



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **75**

04 DE OUTUBRO DE 2024

O Dragão Vermelho

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 é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.



O Dragão Vermelho

Na semana passada, a China anunciou um grande pacote de estímulos econômicos e financeiros. As medidas divulgadas são diversas e têm como objetivo garantir um impulso adicional para uma economia que vem sofrendo por conta de suas idiossincrasias. Nesse contexto, vamos utilizar a edição desta semana de “O Canário da Mina” para tentar entender não somente o pacote anunciado, mas também o porquê de sua necessidade, como ele pode impactar o resto do mundo e o que podemos esperar da China nos próximos anos.

Quando falamos de China na atualidade, é importante destacar que a economia vem passando por uma grande transformação. Desde a década de 1980, os principais indutores do crescimento chinês foram as exportações, a manufatura e os investimentos em infraestrutura e habitação. Essa combinação funcionou muito bem no passado, garantindo um impressionante crescimento médio de 8,9% do PIB *per capita* entre 1980 e 2010 e transformando a China na segunda maior economia do globo. Entretanto, já faz alguns anos que as lideranças chinesas vêm buscando migrar para um modelo de crescimento mais “sustentável”, voltado para o setor de serviços, a produção de tecnologias avançadas, o desenvolvimento de indústrias do tipo 4.0 e, principalmente, o consumo interno. Ou seja, em última instância, a China está tentando se aproximar mais do modelo de crescimento dos outros países desenvolvidos, como Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha etc.

Talvez a melhor forma de entender como o modelo de crescimento adotado pela China gerou distorções em sua economia seja por meio da análise da participação do consumo das famílias no PIB. Usualmente, países desenvolvidos possuem uma grande parcela do PIB representada pelo consumo – nos Estados Unidos, por exemplo, a participação do consumo das famílias no PIB foi crescendo paulatinamente, passando de 61,3% em 1980 para 68,2% em 2010, patamar em que tem oscilado desde então. Na China, por sua vez, após décadas em que os focos foram o setor externo e o investimento em infraestrutura e habitação, a participação do consumo das famílias no PIB caiu de 51,5% em 1980 para 34,6% em 2010¹ – um patamar absolutamente aquém do que seria esperado para um país desenvolvido.

Fica claro, portanto, que a China foi na contramão das outras grandes economias em termos de composição do PIB, e isso é preocupante, porque o consumo interno é fundamental para um crescimento mais sustentável ao longo do tempo. É justamente por conta dessa situação – e de outros fatores, como o envelhecimento populacional, a fragmentação do comércio mundial e a “reglobalização” – que as autoridades chinesas estão tentando alterar os pilares da segunda maior economia do mundo.

Apesar de alguns pequenos progressos – a participação do consumo das famílias no PIB saiu de 34,6% em 2010 para 39,2% em 2023 –, ainda vai demorar bastante até que a China mature seu crescimento. Para exemplificar, podemos fazer um pequeno exercício simplista, que nos dá uma noção de quanto tempo levaria para o consumo atingir 50%

¹ É importante destacar que alguns economistas acreditam que, por questões metodológicas, a participação do consumo das famílias no PIB chinês está subestimada nos dados oficiais (<https://www.pii.com/research/piie-charts/2024/household-consumption-china-not-low-many-think>). Nesse contexto, seria necessário realizar um ajuste metodológico para comparar essa métrica com a de outros países da OCDE. O ajuste aumentaria a participação em, aproximadamente, 6,0% em todos os anos. Na nossa análise, utilizamos os dados oficiais divulgados pelo National Bureau of Statistics of China, que não consideram o ajuste metodológico.

de participação no PIB chinês. Assumindo que o PIB cresça 5,0% todos os anos e que a contribuição do consumo das famílias para o crescimento do PIB se mantenha constante em 60% (um valor elevado) no mesmo período, seriam necessários aproximadamente 15 anos para chegar no patamar de 50% – ainda aquém de muitos países na atualidade.

Enfim, essa pequena contextualização mostra que a China está passando por um momento de transformação, que, inclusive, tem cobrado um preço, como a grande deterioração recente do mercado imobiliário.

Como o mercado imobiliário teve um papel central no crescimento chinês, durante muitos anos foi estimulado pelo alto volume de crédito e por políticas governamentais. Além disso, por uma questão cultural, as famílias chinesas sempre investiram muito na aquisição de imóveis, entendida como uma forma de perpetuar a renda ao longo do tempo – de acordo com dados de 2019 do *China Household Wealth Survey Report*, os ativos imobiliários respondiam por 71,3% da riqueza das famílias chinesas em áreas urbanas. Foi nesse contexto que a alavancagem das empresas que atuam no setor cresceu excessivamente e que sugiram movimentos especulativos nos preços dos imóveis. Em última instância, esses fatores contribuíram, em conjunto, para a formação de uma bolha no setor imobiliário chinês.

