



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 18

25 DE AGOSTO DE 2023

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.





Falamos muito de Brasil e Estados Unidos, mas pouco ou nada sobre um país que poderá ser o “fiel da balança” mundial nos próximos anos: a China. Portanto, vamos usar “O Canário da Mina” (OCM) de hoje para discutir o futuro econômico do império do centro. Começando pelo final, se por um lado não acreditamos que a China vá ser a “locomotiva do mundo”, por outro também descartamos uma crise financeira *à la* “Lehman Brothers”.

Começando pela parte mais simples, a China vem crescendo menos do que o esperado após a reabertura da economia, e existem duas razões para isso. A primeira é o tipo de ajuda concedida pelo governo chinês durante a pandemia. Ao contrário dos EUA e do Brasil, por exemplo, boa parte da transferência se deu para as empresas, e não para as pessoas. Entretanto, como os lockdowns foram muito mais severos na China do que no restante do mundo, o excesso de poupança por lá chegou a USD 3,1 trilhões; nos EUA, esse número chegou a USD 2,3 trilhões, que classificamos como um “maná” para o consumidor americano no OCM 16. Enquanto na Terra do Tio Sam esse “maná” começou a ser consumido um trimestre depois da reabertura da economia, na China a poupança continuou a crescer mesmo após sete meses desde o fim das restrições por lá, chegando a USD 3,9 trilhões em julho (último dado disponível). Esses são os dados, mas qual foi a motivação para desempenhos tão díspares?

A primeira resposta que pode vir à mente é o consumismo americano *vis-à-vis* o conservadorismo chinês. Essa seria até uma boa resposta se não fossem os valores envolvidos e, principalmente, o fato de que o excesso de poupança não foi mantido, mas aumentado em mais de 25%! Portanto, temos que pensar em outra opção, que pode ser a crise do mercado imobiliário chinês.

Apesar de o termo “crise imobiliária” nos remeter naturalmente para a crise do subprime americano entre 2007/2008, que atingiu seu ápice em setembro de 2008 com a falência do Lehman Brothers, os “bichos” são diferentes e as consequências, também. Primeiro que, ao contrário dos americanos, os chineses não fizeram dos imóveis uma pirâmide financeira na qual ficavam pulando de uma hipoteca para outra, lucrando com a diferença. Na verdade, eles usavam esses imóveis como uma poupança de longo prazo; 76% estavam em imóveis antes da pandemia, contra 28% nos EUA. Contudo, mesmo e por causa dessas diferenças, o impacto final sobre o consumo pode acabar sendo igual. Explicamos: segundo a Hipótese da Renda Permanente, desenvolvida por Milton Friedman, o consumo presente de uma pessoa não é determinado apenas por sua renda corrente, mas também por sua renda esperada para o futuro. Dessa forma, com os preços dos imóveis caindo vertiginosamente e a maior parte de sua poupança investida nesse ativo, o chinês médio viu nessa crise uma perda em sua renda corrente e reduziu seu consumo de forma imediata. Portanto, se o consumidor tiver uma queda abrupta da renda corrente, como no caso da crise do subprime americano, ou da renda futura, como no caso da crise imobiliária chinesa, o resultado — guardadas as devidas proporções — será o mesmo segundo a Hipótese da Renda Permanente, como aparentemente foi.

A segunda diferença importante é que, ao contrário da crise americana — quando, como já falamos, houve uma pirâmide financeira que ligava o mercado financeiro ao mercado imobiliário e este ao consumidor —, na China o caminho se dava basicamente entre o mercado financeiro, as incorporadoras e as províncias chinesas (como se fossem nossos estados). Isso, porque existiam dois incentivos perversos para gerar essa pirâmide. O primeiro, e mais importante, era que boa parte da receita dos governos regionais vinha dos impostos arrecadados com a venda de terrenos para as incorporadoras, o que criava uma perfeita simbiose entre os dois entes econômicos. Dessa forma, com o castelo de cartas ruindo, não são só as incorporadoras que estão com problemas; os governos regionais, também. Uma peculiaridade econômica da China agrava a situação. Apesar de ser um país com um governo central forte, boa parte dos investimentos em infraestrutura é descentralizado, responsabilidade dos governos regionais. Entretanto, os dirigentes regionais dependem da boa avaliação do governo central para continuar no cargo e, mais que isso, não entrar em desgraça no Partido Comunista Chinês. Mas como isso é conquistado? Por meio de um bom desempenho econômico — calculado na China como “cimento e aço”. Daí o surgimento de pontes que ligam “nada a lugar nenhum” ou “condomínios fantasmas”; eles geram crescimento e, assim, prestígio. O problema é que, ao mesmo tempo que isso resolve um problema de curto prazo do governador local, gera outros dois em médio e longo prazos. Primeiro, cria um endividamento regional extremamente elevado, com grande parte da parcela “podre” desse investimento escondida no melhor estilo “*o que é bom, a gente mostra; o que é ruim, a gente esconde*”¹. Aqui entram os bancos regionais que carregam esses “títulos podres”, reduzindo, portanto, sua capacidade de alavancar o crédito e tornando o problema inicial ainda maior. Segundo, assim como a falta de investimento é ruim, o excesso também, uma vez que diminui a produtividade geral do capital e, conseqüentemente, do PIB potencial chinês.

