

Nesta edição

- O que esperar da China em 2009
- Dragonomics analisa efeitos e capacidade responsiva da China à crise internacional

Curtas

- Revisão do PIB de 2007 eleva a China à terceira economia mundial
- Brasil sobretaxa pneus chineses
- Enfraquecimento da demanda por aço acelera fusões e aquisições no setor
- Em busca de liquidez, investidores internacionais vendem participações em bancos chineses

Editorial

O que esperar da China em 2009

Ano novo, novos desafios! No início de 2008 a política macroeconômica do governo chinês estava voltada para o combate à inflação, cujos índices registravam recordes históricos. Bancos chineses foram orientados a reduzir significativamente volume de empréstimos e elevação de taxa de depósito compulsório foi freqüente no ano, além de controle de preços, valorização da moeda chinesa e retirada de incentivos à exportação. Para 2009, o desafio será exatamente oposto, evitar forte desaceleração da economia do país frente à crise financeira mundial e o declínio de alguns setores da economia – percebido em 2008 devido às medidas de desaceleração aplicadas desde 2007.

Entre os fatores que levaram à forte desaceleração destaca-se, principalmente, o colapso do setor de construção civil na China (incluindo a construção imobiliária), além dos efeitos da queda de exportações para Estados Unidos e União Européia. Responsável por cerca de 50% dos investimentos em ativos fixos no país, a construção, principalmente habitacional, despencou e impactou profundamente a indústria pesada chinesa, que representa a maior parcela da produção industrial.

Composição (%) dos investimentos em ativos fixos em 2008

Construção	61,4
Compra de equipamentos	22,2
Outros	16,4

Fonte: Dragonomics

Dessa forma, a boa notícia é que parcela significativa da razão da desaceleração da economia chinesa é doméstica. Isso significa que a China dependerá menos da recuperação da economia mundial do que muitos imaginam. É claro que a crise internacional e seus impactos na exportação chinesa causaram estragos enormes na economia do país, alguns

setores exportadores foram devastados em razão da queda nas vendas para o exterior. Esperamos que em 2009 as exportações líquidas terão contribuição negativa para o crescimento da economia chinesa em, no mínimo, 1 ponto percentual (p.p.).

No entanto, o principal antídoto para combater a desaceleração deverá ser o revigoramento do setor de construção no país – estima-se que no último trimestre de 2008 a construção apresentou queda de 8%. Nesse sentido, o governo chinês pretende incentivar o setor por meio de linhas de financiamento para construção imobiliária e incentivos fiscais para consumo de imóveis residenciais para famílias de baixa renda.

Ainda, o governo implementará o já anunciado pacote de recuperação econômica, que visa ao aumento de investimentos estatais em infra-estrutura no país.

A má notícia está na estimativa de que os avanços registrados principalmente no último ano no controle ambiental na China poderão ser revertidos. Espera-se que, para incentivar investimentos em construção e reduzir custos de produção industrial, o governo deverá flexibilizar medidas de controle ambiental. Isso representará significativo retrocesso na política do presidente Hu Jintao efetivada em 2008, quando conseguiu inserir na Constituição chinesa os lemas de “crescimento científico” e “sociedade harmoniosa”.

Da mesma forma, já pode ser observado relaxamento das normas trabalhistas implementadas em 2008. O objetivo é reduzir custos de produção de determinados setores que sofreram demasiadamente os impactos da crise internacional, principalmente as pequenas e médias empresas. Ambos os retrocessos poderão representar perda de força do presidente Hu Jintao na queda-de-braço com a facção de Xangai – esta defende que a necessidade de crescimento econômico é mais importante do que a qualidade do processo.

Somado aos riscos de instabilidade social gerados pela crise econômica, 2009 será marcado também por duas datas importantes que poderão causar ainda maior instabilidade. O crescimento do índice de desemprego ocorrido em razão da desaceleração da economia, bem como o agravamento da desigualdade social, poderão ser elementos catalisadores de manifestações já aguardadas em razão do aniversário de 20 anos do massacre da Praça da Paz Celestial, em junho de 2009. Vale ressaltar que, somente no primeiro semestre de 2008, cerca de 67 mil empresas encerraram atividades e as demissões geraram manifestações em todo o país.

Março de 2009 marcará 50 anos do exílio do líder espiritual tibetano, Dalai Lama, na Índia. Não somente os protestos podem gerar transtornos talvez ainda mais graves do que os ocorridos antes das Olimpíadas, como a própria repressão a eles poderá novamente desencadear críticas e pressões por parte da comunidade internacional.

No cenário político externo, Taiwan, suposta ameaça à China em 2008, entendeu que a aproximação com o país asiático traz benefícios necessários a recuperação de sua economia. Os dois países intensificaram o relacionamento bilateral e a deterioração da economia mundial deverá acelerar ainda mais tal processo.

Em suas relações com a União Européia, a crise mundial poderá aumentar tensões comerciais em razão de medidas protecionistas a indústrias da região. Possíveis barreiras em mercados europeus, somadas ao enfraquecimento da demanda, acentuarão impactos nas exportações chinesas, aumentando ainda mais a necessidade de estimular o consumo interno do país asiático.

Outra preocupação será o futuro do relacionamento sino-norte-americano. Apesar de maior cooperação nos últimos anos entre China e Estados Unidos, em especial com o estabelecimento do mecanismo de Diálogo Econômico Estratégico (SED, na sigla em inglês), a troca de administração norte-americana somada à crise apontam para futuro ainda incerto neste relacionamento. A maior dúvida é se o governo Obama adotará políticas protecionistas para salvar empregos. Dessa forma, ainda que as relações não se tornem hostis, a proximidade deverá ser menor do que nos tempos de Bush.

Ainda que as prioridades sejam incentivar investimentos em ativos fixos e consumo interno, a China continuará seu projeto de diversificação de mercados compradores, em especial para ampliar sua presença na África e América Latina. No entanto, considerando que a China é majoritariamente importadora de manufaturados, é esperada significativa redução do fluxo de comércio da China com o mundo. A exceção poderá ser importação de matérias-primas, uma vez que estas serão fundamentais para possibilitar os investimentos em construção, principal motor do pacote de estímulo lançado em novembro de 2008.

Os efeitos desse crescimento serão positivos aos setores de base brasileiros, principalmente soja, petróleo e minério de ferro. A soja, por ser alimento importante na cesta básica da China, deverá manter acentuado ritmo de crescimento e próximo ao registrado em 2008. A exportação de petróleo para a China em 2009 deverá, em razão de tendência de baixo preço do barril, reduzir as vendas em valor, mas manter em volume. Já o minério de ferro, que em 2008 expandiu 31,9% em valor e reduziu de 8,6% em volume, possivelmente terá sua demanda da China elevada em razão do pacote de estímulo. Resta

aguardarmos os resultados da negociação do preço do minério em 2009, quando é prevista redução em razão de arrefecimento da demanda mundial da *commodities*.

A balança comercial com a China, que em 2008 registrou déficit histórico para o Brasil de US\$ 3,6 bilhões, deverá ser alterada em 2009. Apesar do aumento das exportações em volume dos produtos supracitados, acredita-se em redução do fluxo de comércio (de US\$ 36,4 bilhões em 2008) em razão, sobretudo, de considerável diminuição no volume de importação e queda no preço das *commodities*. A mudança, contudo, não deve ser vista como positiva. As compras brasileiras do país asiático são dominadas por bens de capital e insumos à indústria e, portanto, pode-se dizer que funcionam como termômetro da mesma no Brasil. Dessa forma, a redução das importações chinesas em 2009 será reflexo da já iniciada queda da produção industrial brasileira, que de janeiro a novembro foi de 4,7%.

O peso das *commodities*

Complexo soja - Em 2008, o Brasil exportou cerca de 12 milhões de toneladas de soja em grãos para a China a preço médio de US\$ 450/tonelada, totalizando US\$ 5,32 bilhões. Para 2009, mantendo-se mesma participação da China no total de vendas brasileiras para o exterior, a Associação Brasileira das Indústrias de Óleos Vegetais (ABIOVE) estima que o volume exportado para o país asiático será de 13 milhões de toneladas e, utilizando preço médio estimado pela instituição para 2009, de US\$ 330/tonelada, o total de vendas deverá ser de US\$ 4,3 bilhões equivalente à redução de 19,4% com base em 2008.

Soja em grãos	2008			Var. (%)
	Volume (kg)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)	
	12.000.000	450,0	5.324.052.177	
	2009			-19,4
	Volume (kg)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)	
	13.000.000	330,0	4.290.000.000	

Já exportações de óleo de soja para a China, de menor participação na pauta de comércio sino-brasileira, somaram US\$ 829,9 milhões em 2008. Uma vez mantida estável participação chinesa nas vendas totais do produto pelo Brasil em 2009 e utilizando preço médio estimado pela ABIOVE para o mesmo ano – de US\$ 700/tonelada –, as exportações brasileiras de óleo de soja para a China poderão apresentar queda de 45% no período.

Óleo de soja	2008			Var. (%)
	Volume (kg)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)	
	829.000.000	1.180,4	829.875.672	
	2009			-45,7
	Volume (kg)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)	
	643.500	700,0	450.450.000	

Petróleo - No acumulado de 2008, o Brasil exportou pouco mais de 20 milhões de barris de petróleo para a China (ou 2,9 milhões de toneladas) a preço médio de US\$ 83,89/barril, que somaram US\$ 1,7 bilhão. Para 2009, a expectativa da Petrobras é de que o volume exportado mantenha-se constante. Desta forma, se projetado como preço médio para 2009 preço atual do barril de petróleo – de US\$ 45, considerado pessimista –, o Brasil deverá exportar para a China US\$ 913,3 milhões do produto no período, redução de 46,4% na comparação com o total exportado nos 12 meses de 2008.

