 - SOEs proibidas de demitir (Bao Steel contratando);
 - Demografia: PIA não cresce mais, menor migração (Lewis point?);
 - Empresas tem reportado dificuldade para contratar.

7/8 Espaço para políticas anticíclicas ainda sem comprometer o *rebalancing*

- Desvalorização cambial, e estímulos monetário (firmas pequenas e crédito rural) e fiscal (urbanização) específicos:
 - Até agora nada “anormal”, crescimento do ano fechado é o que importa (ou seja, 1º tri é teste, 2º tri é ajuste);
 - Incômodo com sinalização. O que acontece no caso de desaceleração econômica mais brusca, e estímulo for incompatível com *rebalancing*?

- Reformas estruturais acontecendo no “ritmo chinês”.

MARKETS

China Expands Trial to Liberalize Foreign-Currency Deposit Rates

June 26, 2014 2:13 a.m. ET

MARKETS

China Will Allow Banks to Set Yuan-U.S. Dollar Rates for Retail Customers

People's Bank of China Will Scrap Bid-Ask Spread Controls of Dollar-Yuan Trading

Updated July 2, 2014 10:25 p.m. ET

8/8 Outras observações gerais

- País de engenheiros (*policy makers*, mercado financeiro, setor real) agora cheio de economistas ortodoxos (inclusive no governo!)
- Mais mulheres comandando reuniões.
- Jovens de Beijing ocidentalizados.
- Beijing cada vez mais descaracterizada.