¹Frase infeliz do então ministro da fazenda Rubens Ricúpero, captada por antenas parabólicas no intervalo de uma entrevista. Após o episódio Ricúpero pediu demissão e foi substituído por Fernando Henrique Cardoso. O resto é história.

Mas a questão da crise imobiliária seria apenas um problema conjuntural; mais cedo ou mais tarde, com mais ou menos “dor”, tem solução. No estilo americano, muita dor e pouco tempo; no estilo japonês, pouca dor e muito tempo. Entretanto, de forma estrutural, a China tem dois problemas demográficos inescapáveis com impactos deletérios sobre a economia chinesa: o fim do bônus demográfico e a política de filho único.

Contextualizando, o bônus demográfico é o período em que a população em idade ativa (entre 15 e 64 anos, pelo padrão das Nações Unidas) está em seu crescimento mais intenso; ou seja, até intuitivamente, é o momento da história do país no qual o PIB potencial é maior pelo simples motivo de haver mais gente produzindo riquezas. Um pedaço importante do “milagre brasileiro” foi devido a ele. Só que nosso bônus demográfico acabou em 2020², portanto podemos dizer que o Brasil “ficou velho antes de ficar rico”, já que a renda per capita brasileira estagnou em aproximadamente USD 8 mil, nível que nos coloca como um país de “renda média”. Esse é o risco que a China corre agora.

Pode parecer estranho falar isso da China, a segunda economia do mundo – ou primeira, dependendo da fórmula de cálculo. Entretanto, sua riqueza por habitante (cerca de USD 12,5 mil, segundo o Banco Mundial) a caracteriza também como um país de renda média. Outra forma de ver isso é fazer uma comparação com os EUA. Se o PIB chinês total em dólares representa 74% do americano, sua renda *per capita* é de apenas 18% do americano. Portanto, seria imperioso que a China continuasse crescendo em ritmo acelerado para fechar esse gap de riqueza e entrar no mundo dos países ricos. O problema é que o bônus demográfico da China vai terminar entre 2025 e 2030, comprometendo um importante fator de crescimento da economia.

A questão da política de filho único apenas piora essa situação, tanto porque faz com que a queda da população em idade ativa seja mais rápida do que a da brasileira, por exemplo, quanto porque, em um futuro próximo, esses trabalhadores terão de arcar com mais “dependentes”³, sobrecarregando o sistema de rede social do país. No caso chinês, há o agravante da cultura oriental, na qual cabe ao filho homem cuidar dos pais. Menos gente trabalhando e mais gente para cuidar: aritmética que resulta em menos crescimento.

Juntando tudo, fica difícil ser otimista com o crescimento chinês nos próximos anos. Entretanto, isso não significa que teremos uma recessão por lá, uma vez que, apesar de todos os problemas citados, a China tem algumas características que devem manter um crescimento anual entre 3,0% e 4,0%. Nível que até poderia ser considerado razoável para o Brasil, mas longe de fazer jus à alcunha de “locomotiva do mundo”. Um dos aspectos é que ainda há espaço para a urbanização da população. Enquanto no Brasil 88% da população já é urbana, na China apenas 64% moram nas cidades. Porém, até isso pode emperrar. Existe na China um sistema que remonta da dinastia Zhou (entre os séculos XI e VIII a.C.), chamado Hukou, que de alguma forma prende o agricultor em sua terra, uma vez que, se ele mudar de província, pode perder acesso ao sistema de saúde e educação pública, entre outras penalidades. O Hukou vem passando por modernizações desde que Deng Xiaoping assumiu o

² A população em idade ativa ainda vai crescer até 2035, mas em ritmo de quase estabilidade.

³ Demograficamente, seria a população entre 0 e 14 anos e acima de 65 anos.

poder, em 1978, mas ainda é um limitante para a mobilidade regional na China, reduzindo, portanto, o potencial ganho de produtividade com uma rápida urbanização da população.

A conclusão é que se a China vai deixar de ser a “locomotiva do mundo”, também não vai entrar em recessão; se existe uma crise no mercado imobiliário que vai derrubar o consumo, também não vai gerar uma crise financeira como a de 2008. Contudo, certamente veremos um novo equilíbrio econômico mundial, capaz de provocar consequências financeiras ainda incertas e geopolíticas ainda mais incertas. Mas isso fica para outro OCM.

Frase da Semana

“Espere o melhor, prepare-se para o pior e aceite o que vier.”

Provérbio Chinês

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	8,75
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	2,50	1,70