Petróleo	2008				Var. (%)	
	Volume (kg)	Volume (barris)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)		
	2.900.324.332,0	20.294.761,3	83,9	1.702.458.061,0		
	2009					-46,4
	Volume (kg)	Volume (barris)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)		
	2.900.324.332,0	20.294.761,3	45,0	913.264.256,8		

Minério de ferro - O Brasil exportou 96,4 milhões de toneladas de minério de ferro para a China no acumulado de 2008 a preço médio de US\$ 50,7/tonelada, totalizando US\$ 4,9 bilhões. Para 2009, espera-se retomada do crescimento de investimentos em ativos fixos na China a partir do segundo trimestre, sobretudo no setor de construção, a fim de atenuar efeitos da crise no país. Estima-se que tal fato poderá aumentar em cerca de 10% as exportações brasileiras de minério de ferro para a China no período. Ainda, embora pouco provável que seja aceito, especula-se que siderúrgicas chinesas pleiteiam redução de 40% do preço médio atual do minério (retroativo ao mês de janeiro), de US\$ 87,38/tonelada. Se concretizados os dois cenários, as vendas brasileiras de minério de ferro para a China em 2009 deverão ser de \$ 5,56 bilhões, equivalente a incremento de 13,7% com base no ano anterior.

Minério de ferro	2008			Var. (%)
	Volume (kg)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)	
	96.358.045,0	50,7	4.886.119.931,0	
	2009			13,7
	Volume (kg)	Preço médio (US\$)	Exportações (US\$)	
	105.993.849,3	52,4	5.557.045.531,9	

Complexo soja, petróleo bruto e minério de ferro responderam por mais de 77% do valor total exportado para a China nos 12 meses de 2008. Com base nas projeções acima, o conjunto das exportações para o mercado chinês em 2009 destes produtos poderá sofrer redução de até US\$ 1,5 bilhão em valor ou 12% face ao total exportado em 2008, totalizando US\$ 11,2 bilhões.

A grande questão a ser respondida em 2009 refere-se ao poder do governo chinês em fazer com que esses investimentos em construção, principalmente infra-estrutura e habitação, sejam retomados ainda no segundo trimestre de 2009 e, dessa forma, sejam capazes de manter o crescimento do PIB entre 8 e 8,5% ao final do ano. É exatamente esse o ponto de discordância entre as principais instituições internacionais que analisam China.

Esperamos que o governo chinês não consiga manter o extraordinário ritmo de crescimento do consumo doméstico registrado em 2008 – fator importante para redução dos impactos da crise internacional na economia chinesa –, apesar da política fiscal de estímulo ao consumo que já está sendo implementada desde o segundo semestre de 2008 e que deverá ser reforçada nesse ano.

Por acreditarmos que o governo chinês possui mecanismos suficientes para acelerar gastos com infra-estrutura e habitação e, conseqüentemente, aumento de produção da indústria pesada, estimamos que a partir do segundo trimestre de 2009 deverá ser possível perceber início de recuperação da economia. É provável que a China mantenha taxa de crescimento do PIB entre 7,5 e 8%. Mantemos para 2009 a mesma previsão expressa em nossa publicação de janeiro de 2008, de que a China ajudará a reduzir os impactos da crise mundial, sobretudo, em países fornecedores de matérias-primas. ■

Dragonomics
Research & Advisory

Tempo para uma nova história

Arthur Kroeber¹

A economia chinesa, aparentemente, se transformou rápido e radicalmente. Recentemente, ainda em março de 2008, o PIB crescia bem acima de 10%, na mesma taxa que mantivera nos cinco anos anteriores. O maior problema para os formuladores de política era como manter a inflação sob controle e restringir fluxo crescente de entrada de capital. Em julho, alguma desaceleração já estava em evidência, porém o Conselho de Estado estava ainda suficientemente confiante na habilidade da economia em crescer acima de 9% e rejeitou proposta de programa de estímulo fiscal no valor de Rmb 370 bilhões (US\$ 54 bilhões).

¹ Arthur Kroeber é co-editor do China Economic Quarterly e diretor da Dragonomics Research & Advisory.

Contudo, em outubro, o crescimento da produção industrial entrou em colapso e economistas de bancos de investimento competiram para ver quem conseguiria abaixar suas previsões mais profunda e rapidamente. Em 09 de novembro o Conselho de Estado aprovou pacote de estímulo fiscal de dois anos de duração avaliado em Rmb 4 trilhões, ou 14% do PIB. Apesar de pelo menos $\frac{3}{4}$ desse montante já fazer parte do orçamento, novos gastos reais provavelmente dobrarão a quantia do pacote de estímulos proposto em julho. No final de novembro, o People's Bank of China (PBC) acompanhou cortando a taxa de juros em 1,08 pontos percentuais (p.p.) – maior redução desde 1997, quando a China reagiu à crise asiática.

China balançada pelo mundo - Como pode a aparente irrefreável economia chinesa ser levada a parar tão rapidamente e com tão poucos avisos? A explicação mais simples é a de que a China é o rabo gordo do cachorro que é a economia global. A entrada em recessão dos Estados Unidos em dezembro de 2007, a oscilação do crescimento europeu no verão e a falência do Lehman Brothers no meio de setembro de 2008 precipitaram completo pânico financeiro global, que derrubou o fluxo de crédito internacional. Essa trajetória coincide com a mudança ocorrida na China, de relaxamento gradual nos primeiros dois trimestres para queda abrupta no terceiro.

A explicação mais simples talvez só descreva metade da história. A China não opera isoladamente da economia global e desde sua entrada na Organização Mundial do Comércio (OMC) em 2001, sua dependência da demanda global aumentou. Entre 2001 e 2007, o valor bruto das exportações cresceu de 22% do PIB para 35%, o superávit em conta corrente de 2% do PIB para 11% e a contribuição das exportações líquidas para o crescimento do PIB de 5% para 20%. O investimento externo direto corresponde a uma pequena parcela do investimento total (cerca de 3%), contudo, desempenha importante efeito catalisador ao introduzir tecnologia moderna e habilidades administrativas. Ainda, o acesso a outras formas de liquidez global provavelmente ajudaram a estimular o crescimento chinês de maneira difícil de ser mensurada. O congelamento do crédito global e o fim do crescimento do comércio internacional claramente explicam parte da angústia vivida pela econômica chinesa.

No entanto, a simples explicação de que a China teria sido maior beneficiária e em seguida vítima dos excessos financeiros globais não oferece visão completa do cenário. A crise econômica chinesa é pelo menos tão provocada por elementos domésticos quanto é imposta externamente. Esse artigo pretende responder a três perguntas:

- Quais são os fatores domésticos e internos que contribuem para a desaceleração econômica chinesa?
- Qual é o prognóstico econômico para os próximos dois anos?
- Precisamos repensar a trajetória do crescimento chinês no longo prazo?

I – Como chegamos aqui

A desaceleração econômica chinesa resulta da combinação de fatores externos e internos. Os fatores externos são a expressiva desaceleração do comércio global, e conseqüente redução do superávit comercial chinês, e a redução do crédito internacional. O principal fator doméstico foi o colapso do mercado imobiliário nacional, que absorve parte fundamental da produção de indústrias pesadas chinesas.

Ao contrário da difundida visão de que as exportações chinesas mantiveram-se bem até o meio de 2008 e que de repente desabaram, o crescimento das exportações atingiu seu pico no final de 2006 e então declinou regularmente durante 2007 conforme a demanda dos Estados Unidos abrandava. O declínio acelerou rapidamente no início de 2008, enquanto os Estados Unidos entravam em completa recessão e provocou queda significativa do superávit comercial chinês na primeira metade do ano. Essas tendências foram mascaradas pelo costume de anunciar os fluxos de comércio em dólares norte-americanos – mas é o valor da moeda local de comércio que interessa para o cálculo do PIB chinês. O renminbi valorizou em relação ao dólar durante 2007 e tal apreciação acelerou no primeiro trimestre de 2008, o que significa que os declínios expressivos registrados em volume exportado e o valor do renminbi falharam em aparecer quando convertidos para dólares. Simultaneamente, a escalada dos preços das *commodities* (notavelmente petróleo bruto e minérios metálicos) elevou a conta das importações chinesas às alturas: $\frac{3}{4}$ das importações do país são compostos por matéria-prima e bens de capital.

Longo caminho para baixo

Var. (%) de exportações e importações anual (3mma)
– Com base em Renminbi

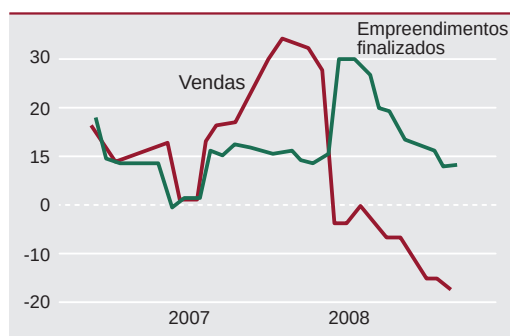


Como resultado, o superávit comercial chinês, quando calculado em moeda local, caiu aproximadamente 10% nos primeiros seis meses de 2008 e essa foi a principal causa para o declínio do crescimento do PIB, de aproximadamente 12% em 2007 para 10,4% na primeira metade de 2008. Por outro lado, o recente colapso do preço de *commodities* e o fim da valorização do renminbi em relação ao dólar, melhoraram substancialmente do quadro do comércio no terceiro trimestre. No acumulado de 2008, o comércio provavelmente contribuirá pouco para o crescimento do PIB.

