

07 de dezembro de 2006

A vulnerabilidade do crescimento indiano

Apesar do falatório por todo lado de que a economia chinesa está superaquecida, a Índia mostra sinais ainda mais fortes de superaquecimento. Embora a taxa de crescimento do PIB indiano, de 8,9% seja menor do que a do PIB chinês (10,4%), ela parece menos sustentável. Para julgar se a economia está muito aquecida, é necessário comparar a expansão da demanda real com a oferta potencial, ou seja, a taxa de crescimento sustentável. Apesar do crescimento da Índia ter sido muito forte nos últimos anos, sua sustentabilidade é ainda muito menor do que a da China, o que expõe mais a sua economia a riscos de superaquecimento e crescimento da inflação.

O duplo dígito da taxa de crescimento da China pode parecer um sinal de perigo, mas os problemas não são tantos quanto parecem. A inflação está apenas em 1,4% e a China tem uma boa expansão da conta corrente (que é igual à diferença entre poupança e investimento), o que sugere excesso de oferta em vez de excesso de demanda, caracterizada pela baixa precificação de ativos. O preço médio das casas cresceram menos de 6% nos últimos 12 meses. E os preços das ações aumentaram somente 42% nos últimos 4 anos. Até a expansão de crédito bancário desacelerou para uma taxa anual de 15%, não muito mais acentuada do que o crescimento do PIB nominal.

Isto contrasta com a economia indiana, que mostra um alarmante número de sinais que indicam que as coisas foram longe demais. A inflação do preço ao consumidor tem crescido a quase 7%, bem acima da média asiática de 2,5%. Um recente relatório de Robert Prior-Wandesforde do HSBC encontra muitos outros sinais de excessos. Por exemplo, em uma pesquisa de 600 companhias pelo Conselho Nacional de Pesquisas de Economia Aplicada, 96% das firmas relataram que eles estavam operando perto ou até mesmo acima de seus níveis ótimos de capacidade de utilização, o maior número já registrado. As firmas estão também experimentando uma séria carência de trabalhadores qualificados e os salários estão crescendo muito rapidamente. O custo total de salários para as companhias nos seis meses anteriores a setembro foi 22% maior do que no ano anterior, representando uma aceleração quando comparado com o crescimento médio de 12%a.a. nos últimos 4 anos.

A previsão do déficit da conta corrente indiana cresceu para 3% do PIB neste ano de 1,5% em 2003 – um sinal clássico de excesso de demanda. Os empréstimos bancários totais expandiram em 30% no ano passado, próximo ao maior recorde já registrado.

O mercado imobiliário e de ações indiano também parece inflado. Propostas do Banco Central, em novembro, de aumentar o limite de exposição dos bancos ao mercado de ações e controlar empréstimos inadimplentes apenas amorteceu levemente o otimismo exagerado. Os preços das ações estão quase quatro vezes o seu nível em 2003. A relação P/L (Preço/Lucro) indiana está em 20x, bem acima da média dos mercados emergentes asiáticos (14x). O preço das casas atingiu também o teto: Chetan Ahya of Morgan Stanley estima que os preços nas grandes cidades mais que dobraram nos últimos dois anos. Financiamentos imobiliários cresceram 54% no ano até junho (segundo os últimos dados disponíveis), e financiamentos para propriedades comerciais cresceram mais de 100%.

As autoridades parecem relutantes a admitir que o crescimento econômico excedeu o seu limite de velocidade nos últimos três anos. Eles preferem acreditar que a Índia se tornou uma outra China, capaz de

manter crescimento sempre acelerado sem o aumento da inflação. Palaniappan Chidambaram, o ministro das finanças, disse que a economia indiana vai continuar crescendo mais de 8% nos próximos anos.

A evolução da taxa de crescimento indiana tem aumentado, mas ainda não está nem perto das taxas chinesas. Contudo a recente aceleração da Índia na maior parte reflete um *boom* cíclico, graças ao afrouxamento da política monetária e fiscal. O Banco Central da Índia elevou, sua principal taxa de juros em 1,5p.p. para 6% nos últimos dois anos, mas a inflação cresceu mais aceleradamente, levando a taxa real de juros para seu menor nível histórico. Isto torna a economia mais vulnerável a um *hard landing*.

A Índia não pode crescer tão rápido quanto a China sem aumentar a inflação por causa das baixas taxas de investimento, particularmente em infra-estrutura, e por causa do mercado de trabalho. Os últimos números oficiais, até março de 2005, registraram 30% do PIB em investimentos, comparado como os 45% anunciado oficialmente pela China. Entretanto, alguns acreditam que um boom de investimentos também pode não ser muito saudável. Um recente relatório de Surjit Bhalla da Oxus Investments, uma empresa de pesquisa econômica e gestora de Hedge Fund, causou agitação ao estimar que os investimentos até 2007 vão alcançar entre 38% e 42% do PIB. Tal investimento, ele diz, permitiria que a Índia sustentasse crescimento anual de 10% do PIB. Infelizmente, Mr. Bhalla estima que a taxa de investimento é muito alta. A menos que a taxa de poupança (29% do PIB em 2004-05) tenha também aumentado repentinamente nos últimos dois anos, uma taxa de investimento de 40% implicaria em um déficit da conta corrente que fecharia em torno de 10% do PIB.

Quando o presidente chinês, Hu Jintao, teve reuniões com o primeiro ministro indiano, Manmohan Singh, em Dehli no início do mês, eles concordaram que havia espaço para ambos os países prosperarem no seu “super populoso” continente asiático. Isto é, entretanto, apenas um sonho: acreditar que agora a Índia pode correr tão rápido quanto a China. Para isto ainda, seria necessária uma maior taxa de investimento compatível com o nível de poupança e um mercado de trabalho mais flexível.

Tradução analisada do artigo “Too Hot to Handle” Revista The Economist de 25 de novembro de 2006.

Disclaimer

Nossas indicações são de caráter exclusivamente informativo, expressando opiniões pessoais baseadas em dados fundamentalistas, de forma que não nos responsabilizamos por eventuais perdas de capital do investidor/leitor. A decisão por tipo de investimento é de responsabilidade do cliente. Os dados financeiros foram obtidos através de fontes disponíveis no mercado financeiro, sendo que a Solidus se reserva o direito de fazer eventuais correções, sem prévio aviso. O relatório foi elaborado de forma independente e autônomo, inclusive em relação a Solidus SA CCVM.

O analista responsável pelo presente relatório declara que:

- a) As sugestões (recomendações) aqui mencionadas refletem única e exclusivamente opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma inclusive em relação a Solidus SA CCVM;
- b) Não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado;
- c) A Solidus SA CCVM não possui em suas carteiras administradas quantidade igual ou superior a 1% do capital social da empresa analisada, e não está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- d) Não possui quantia igual ou superior a 5% de seu patrimônio pessoal investido em ações da empresa objeto de estudo, e não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- e) Não recebe ou recebeu remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo da análise no relatório divulgado, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia;
- f) Sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante não está atrelado às precificações de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório. O analista esclarece que, assim como outros funcionários da SOLIDUS SA CCVM, recebe bonificações semestrais de acordo com o desempenho da SOLIDUS, mas a sua bonificação está vinculada ao desempenho da Solidus e não com as indicações realizadas.