É o mercado imobiliário, estúpido - Contudo, também há ingrediente doméstico na desaceleração chinesa. A implosão do mercado imobiliário - o que significa, sobretudo, habitação - corresponde a cerca de 80% do espaço total construído na China por ano. O mercado imobiliário comercial chinês teve início aproximadamente em 2000, quando a maior parcela das propriedades que pertenciam anteriormente a unidades de trabalho estatais, foram vendidas a seus ocupantes. Nos anos seguintes, construtoras de propriedades privadas brotaram como cogumelos em quase todas as cidades chinesas, sedentas por fazer fortuna em um novo e vibrante mercado. Primeiro, adquiriram terras de oficiais corruptos, os quais frequentemente expropriavam fazendeiros suburbanos a fim de liberar área para novas construções. Preocupado com as consequências sociais da criação de legiões de fazendeiros sem terra, o governo central passou a controlar mais incisivamente a comercialização de propriedades em 2004, exigindo que todos os terrenos urbanos para construção fossem leiloados.

Ninguém está comprando

Cresc. (%) anual de espaço residencial –
Junho 2006 a Outubro 2008



Como resultado, tornou-se mais difícil ter acesso a terra, seu preço subiu e a moradia também encareceu. Ao fim de 2007, o preço médio de imóveis em Pequim era espantosamente 15 vezes o rendimento médio das famílias da cidade - a maioria das outras grandes cidades do país registrava taxas de 9 a 13, enquanto a média nacional era de 10. Por contraste, a relação entre preço de habitações e rendimento médio familiar está entre 5 e 8 na maior parte dos países asiáticos. Nos Estados Unidos, durante pico da bolha imobiliária, tal valor era de cerca de 5.

Céu é o limite

Relação entre preço de habitações e
taxa de rendimentos familiar - 2007

Beijing	15,4
Xiamen	13,8
Shenzhen	13,3
Guangzhou	12,5
Dalian	12,0
Shanghai	11,6
Hangzhou	11,0
Wuhan	10,5
China Urbana	10,0
Qingdao	9,5
Chengdu	9,4
Ningbo	9,1
Zhengzhou	7,9
Chongqing	6,3

Oficiais de Pequim ficaram preocupados com os altos preços habitacionais em meados de 2007 e acusavam construtoras de priorizarem projetos mais caros e sofisticados, em detrimento de habitações mais simples e acessíveis. Tal fato levou a formação de bolha especulativa no mercado imobiliário de luxo e escassez de propriedades mais baratas, elevando os preços no mercado. Implementadas ao início de agosto de 2007, Pequim impôs série de medidas com objetivo de forçar as construtoras a parar de construir apartamentos luxuosos e investir em unidades mais baratas. Valor mínimo de entrada e taxas de transação foram aumentados para desencorajar compras especulativas; bancos foram ordenados a cortar linhas de crédito para construtoras; e a regra "use ou perca" a terra objetivou prevenir que as construtoras estocassem suas propriedades, encorajando-as a construir mais habitações acessíveis.

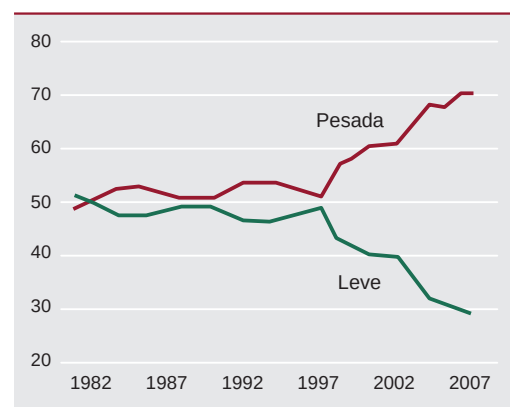
Dominós caindo - Essa tentativa de micro-administrar o mercado não foi bem sucedida. Compradores foram afastados do mercado imobiliário – não só do alto padrão, como o governo desejava, mas em todos os segmentos. Volume de vendas desabou no primeiro trimestre de 2008 e, em outubro, atingiram ritmo negativo de 17% anuais. Preços seguiram o exemplo: após atingirem o pico em janeiro, começaram a declinar em todas as grandes cidades e, provavelmente, cairão 15% ou mais em relação aos seus valores máximos. Em algumas cidades (notavelmente Shenzhen) e segmentos de mercado (notavelmente propriedades de 15.000-20.000 por m², que eram o foco da especulação), quedas dos preços de 30-40% são esperadas.

O fiasco do mercado imobiliário foi principalmente uma estória de causa e efeito doméstica, entretanto, fatores externos também tiveram papel importante. Uma quantidade significativa de empreendimentos construídos e comercializados – é impossível saber exatamente a quantidade correta – foi financiada por empréstimos em dólares norte-americanos. Durante a maior parte de 2006 e 2007, a troca mais óbvia do mundo era pegar emprestado dólares em desvalorização e investi-los em ativos em renminbi que se valorizavam, notadamente propriedades. A interrupção de linhas de crédito em dólar provavelmente contribuiu para a saída de compradores em 2008.

Com a ausência de compradores, as construções cessaram e, consequentemente, a demanda por materiais básicos – aço, cimento, alumínio, cobre, etc – desapareceu. Indústrias pesadas chinesas, que abastecem principalmente a indústria de construção doméstica e cuja capacidade expandiu de três a cinco vezes entre 2001 e 2007, de repente descobriram que não tinham nenhum pedido. No terceiro trimestre, a maior parte das indústrias de materiais básicos estava anunciando cortes de 20-30% na produção. A demanda por energia elétrica – a qual 75% é proveniente do setor de construção – mergulhou.

Peso-pesado

Part. (%) na produção por tipo de indústria



A mensagem é clara: o setor chinês de indústria pesada está contaminado pelo superaquecimento e precisará se reajustar ao padrão de demanda significativamente mais fraco do que o antecipado há um ano atrás. Para dar um exemplo: a indústria de aço, cuja produção expandiu de 100 milhões de toneladas em 2001 para uma taxa anualizada de 570 milhões de toneladas no início de 2008, apresenta agora demanda anualizada de pouco mais de 400 milhões de toneladas.

A última parte das más notícias, que junto com a derrocada da indústria pesada, forçou o governo a adotar políticas de suporte ao crescimento em novembro, foi o declínio visível na confiança do consumidor em setembro e outubro. Isso não estava aparente nos dados oficiais de venda no varejo, que são poluídos por aquisições governamentais e de negócios, não sendo, portanto, guia confiável para analisar consumo doméstico. Tampouco estava evidente no crescimento de salários, que registrou sólidos 18% em outubro. Contudo, resultado de entrevistas com varejistas sugere que o consumo doméstico de bens no varejo se mantiveram constantes ou negativos em setembro e outubro. Já a compra de bens de consumo duráveis – especialmente automóveis – estaria em território negativo após vários anos consecutivos de robusto crescimento de dois dígitos. Dados bancários mostram que depósitos domésticos aumentaram 21% em outubro, o que significa que as famílias estão guardando e não gastando seu dinheiro.

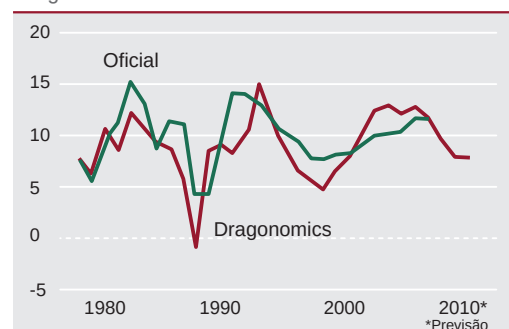
Enquanto não podemos ter certeza da causa do desconforto dos consumidores, está claro que o colapso do mercado de ações no fim de 2007, o estouro da bolha imobiliária no início de 2008, o acúmulo de más notícias sobre as indústrias exportadoras chinesas e o que aconteceu na economia global nos meses seguintes dificilmente foram uma sequência capaz de tornar os lares chineses ansiosos sobre o futuro econômico imediato.

II - Que tipo de aterrissagem?

Depois de vários anos de voo alto, a economia chinesa está se aproximando da aterrissagem. Nós esperamos que seja aterrissagem suave, mas longa². A economia vai desacelerar menos abruptamente do que durante as duas últimas desacelerações econômicas na era pós-reforma de 1978, no entanto, deverá durar três ou quatro anos. Quantidade considerável de excesso de investimentos e de má alocação de capital precisa ser extraída antes de a China estar pronta para outro *boom* de investimentos.

Aterrissagem mais macia dessa vez

Crescimento do PIB (%) - Estimativas oficiais vs. Dragonomics



Nós estamos mais otimistas do que os cavaleiros do apocalipse por duas razões³. Primeiramente, a economia chinesa está fundamentalmente mais sólida e mais flexível do que estava nas últimas duas desacelerações, em 1989 e 1998. Em cada uma dessas recessões, como hoje, desaceleração cíclica doméstica coincidiu com grande choque externo (crise política em 1989 e a crise financeira asiática em 1997 e 1998). Contudo, essas desacelerações foram exacerbadas em razão de rigidez estrutural deixada pela economia planificada: preços regulados e mercado de trabalho inflexível em 1989 e, já em 1998, setores industriais e bancários estatais completamente disfuncionais. Atualmente, tal rigidez está quase ausente: a maior parte dos preços é definida pelo mercado, o mercado de trabalho é o mais flexível do mundo e bancos e grandes empresas possuem muito dinheiro para cobrir suas perdas.

Segundo, nós acreditamos que a política governamental provavelmente será bem sucedida. Os pessimistas falham em reconhecer que, até algumas semanas atrás, a política macroeconômica do governo ainda era relativamente austera. Agora a política está focada no estímulo ao crescimento e não mais em conter a inflação. Uma vez que Pequim emprega principalmente medidas diretas - como gastos fiscais e limites a empréstimos bancários -, e não o mecanismo indireto da taxa de juros empregado pela maior parte das economias maduras, o impacto do estímulo começará a ser sentido dentro de três a seis meses.

O quão direcionada externamente é a economia chinesa?

Um das discussões mais antigas entre economistas é até que ponto as exportações seriam o motor da economia chinesa. Geralmente, a discussão se dá em torno da relevância das exportações brutas ou líquidas para o crescimento econômico.

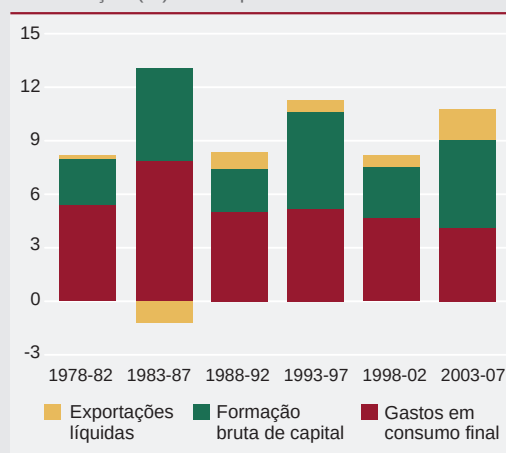
Defensores da visão de que a economia do país seria "movida pelas exportações" notam que o valor bruto total das mesmas é alto – 35% do PIB – e sugerem que, uma vez considerada a cadeia de fornecedores ligada à exportação, as vendas para o exterior contribuem para fatia significativa de investimentos e emprego. Céticos apontam que, apesar de números expressivos registrado pelas exportações, o valor agregado domesticamente é extremamente baixo e as exportações líquidas – isto é, superávit comercial – contribuíram com 7% para o crescimento do PIB chinês, em média, entre 1980 e 2004. Mesmo nos três últimos anos de explosão de superávits comerciais, exportações líquidas contribuíram aproximadamente 21% para o crescimento do PIB, o que significa que cerca de 9 p.p. do crescimento anual do PIB é decorrente da demanda doméstica.

² Estamos em dívida com os pré-cientes Nicholas Lardy e Morris Goldstein do Peterson Institute for International Economics, criadores do termo "aterrissagem suave" no artigo de novembro de 2004 que, como o velho anúncio da Panasonic dizia, "simplesmente a frente de seu tempo" (*What Kind of Landing for the Chinese Economy?*, Brief político do Peterson Institute, novembro 2004).

³ Veja, por exemplo, Eric Fishwick da CLSA, que previu crescimento 5,5% para 2009 e está sendo amplamente citado por investidores (*China's growth – Ask JACC*, CLSA Ásia-Pacific Markets Triple – Comentário econômico semanal, 05 de novembro de 2008).

Tempo para desaceleração

Contribuição (%) média para o crescimento do PIB



Em nossa visão, a variável comum dos ciclos econômicos chineses é o investimento doméstico, que é muito mais uma função de infraestrutura e construção imobiliária (juntos representam 60% dos investimentos fixos), do que das exportações (15% dos investimentos fixos, incluindo a cadeia de fornecedores ligados à exportação). No longo prazo, entretanto, a participação das exportações no crescimento da economia vai muito além da sua contribuição direta para investimento e para geração de empregos.

A economia exportadora é melhor compreendida como grande máquina de transferência tecnológica. Como qualquer economia em desenvolvimento, grande elemento da história do crescimento chinês é a tentativa de acompanhar o desenvolvimento tecnológico dos países mais avançados. A teoria do “correr atrás” ou “catch-up” afirma que quanto mais atrás estiver, mais rápido pode-se correr, porque é possível pedir, pegar emprestado ou roubar tecnologias desenvolvidas a custo de muito tempo e dinheiro despendidos por países ricos. Conforme uma nação se aproxima da fronteira tecnológica, tais ganhos fáceis evaporam e avanços tecnológicos precisam ser produzidos internamente, resultando em menor crescimento (apenas pergunte ao Japão). Exportações contribuem para transferência tecnológica de duas formas. Nas economias clássicas do leste da Ásia, como Japão e Coreia do Sul, requerimentos de exportação eram maneira de compelir empresas domésticas a se manterem competitivas internacionalmente, mesmo que políticas protecionistas as resguardassem da competição doméstica. Empresas que falhavam em atingir as metas de exportação perdiam acesso a créditos estatais. Para manter a competitividade das exportações, tais empresas tinham que acompanhar padrões tecnológicos globais.

Na China, o papel de corporações estrangeiras é fator adicional, já que correspondem a quase 60% do valor das exportações do país. Empresas estrangeiras trazem consigo máquinas, técnicas de manufatura, *software* e habilidades de gerenciamento; essas tecnologias são frequentemente adaptadas localmente de maneira formal, por meio de contratos de *joint-ventures*, ou informal, quando trabalhadores locais utilizam o que aprenderam em empresas estrangeiras como base para suas próprias empreitadas. Essa transferência tecnológica garante significativo aumento da taxa de “todos os fatores da produtividade”, que é a principal fonte de sustentação do crescimento econômico no longo prazo.

Desta maneira, no longo prazo, a alta taxa de crescimento estrutural chinês depende substancialmente da existência de sistema internacional liberal de comércio e circulação de capital. Não é ao acaso que o período de brilhante crescimento chinês coincide quase que exatamente com o quarto de século (1983-2007) durante o qual o comércio internacional cresceu, em média, duas vezes a taxa do PIB global. No curto prazo, a China pode facilmente superar quedas cíclicas em exportações, uma vez que a construção doméstica é fonte mais importante de demanda e emprego e, sendo muito competitiva na produção de muitos bens, pode ampliar participação no mercado global durante recessões comerciais.

Preocupado, o Banco Mundial prevê que 2009 será o primeiro ano desde 1982 em que as importações mundiais irão diminuir. Se for simples desaceleração cíclica, ou mesmo severa, o crescimento chinês não está em perigo. Mas se, como é possível, a crise financeira trouxe nova era de protecionismo, controle de capitais e crescimento comercial perenemente menor, existe risco real de que o maravilhoso crescimento da produtividade da China comece a diminuir.

... superaquecimento, foi isso? - É difícil de lembrar agora, porém, em novembro de 2007, o governo estava tão preocupado com o risco inflacionário decorrente do volume fora de controle de empréstimos bancários, que impôs limites draconianos sob o crédito, causando paralisia virtual de empréstimos por dois meses. Na primeira metade de 2008, o PBC rigorosamente impôs quotas de crédito com objetivo de frear o investimento excessivo e inflação do preço ao consumidor, que chegou ao pico de aproximadamente 9% em fevereiro. Após a revisão econômica realizada em julho pelo Conselho de Estado, o governo começou a fazer barulho sobre a necessidade de políticas de suporte ao crescimento – no entanto, o PBC manteve sua cautelosa postura em relação à inflação.

Foi apenas em outubro de 2008, quando a extensão da desaceleração da indústria pesada e o declínio da confiança do consumidor ficaram aparentes, que o governo percebeu o risco ao crescimento. Somente em novembro, quando finalmente relaxou políticas restritivas do mercado imobiliário e anunciou pacote de estímulo fiscal, Pequim realizou claro anúncio público abandonando postura antiinflacionária e se dedicando inteiramente a manter o crescimento.

Três pontos chaves do pacote de estímulo fiscal valem à pena serem ressaltados. Primeiro, o pacote foca principalmente na reativação da atividade construtora doméstica, o que é apropriado já que o colapso na demanda da construção foi a principal causa doméstica para a desaceleração. Segundo, o foco não é *exclusivamente* na construção, como foi o caso do programa anterior de estímulo econômico lançado em 1998 em resposta à crise financeira asiática. O atual também inclui suporte a renda rural e urbana, junto a gastos em serviços sociais e em tecnologia ambiental, diretamente relacionados à eficiência de longo prazo e igualdade social. Em outras palavras, ao elaborar a política econômica, Pequim está tentando atingir equilíbrio entre o objetivo de curto prazo de sustentar o crescimento econômico por volta dos 8% e os projetos de longo prazo que visam ao aprimoramento da eficiência alocativa da economia. Isso é formulação de política sensata e pragmática.

Finalmente, o sucesso do pacote de estímulos não depende exclusivamente de recursos governamentais. Há dez anos atrás, recursos fiscais tinham que carregar virtualmente todo o fardo de resgatar a economia da combinação de desaceleração cíclica doméstica e impacto da crise financeira asiática. Bancos estavam impotentes porque mais de 40% de seus empréstimos eram irrecuperáveis e, somente após passarem por dois anos de reestruturação da folha de balanço, tornaram-se capacitados a contribuir substancialmente para aumento de liquidez. A indústria também estava uma bagunça: era em sua maior parte estatal, inchadas por empregados não produtivos e acumulavam prejuízos. Os lucros agregados do setor industrial estatal eram inferiores a 1% do PIB em 1997 e mais de 30 milhões de trabalhadores tiveram que ser dispensados entre 1998 a 2003.

Atualmente a situação é muito melhor. Graças ao sistema rígido de taxa de juros e economia florescente, os bancos têm registrado lucros expressivos pelos últimos três anos e os créditos irrecuperáveis correspondem a oficialmente cerca de 5% dos ativos. Bancos possuem a habilidade considerável de expandir crédito, especialmente se o requerimento em reserva cair de seu nível atual de aproximadamente 15%. Lucros industriais em 2007 corresponderam a 11% do PIB, dos quais o setor estatal contribuiu quase com a metade. Mesmo diante de redução do ritmo de crescimento do lucro das indústrias, o setor corporativo é capaz de mobilizar fundos significativos.

Preso na pista de aterrissagem - Existe, portanto, liquidez doméstica suficiente para que, uma vez mobilizado por políticas governamentais, o crescimento pode ser estabilizado em aproximadamente 8% no final de 2009. A pergunta então é se a recuperação será “aterrissagem curta”, seguida por rápido retorno a taxas robustas de crescimento acima de 9% e comensurável reaceleração da demanda por *commodities*, ou “longa aterrissagem”, durante a qual o crescimento permanecerá estagnado em cerca de 8% por três ou quatro anos.

Uma “longa aterrissagem” é mais provável por duas razões. Primeiro, pela extensão que a desaceleração chinesa resulta de ou é agravada pelo colapso do comércio e do crédito globais, nenhuma recuperação rápida está em vista. A recessão dos Estados Unidos será profunda e severa e maior desalavancagem é necessária. A recessão européia, que será no mínimo tão duradoura quanto, apenas começou. Portanto, o fácil crescimento econômico acumulado pela China em razão da crescente demanda externa entre 2002 e 2007 não retornará por algum tempo.

Segundo, visto que a desaceleração reflete fatores domésticos, a natureza dos ciclos chineses determina longa e lenta recuperação. Desde que a reforma da economia planificada começou em 1978, a China apresentou alternados ciclos de expansão e contração de investimentos, cada um durando aproximadamente cinco anos. Durante as eras de expansão de investimentos, o crescimento médio do PIB superava 11%, já durante as contrações, o crescimento ficava por volta de 8% conforme o excesso de capacidade fosse gradualmente retirado do sistema. Nós acabamos de concluir período de 6 anos no qual a média do crescimento era de 11% - um período de 4 ou 5 anos de crescimento perto de 8% é a seqüência previsível (ainda que não inevitável).

Não há nada de oculto sobre esses ciclos. Eles representam o funcionamento normal de economia industrial à moda antiga, na qual a capacidade produtiva é construída rapidamente nos períodos de dinheiro fácil, supera a demanda subjacente e, então, precisa ser reduzida novamente quando a distância entre oferta e demanda se torna aparente. Quando o excesso de capacidade é exposto, o desatar não pode ser completado em alguns meses ou trimestres. Investimentos em planta, que pareciam racionais quando a economia estava crescendo a 11%, não se provam lucrativos quando a economia cresce a 8%. Vários níveis de endividamento oculto utilizados para financiamento de tal capacidade virão gradualmente à tona. Até que o aparecimento dos mesmos esteja completo e a capacidade não produtiva esteja suficientemente não operante, um ciclo forte de investimentos não pode começar novamente.

Matéria escura - Dívida oculta – ou, pegando emprestado termo da cosmologia, “matéria escura” econômica – é fenômeno perigoso e fascinante, como investidores de derivativos (em especial operações de *credit default swaps*) descobriram recentemente para sua tristeza. Uma das dificuldades em analisar a economia chinesa será identificar as fontes de “matéria escura” que criarão obstáculo persistente ao crescimento. Por definição essa “matéria escura” é de difícil identificação em dados econômicos e se torna mensurável apenas após suas nocivas conseqüências terem sido expostas.

A fonte principal de “matéria escura” é empréstimo não declarado entre empresas, o que significa que o nível real de débito do setor empresarial é superior ao revelado por dados oficiais de empréstimos bancários. Esses empréstimos podem tomar a forma de empréstimos diretos por empresas com alta liquidez para outras que precisem de capital de giro ou investimento. Frequentemente, empresas privadas com acesso direto restrito a empréstimos bancários tomam empréstimos de estatais com linhas de crédito bancário. Outro tipo de empréstimo informal é a extensão do crédito comercial de um consumidor para outro. No início dos anos 90, dominados por grandes dívidas, esse emaranhado de dívidas corporativas ficou conhecido como “dívida triangular” – com empresa A devendo dinheiro para empresa B que, até receber o pagamento, não possuía dinheiro para pagar seu empréstimo com a empresa C.

É interessante notar que investidores em *private equity*⁴ reclamam há muito tempo que sua incapacidade de conhecer tal endividamento oculto (que não constam dos livros contábeis) torna-se grande obstáculo para o sucesso de negócios na China. Contudo, quantificar estas dívidas em escala macroeconômica é difícil. Uma forma é examinar as contas agregadas de recebíveis (*aggregate accounts receivable*) das empresas industriais, publicado regularmente. Os últimos números disponíveis (até agosto de 2007) mostram declínio no crescimento de recebíveis, enquanto o crescimento do inventário sofreu aumento abrupto. Isso sugere que ordens de compra estão desaparecendo, mas essas empresas continuam honrando dívidas com seus fornecedores.

Atenção para armadilhas das dívidas

Cresc. (%) anual de receita industrial, estoque e contas a receber



Um mais sugestivo, porém opaco, indicador do nível de dívidas ocultas está em série de dados que supostamente mostram fontes de financiamento de investimento em ativos fixos. Tais dados sempre nos desafiaram, já que sugerem que a maior parte dos investimentos corporativos é financiada por fundos gerados internamente, considerando que evidências no nível micro (os queixosos investidores de *private equity*) sugerem que as empresas chinesas estão fortemente endividadas. Análise mais minuciosa de dados indica que “fundos gerados internamente” podem incluir muito dessa dívida disfarçada.

Desde 2004, a parcela dos investimentos em ativos fixos financiada pelos “fundos gerados internamente” aumentou de 51% para 63%, enquanto empréstimos bancários contribuíram esse ano apenas com 16%. No entanto, dentro dos fundos gerados internamente, a parte de fundos “próprios” (chamado de “capital interno” em nosso quadro) caiu de 37% para 33%. O resíduo não identificado aumentou de 14% para 30%. O aumento de 2006 a 2007 pode refletir capital levantado no mercado de ações. Contudo, mesmo em 2008 – ano morto para o mercado acionário – a parte residual ainda saltou seis p.p.. Outras fontes não identificadas de fundos contribuíram com outros 14%. Dessa forma, 44% dos gastos do capital corporativo em 2008 foram financiados por capital de fonte literalmente desconhecida. Não há nenhuma razão para acreditar que seja proveniente de fluxos internos de capital e uma boa razão para suspeitar que parte significativa deste corresponda a dívidas ocultas.

Buraco negro

Contribuição (%) para formação de fundos para investimentos em ativos fixos

Período	Fundos próprios			Empréstimos	Outros*
	Total	Capital interno	Outros		
2004	51	37	14	20	29
2005	55	40	15	19	26
2006	56	36	19	18	26
2007	57	33	24	17	26
2008 (jan-out)	63	33	30	16	21

*Inclui fundos de orçamento estatal, capital estrangeiro e fontes não identificadas, que de janeiro a outubro de 2008 corresponderam a 4%, 3% e 14%, respectivamente.

III. O longo aperto

Para aqueles que podem se dar ao luxo de olhar para além de um ou dois anos, a questão mais relevante é se a crise global e a desaceleração doméstica indicam que a perspectiva para a China no longo prazo alterou-se de maneira relevante. Ao longo das últimas três décadas, a China gerou crescimento econômico impressionante apoiado em industrialização e urbanização em larga escala. Acreditamos que a industrialização, urbanização e crescimento econômico acelerado irão continuar, já que são amparados por infra-estrutura de produtividade robusta, demografia e políticas governamentais favoráveis. Contudo, o crescimento estará sujeito, gradualmente, a estrangulamentos crescentes – alguns de ordem demográfica e ambiental, outros resultantes de políticas governamentais deliberadas.

Chamamos o conjunto destas restrições de “longo aperto”. O crescimento do último quarto de século foi muito ineficiente, criou grandes custos ambientais e dependeu, fundamentalmente, do acúmulo bruto de vastas reservas de fatores de produção (terra, trabalho e capital). O crescimento do próximo quarto de século dependerá, necessariamente, muito mais da alocação eficiente de recursos e será supervisionado pelo governo cuja tarefa central não mais é a construção da máquina econômica de alta performance, mas a criação de regime mais efetivo.

O amigável FED

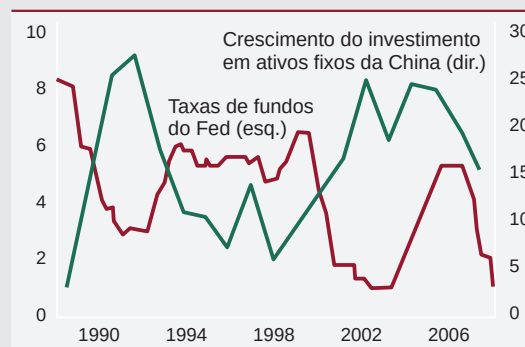
Os ciclos de investimento da China, acreditamos, dependem fundamentalmente de fatores domésticos. No entanto, são também coordenados com fluxos de liquidez internacionais. Está claro que as duas últimas grandes explosões de investimentos da China (1992-94 e 2002-06) coincidiram exatamente com reduções massivas em taxas de fundos federais norte-americanos, que ampliaram a liquidez global. Em ambos os casos, entrada substancial de capital estrangeiro ajudou a incitar o boom chinês.

No início da década de 90, esse capital ingressou, sobretudo, na forma de investimentos externos diretos (IED) que, durante pico em 2004, correspondiam a 17% do investimento total em ativos fixos. A explosão recente

começou em 2002, após a entrada da China na OMC em dezembro de 2001. Coincidentemente ou não, 2002 foi também o ano no qual a fuga de capitais reverteu-se e capital especulativo de curto-prazo começou a entrar no país. Fluxos de capital de curto-prazo, que tinham sido negativos até meados de 1990, tornaram-se positivos no último trimestre de 2004 e, em meados do mesmo ano, atingiam taxa anualizada de US\$ 100 bilhões.

Banco Central da China?

Taxas de fundos do Fed vs. Cresc. (%) de investimento em ativos fixos reais da China



Legado duradouro de Deng - Prever o futuro depende de compreender o passado. O modelo econômico que a China utilizou nas últimas três décadas está de acordo com o modelo estabelecido por Deng Xiaoping em 1978. Deng herdou uma economia que teve pouco sucesso em aumentar a renda per capita e seu objetivo pragmático era fazer a economia funcionar melhor baseado em três princípios fundamentais:

1. A economia deve, progressivamente, tornar-se mais eficiente na geração de riqueza.
2. O Estado deve manter papel relevante de controle direto na economia.
3. O Partido Comunista deve manter controle absoluto do sistema político.

Após vasto número de reformas incrementais, a economia chinesa atual mantém quase nenhuma relação com a economia esclerosada, fechada e ineficientemente planejada que Deng herdou. Certamente é uma engrenagem criadora de riquezas muito mais eficiente – mesmo assim, os princípios 2 e 3 continuam sendo seguidos à risca. Os custos de eficiência dos princípios de controle do Estado e do autoritarismo político foram, até o momento, surpreendentemente baixos.

O sucesso desta combinação singular – que demonstrou ser enigma para defensores simplistas do livre mercado, onde liberalização política e econômica sempre andam de mãos dadas – decorre do foco pragmático de Deng e seus sucessores no conteúdo de uma economia de mercado (preços e competição) e da recusa em ficar presos a questões de forma (como propriedade privada de ativos), que estrangeiros insistiam serem essenciais.

Quando Hu Jintao assumiu como presidente da China em 2002, herdou uma economia que funcionava muito bem. Com a entrada na OMC em 2001 e subsequente reforma e recapitalização do sistema bancário de 2004 a 2005, a reestruturação da antiga economia planejada estava fundamentalmente concluída. No entanto, junto a esta maravilhosa engrenagem econômica, Hu herdou um sistema de governança que claramente não estava à altura da tarefa de comandar a economia capitalista dinâmica com número crescente de grupos de interesse diversos. Assim, Hu iniciou programa de reforma de governança, sob os *slogans* de “desenvolvimento científico” e “sociedade harmoniosa”. No próximo século, é provável que a reforma de governança tenha o mesmo papel preponderante na história chinesa que a reforma econômica teve nas últimas três décadas.

Assim como a reforma econômica, a reforma de governança focará mais no conteúdo (administração mais responsiva e eficiente e menos corrupta) do que na forma (eleições democráticas). Da mesma maneira em que o objetivo da reforma econômica foi de simplesmente aprimorar o funcionamento da economia, mantendo o papel do Partido e do Estado, a meta da reforma de governança também é de criar sistema de governança que funcione melhor, preservando o papel do Partido e do Estado.

Novo contrato social - Os frutos iniciais da reforma de governança já estão em evidência: maior (ainda que ineficiente) financiamento público para educação, saúde e pensões; a propriedade privada está mais assegurada pela Lei de Propriedade de 2007; e maior proteção aos trabalhadores por meio da Lei do Contrato de Trabalho de 2008. As últimas maiores alterações de pessoal no alto nível do Partido e do governo – os congressos do

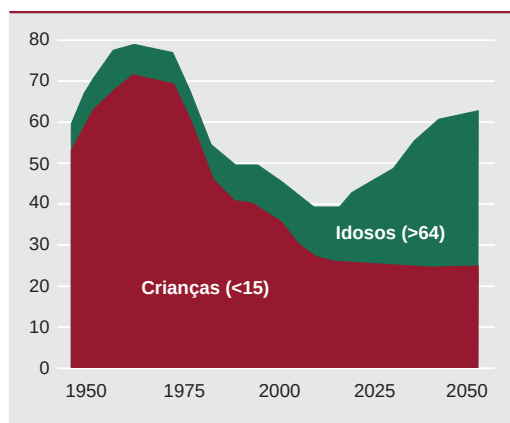
Partido em 2002 e 2007 – observaram ingresso, sem precedentes, de novos rostos nos órgãos de decisão mais elevados, notadamente no Politburo. Além disso, a vasta maioria dos oficiais recém-promovidos não eram engenheiros, como era normal na década de 80 e 90. Ao contrário, estes eram educados em história, direito, economia e política. Ainda, tais oficiais foram promovidos conforme habilidades em administração e governança e não apenas em gerenciamento econômico. É provável que, em 2020, a China possua o mesmo sistema político atual, porém, com governo melhor financiado e administrado, capaz de aprimorar padrões de educação, saúde e proteção ambiental.

A implicação econômica dessa mudança de foco de crescimento para governança é que custos operacionais e de capital para realização de negócios irão elevar-se. Por anos, empresas chinesas prosperaram, parcialmente, devido ao dinamismo empreendedor e produtividade elevada. Entretanto, também prosperaram em função de benefícios providos pelo Estado - como terra, infra-estrutura e capital baratos -, além de regulamentações ambientais, de segurança no trabalho e de seguridade social muito fracas. A consequência da reforma de governança (assim como de políticas econômicas específicas, a exemplo da busca atual de eficiência energética) será que o capital e cumprimento de regulamentações se tornarão gradualmente mais custosos.

O “longo aperto”, contudo, não é apenas questão de política governamental. Dois outros fatores irão ter papel fundamental: a taxa de dependência demográfica e a produtividade trabalhista. Muito do crescimento brilhante da China desde o início da década de 80 pode ser atribuído ao “dividendo demográfico”, ou ao declínio da proporção entre indivíduos em idade não produtiva e indivíduos em idade produtiva. Em 1975, cem chineses em idade produtiva (15-64 anos) tinham de sustentar 80 crianças ou idosos em idade não produtiva; hoje eles suportam menos de 40. Assim como ocorreu anteriormente no Japão, Coreia do Sul e Taiwan, essa queda acentuada na proporção de dependência foi importante motor para crescimento econômico⁵. Aproximadamente em 2015, a proporção de dependência começará a crescer quase inteiramente em razão do rápido aumento do número de idosos, que irão impor à economia gastos cada vez maiores com saúde. Em 2040, haverá 60 pessoas em idade não produtiva para cada cem trabalhadores.

Dividendo decrescente

Dependentes como (%) da população em idade ativa



última década, aumentando taxa de matrícula nos Ensinos Básico e Médio, além de elevar número de graduados de 1 milhão anuais em 2000 para quase 6 milhões atualmente. A vida produtiva média gradualmente aumentará ao longo das próximas duas décadas, uma vez que trabalhadores terão melhor qualidade de ensino e passarão toda carreira em ambiente de mercado no qual são constantemente forçados a atualizar suas técnicas.

Outro fator relacionado é a produtividade do trabalho. Ganhos de produtividade em manufatura na China foram quase espetaculares – em média de 20% anuais ao longo da última década. Foram em grande parte estes enormes ganhos em produtividade que permitiram à China registrar inflação virtualmente zero entre 1998 e 2006, apesar do crescimento econômico acelerado e aumentos expressivos de custos de insumos e salários nominais. É inconcebível que ganhos de tal magnitude possam ser sustentados para sempre. Antes da desaceleração econômica do terceiro trimestre de 2008, já havia evidência desta redução de retorno na forma de maiores custos por unidade de trabalho, que se correlacionavam bem ao aumento lento, porém constante, de bens que compõem o Índice de Preços ao Consumidor.

Aprimorando a força de trabalho - Não há praticamente nenhuma dúvida de que, uma vez que a “taxa demográfica” se consolide, a taxa estrutural de crescimento do PIB chinês irá cair, dos cerca de 8-9% atuais para em torno de 5-6% nos anos 2020. Contudo, o envelhecimento da população não é sentença de morte: seu impacto pode ser mitigado por melhorias em educação e prolongamento da vida produtiva. Diversas pessoas em “idade produtiva” na China não trabalham de fato, pois precária educação e habilidades de trabalho limitadas reduzem empregabilidade após 50 anos de idade. O governo investiu massivamente em educação ao longo da

⁵ Para uma análise completa do impacto de fatores demográficos no crescimento no Leste Asiático, veja David E. Bloom e Jeffrey G. Williamson, “Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Ásia”, World Bank Economic Review, Vol. 12, nº 3 (1998).

Maré crescente

Custo unitário do trabalho e IPC para aparelhos domésticos, ano anterior=100



É praticamente certo que ao longo de 2009 essa pressão arrefecerá, uma vez que as indústrias exportadoras despeçam funcionários e ocorra desaceleração do ritmo de construções. Dada a flexibilidade peculiar do mercado de trabalho chinês, esperamos que ajustes no mercado venham mais na forma de redução de salários do que na perda líquida de empregos. Entretanto, uma vez estabilizada a economia, diminuição gradual da reserva de trabalhadores jovens, prevista pelas projeções demográficas, inevitavelmente fará

retornar a pressão sobre os salários. Quando a próxima explosão de investimento ocorrer, em cerca de cinco anos, será difícil sustentar crescimento muito acima de 9% sem aceitar, também, inflação de preços ao consumidor significativamente mais elevada, provavelmente entre 5-6%. Neste cenário, a eficiência terá de exercer papel muito mais relevante na geração de crescimento do que o fez no passado.

IV. A nova história

Podemos resumir as previsões para a China da seguinte maneira: até o fim da primavera, a maior parte dos dados econômicos será desestimulante, visto que a China estará absorvendo o impacto completo da crise financeira global. Em meados de 2009, contudo, o impacto das políticas de estímulo fiscal e monetário terá produzido efeitos e o crescimento do PIB deverá estabilizar-se ao redor de 8%.

No curso dos próximos doze meses, compreender os efeitos do ano base será crucial para interpretar dados mensais e trimestrais. Uma vez que a China divulga a maior parte dos resultados econômicos anualizado, dados liberados até a primavera parecerão especialmente ruins, pois estarão comparados a resultados extremamente robustos do ano anterior. Entretanto, ao invés de refletir tendência de deterioração da economia, estes dados, mais provavelmente, registrarão nível mais baixo do ciclo econômico - existe algum risco de que o governo simplesmente crie números para disfarçar a verdade horrível, como o fez em 1998 e 1999, quando indicadores físicos e gastos sugeriam crescimento do PIB de cerca de 5%, porém, dados oficiais informavam persistentemente taxas de crescimento de 2 a 3 p.p. mais altas. A precisão de dados melhorou de forma geral desde então, mas o verdadeiro teste será a manutenção desta em nova recessão.

Os problemas presentes são severos, contudo, a elasticidade da economia chinesa é considerável e as fontes de liquidez para estímulo são relativamente abundantes. A manutenção do crescimento em 8% é alcançável, mas acelerar o crescimento muito acima deste nível será extremamente difícil por pelo menos dois ou três anos, em razão da necessidade de despir a “matéria escura” do setor corporativo e enxugar o excesso de capacidade da indústria pesada - o problema de excesso de capacidade é maior em indústrias de insumos do que em manufatura de bens para consumo final, o que é bastante significativo para cálculo de previsões inflacionárias. Empresas com escala pequena, baixa eficiência e altos custos operacionais em setores de base (como aço, fundição de metais e cimento) sairão do mercado devido à inabilidade de ajustarem-se a ambiente de menor demanda. A capacidade será consolidada em empresas maiores, com maior eficiência em alocação de capital e recursos.

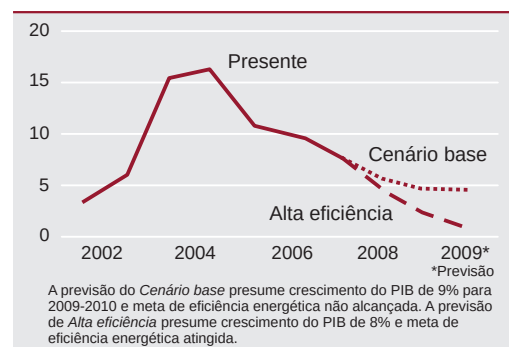
O impacto imediato da menor demanda agregada e da consolidação do excesso de capacidade será deflacionário. O mercado de trabalho irá ajustar-se a essas novas condições parcialmente por meio de perda de empregos, porém mais ainda pela redução brusca no aumento de salários. Por um ano ou dois (2009-2010), assistiremos ao retorno de condições prevalentes no início da década: salários crescendo menos aceleradamente do que produtividade e, conseqüentemente, custo declinante da unidade de trabalho e pouca pressão inflacionária. No entanto, retorno à deflação acentuada é improvável. Ao longo dos últimos anos, produtores estiveram sob intensa pressão em razão do aumento de salários e custo de insumos. Conforme tais pressões sobre custo produtivo arrefecerem, as empresa tentarão utilizar esta poupança para aumentar lucros e não para reduzir preços aos consumidores.

Uma segunda consequência relevante da consolidação industrial é que a intensidade de utilização de recursos para o crescimento chinês será muito inferior nos próximos cinco anos, se comparada aos últimos cinco. Desde 2002, a demanda por energia e recursos da China explodiu em função de dupla aceleração: crescimento do PIB aumentou de 8% para 12% e enormes investimentos em aumento de capacidade produtiva da indústria pesada fizeram necessários mais petróleo e ferro para cada dólar do crescimento do PIB. Agora, o contrário está ocorrendo: crescimento do PIB está desacelerando de 12% para 8%, a produção intensiva em recursos terá de ser consolidada em empresas mais competitivas e muito poucas novas plantas industriais precisam ser construídas nos próximos anos.

Como resultado desta combinação de crescimento menos acelerado e maior eficiência, o crescimento da demanda por recursos pode facilmente reduzir-se para apenas um dígito nos próximos dois anos. Céticos podem tomar estes números como evidência de que o governo está mentindo sobre o crescimento do PIB, todavia, como mostra nosso gráfico, crescimento no consumo de recursos substancialmente mais baixo é perfeitamente compatível com crescimento expressivo do PIB e aprimoramento em eficiência.

Dieta de baixa caloria

Var. (%) anual de consumo total de energia primária na China – Possíveis cenários



Crescimento mais lento, porém mais saudável - Em algum ponto em 2010 ou 2011, quando a economia estiver em situação mais saudável e ajustes na “matéria escura” e no mercado de trabalho tiverem progredido, a lógica do “longo aperto” entrará em campo. Condições demográficas menos favoráveis, políticas governamentais e lei dos retornos decrescentes farão aumentar inexoravelmente o custo real de salários. Reformas de governança em curso criarão maiores custos de capital e regulação.

Estes constrangimentos ao crescimento vão instalar-se gradualmente e podem ser evitados, até certo ponto, por políticas inteligentes. Estender oportunidades de educação permitirá que maior produtividade sirva de contrapeso a menor disponibilidade de mão-de-obra. Maior eficiência na alocação de recursos físicos e de capital poderá mitigar inevitável aumento do custo de ambos. Além disso, mudança na prioridade de gastos do governo em favor da provisão de bens públicos - tais como educação, saúde, seguridade social e pensões - podem levar ao aumento do papel do consumo, que precisará ter participação mais relevante na condução do crescimento econômico, uma vez que a demanda por novos investimentos em infra-estrutura e plantas industriais decline.

Não há nada pré-determinado neste caminho. Pode ser que o ambiente econômico global, que tem sido extremamente adaptável desde o início da década de 80, será muito menos ao longo das próximas duas décadas. No entanto, as condições para que a China livre-se da presente tormenta e emerja com economia mais saudável e forte estão presentes. Políticas governamentais, em geral, estão seguindo direção correta e Pequim parece comprometido a equilibrar necessidade de estímulo no curto prazo com necessidade de regulação e eficiência mais firmes no longo prazo. Muito ainda pode dar errado, mas, comparada às demais grandes economias do mundo, a China parece em ótima forma. ■

© Dragonomics Research & Advisory. Esta análise foi preparada a partir de fontes de dados que nós acreditamos serem confiáveis, mas nós não fazemos nenhuma representação de sua precisão ou integridade. Esta análise é publicada apenas para a informação dos clientes da Dragonomics Research & Advisory e não é uma oferta de venda ou compra, nem uma solicitação de oferta para a oferta de compra ou venda de um derivativo. Esta análise não deve ser interpretada como a provisão de investimentos para nenhum estado, país, ou jurisdição nas quais esses serviços sejam ilegais. As opiniões e estimativas expressadas nessa análise constituem nosso julgamento dos dados que nos foram apresentados e são sujeitos à mudança sem notificação prévia.

Reprodução autorizada de artigo do Dragonomics Research & Advisory (www.dragonomics.net) publicado em 9.12.2008. O conteúdo não reflete necessariamente a posição do CEBC nem de seus associados. Os editores da Carta da China traduzem os artigos publicados no convênio CEBC-Dragonomics Research & Advisory sem alteração ao conteúdo original.

Economia

China passa a ser terceira maior economia do mundo em 2007

O Escritório Nacional de Estatísticas da China efetuou segunda e última revisão do crescimento do PIB de 2007 e constatou aumento de 1,1 p.p. para 13%. Com a alteração, o PIB nominal do país asiático, de aproximadamente US\$ 3,76 trilhões, superou o da Alemanha em US\$ 440 bilhões e passou a ocupar o terceiro lugar no *ranking* mundial de maiores economias – atrás apenas de Estados Unidos e Japão, com US\$ 13,8 trilhões e US\$ 4,38 trilhões, respectivamente.

A nova estimativa é a maior desde 1993, quando a economia cresceu 13,5%. O reajuste foi justificado pela expansão do setor secundário e terciário acima do calculado na primeira revisão, efetuada ainda em abril de 2008. Contudo, a contribuição dos setores para o crescimento do PIB permaneceu inalterada. Com expectativa de crescimento superior a 6% em 2009 (as perspectivas variam entre 6 e 8%), a economia chinesa se distanciará ainda mais da Alemanha.

[Leia mais](#)

Macro China 12

Defesa comercial

Brasil sobretaxa pneus de carga importados da China

A Câmara de Comércio Exterior (CAMEX) aprovou aplicação de direito *antidumping* provisório sobre pneus novos de borracha para ônibus e caminhões importados da China, em 19 de dezembro de 2008. Com duração de seis meses, a medida sobretaxa em US\$ 1,33 o quilo de material importado enquanto prosseguir investigação para possível aplicação de mecanismo de *antidumping* definitivo, solicitada pela Associação Nacional da Indústria de Pneumáticos (ANIP).

De acordo com análise da CAMEX, a variação entre custo de produção e preço de exportação do produto chinês foi de 82%. Vale ressaltar que, para fins de análise de implementação de mecanismos de defesa comercial, a China não é considerada economia de mercado e, portanto, o cálculo do custo médio de produção do produto (valor normal) é efetuado com base no preço praticado em um terceiro país de economia de mercado - neste caso, a Argentina. De julho de 2003 a junho de 2004, a participação da China no mercado brasileiro de pneus novos de borracha para ônibus e caminhões era de 0,2%. Já de julho de 2006 a junho de 2007 passou a 6,1%. Somente no segundo semestre de 2008 foram iniciadas pela CAMEX vinte investigações *antidumping*, sendo oito delas contra o país asiático.

[Leia mais](#)

Carta da China 42

Economia

China lança pacote de estímulo a setor siderúrgico e automobilístico

A desaceleração do mercado de aço reforçada no quarto trimestre de 2008 intensificou processo de reestruturação das indústrias chinesas do setor, em curso desde 2007. Com rápida queda na demanda impulsionada pela crise de liquidez internacional, o processo foi necessário para o aumento de produtividade e minimização dos efeitos da crise. Nesse cenário, empresas mais vulneráveis estão sendo obrigadas a se juntar a outras de maiores recursos tecnológicos e financeiros para sobreviver, aumentando competitividade doméstica do setor.

Ao final de dezembro de 2008, 27 siderúrgicas e mineradoras da cidade industrial de Tangshan estabeleceram a “Tangshan Great Wall Steel” e outras 12 indústrias formaram a “Tangshan Bohai Steel”. As duas novas empresas terão capacidade produtiva de, respectivamente, 15 e 13 milhões de toneladas - juntas se igualam a produção da maior siderúrgica chinesa, Baosteel. Esta é a maior reestruturação da história da indústria privada de aço no país.

Para atenuar efeitos da crise, o Conselho de Estado da China lançou pacote de estímulo econômico para o setor. Entre as medidas para indústria do aço a serem implementadas estão adoção de política mais flexível de devolução de impostos a exportadores do produto e alocação de fundos especiais do governo central para aprimoramento de qualidade e inovação tecnológica.

O setor automobilístico, que contribuiu expressivamente para o desaquecimento do setor siderúrgico, também recebeu atenção do pacote de estímulo anunciado pelo governo chinês. O país asiático, segundo maior mercado mundial de automóveis, registrou em 2008

pior desempenho em uma década, ocasionado, sobretudo, pela desconfiança de consumidores face à crise econômica internacional. De 20 de janeiro a 31 de dezembro de 2009 o governo chinês incentivará vendas de veículos de motores de até 1,6 litros por meio de corte de 5% dos impostos. A partir de março de 2009, também serão concedidos subsídios de cerca de US\$ 732 milhões para incentivar agricultores a substituírem seus tratores por mini-tratores ou veículos de motores de até 1,3 litros. O benefício será estendido até dezembro do mesmo ano. Ainda, o governo destinará nos próximos três anos US\$ 1,5 bilhão à modernização tecnológica e pesquisa de veículos que utilizem fontes energéticas alternativas.

Sistema bancário

Investidores estrangeiros vendem participações em bancos chineses

Frente à falta de liquidez decorrente da crise de crédito global, adicionada à redução de margens de lucros de instituições financeiras da China, grandes investidores estrangeiros venderam suas participações em bancos chineses ao início de janeiro de 2009. Enquanto o norte-americano Bank of America diminuiu sua participação no China Construction Bank (CCB) de 19,1% para 16,6%, o suíço UBS vendeu totalidade de sua participação no Bank of China (BoC), levantando US\$ 835 milhões. O movimento foi seguido pelo Royal Bank of Scotland (RBS), que vendeu todas as suas mais de 10 bilhões de ações do BoC, no valor de US\$ 2,4 bilhões, e pela venda de todas ações do BoC pela fundação controlada pelo homem mais rico de Hong-Kong, Li Ka-shing, operação avaliada em US\$ 524 milhões.

Diversas instituições estrangeiras adquiriram pequenas participações nos três maiores bancos da China – Bank of China, China Construction Bank e Industrial and Commercial Bank of China – em 2005 e 2006, quando ações tornaram-se disponíveis em emissões primárias. Desde então, instituições financeiras estrangeiras já injetaram mais de US\$ 25 bilhões no mercado bancário chinês. Em 2008 e 2009, contudo, começou a expirar o prazo de três anos durante o qual o capital investido estava imobilizado. Pressionados por perdas consecutivas e dívidas crescentes, os instituições financeiras internacionais buscam liquidez e vendem seus ativos na China.

Segurança

Marinha chinesa realiza primeira missão fora do Pacífico

Navios da marinha chinesa, oficialmente denominada Marinha do Exército de Libertação do Povo (PLAN, na sigla em inglês), escoltaram embarcações comerciais nacionais e outros navios que levavam ajuda humanitária à Somália pelo Golfo do Áden, em 06 de janeiro de 2009. A área tem sido assolada por ataques e seqüestros a navios e, segundo porta-voz do Ministério de Relações Exteriores da China, Liu Jianchao, cerca de 20% das 1.265 embarcações chinesas que transitaram no Golfo em 2008 foram atacadas por piratas.

O Golfo de Áden possui grande importância estratégica para a China, uma vez que por ele transitam cargueiros que transportam, sobretudo, petróleo do Oriente Médio para o país asiático. O problema já tem resultado em elevação dos preços de seguro e frete, em razão do desvio na rota para evitar locais onde ataques são mais frequentes. Foi a primeira vez na história moderna que navios de guerra chineses foram deslocados para fora do Pacífico e a China é o último dos países membros permanentes do Conselho de Segurança das Nações Unidas a enviar arsenal marítimo de guerra à região, fatos que confirmam modernização da marinha do país e maior envolvimento em questões estratégicas internacionais.

Setor automobilístico

GM abre oitava planta de veículos na China, apostando no crescimento em longo prazo

A General Motors (GM), maior fabricante estrangeira de automóveis na China, inaugurou em dezembro de 2008 oitava planta produtiva no país asiático, avaliada em US\$ 390 milhões. O projeto terá capacidade de produzir 150 mil veículos anuais e aumentará a capacidade produtiva da GM no país para mais de 1 milhão de automóveis por ano. A nova planta integra estratégia mais ampla de atualização e diversificação do portfólio de modelos da empresa na China, a fim de enfrentar a concorrência de novos carros da Volkswagen e Toyota.

A inauguração aconteceu no momento em que a GM enfrenta grande crise, recentemente recebeu US\$ 4 bilhões do governo norte-americano para evitar sua falência e registrou desaceleração brusca de vendas em 2008 – de 6% anuais, contra 19% em 2007 e ao menos 27% nos quatro anos anteriores. O presidente da GM na China, Kevin Wale, acredita que pacotes de estímulos do governo chinês já terão efeitos na demanda no segundo semestre de 2009 e, dessa forma, o mercado automobilístico do país deverá se manter como de maior expansão na próxima década.

Telecomunicações

Governo chinês concede licenças 3G a operadoras

Depois de longa demora, o governo chinês concedeu no início de janeiro de 2009 licenças de terceira geração de serviços móveis para as três principais operadoras do país - China Mobile, China Unicom e China Telecom -, que deverão investir cerca de US\$ 41 bilhões nos próximos dois anos.

Leia mais

Carta da China 38

A China Mobile, empresa que detém mais de 70% da fatia do mercado chinês, recebeu a concessão para TD-SCDMA, padrão utilizado nacionalmente. Já a China Unicom ficou com o padrão europeu (W-CDMA), enquanto a China Telecom recebeu licença para o padrão norte-americano, CDMA 2000. A separação se deveu ao plano de reestruturação do setor direcionado pelo governo, que tem por objetivo gerar maior competição entre as empresas operadoras e incentivar compartilhamento de infra-estrutura.

As duas grandes empresas nacionais fornecedoras de *hardware*, Huawei e ZTE, serão as maiores beneficiadas com a entrada da nova tecnologia na China, uma vez que a China Mobile irá utilizar fornecedores nacionais para sua rede TD-SCDMA. A China é o maior mercado mundial do setor de telecomunicações, com cerca de 600 milhões de usuários.

Relações bilaterais

China e Angola inauguram vôos diretos

Em dezembro de 2008 foram inaugurados vôos diretos entre Luanda e Pequim, que operarão duas vezes por semana. Angola já é o maior fornecedor de petróleo da China – cerca de 30% do total importado –, ao passo que investimentos chineses dominam o setor de infra-estrutura no país africano. Apesar de crise financeira mundial, a expectativa de crescimento do PIB de Angola para 2009 é superior a 8%, este em grande parte devido aos investimentos e empréstimos chineses – que já alcançaram US\$ 5 bilhões entre 2003 e 2008. A presença da China em Angola é cada vez maior e o enorme fluxo de capital disponibilizado torna a concorrência com os chineses muito difícil.

Leia mais

Carta da China 33

Carta da China

A Carta da China é publicada mensalmente pela secretaria executiva do Conselho Empresarial Brasil-China. Os artigos publicados não necessariamente refletem a opinião do CEBC nem de seus associados. A escolha de artigos analíticos, de matérias comentadas e de resumos de notícias é de responsabilidade da secretaria executiva do CEBC.

A Carta da China é distribuída a associados do Conselho Empresarial Brasil-China e a destinatários recomendados por associados.

Editores

Rodrigo Tavares Maciel
Vivian Alt
Zaira Lanna
Estagiários: Lara Azevedo e Thiago Scot

Atendimento ao leitor

cebc@cebc.org.br

Edições anteriores

Disponíveis para download em www.cebc.org.br

Projeto gráfico

Presto Design