Quem “estourou” a bolha foi o próprio governo, no final de 2020, quando se viu diante de uma situação insustentável e com riscos financeiros crescentes. Bastou endurecer as regras para a compra de imóveis, restringir o acesso das construtoras e incorporadoras ao crédito e elevar a barra das regras de endividamento para que o setor entrasse em colapso.

A construção de novas moradias residenciais (mensurada em milhões de metros quadrados de área útil) caiu 2,0% em 2020, 11% em 2021, 40% em 2022 e 28% em 2023. Além disso, os preços dos imóveis vêm apresentando, desde o primeiro trimestre de 2022, queda contínua. Como consequência, as duas maiores incorporadoras do país (Evergrande e Country Garden) já deram *default* em suas dívidas, com a primeira entrando com um pedido de recuperação judicial nos Estados Unidos em 2023. Eis outro dado acachapante: de acordo com uma matéria da *Reuters*², as empresas responsáveis por, aproximadamente, 40% da construção/venda de novas moradias na China deram algum tipo de *default* em suas dívidas desde 2021.

Somando essa decadência do mercado imobiliário com o choque da pandemia do coronavírus e com a posterior radical política de tolerância zero quanto à covid-19 – que, inclusive, acarretou o emblemático lockdown de Xangai, que perdurou de fevereiro de 2022 até agosto do mesmo ano –, temos o pano de fundo perfeito para uma debacle na confiança dos consumidores chineses. Dados do *National Bureau of Statistics of China* mostram que, após o lockdown realizado em Xangai, a confiança dos consumidores caiu 23% em abril de 2022 – e nunca mais deu sinal de recuperação.

² <https://www.reuters.com/world/china/china-property-creditors-face-worsening-restructuring-terms-sector-recovery-2023-10-11/>

Outra maneira de quantificar a maior apreensão das famílias chinesas é por meio da análise dos depósitos bancários, que vêm crescendo, desde 2020, a uma taxa muito maior do que verificada no pré-pandemia. Ou seja, parece que os cidadãos chineses têm deixado, proporcionalmente, muito mais dinheiro parado nos bancos: de dezembro de 2020 a agosto de 2024, a diferença entre os depósitos efetivamente acumulados e o que seria verificado caso a tendência (2016-2019) permanecesse presente é de U\$ 4,2 trilhões – uma proxy para “excesso de poupança”. Essa dinâmica revela não somente a menor disposição das famílias chinesas para consumir, como também a maior aversão ao risco para investir e comprar novas propriedades.

Esse contexto muito desfavorável tem impactado também o mercado de ações da China: o principal índice acionário chinês (o CSI 300) caiu 46% entre 10 de fevereiro de 2021 e 20 de setembro de 2024. Ademais, para piorar a situação, o desemprego entre os jovens (com idade entre 15 e 24 anos) cresceu bastante, partindo de uma média de 10% antes da pandemia para 16% em 2023. Parece que a descrença com a China é tão grande que até a entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED) no país está sofrendo: pela primeira vez desde 1998, a segunda maior economia do mundo experienciou saídas de IED do país, no terceiro trimestre de 2023 e no segundo trimestre de 2024.

Foi diante desse cenário desafiador que o governo chinês resolveu intervir mais diretamente na economia.

Na última semana de setembro, as autoridades divulgaram o maior pacote de estímulos desde a crise financeira de 2008. Vale destacar que a data do anúncio não foi aleatória: poucos dias antes, o banco central norte-americano havia dado o pontapé inicial na redução das taxas de juros na maior economia do mundo, o que deve propiciar mais liquidez no ambiente internacional.

Não é como se a economia chinesa estivesse à beira de uma recessão – de fato, ela atingiu sua meta de crescimento em 2023 (meta de 5,0%) e deve ocorrer o mesmo neste ano (meta de aproximadamente 5,0%). Entretanto, as autoridades parecem estar interessadas em suavizar, a partir de agora, a transição para o novo modelo de crescimento chinês.

O pacote é muito completo. Do lado monetário, o banco central chinês (PBOC) vai reduzir os compulsórios bancários em 0,5% e suas principais taxas de empréstimo em 0,2% – e, inclusive, sinalizou que novos cortes podem acontecer até o final do ano. Além disso, com o objetivo de estimular o mercado imobiliário, tanto as hipotecas vigentes terão suas taxas reduzidas em 0,5% quanto a entrada para a aquisição de um segundo imóvel cairá de 25% para 15%.

O banco central também vai oferecer suporte para o mercado de ações, por meio de duas abordagens inéditas. Na primeira, empréstimos de ativos líquidos e seguros serão ofertados pelo PBOC para investidores institucionais

selecionados (fundos, seguradoras etc.), que entregarão como colateral ativos mais arriscados e menos líquidos. Essas operações têm como objetivo melhorar a qualidade do balanço dessas instituições, aprimorando a habilidade delas de captar recursos, que posteriormente seriam investidos em ações. Na segunda, o PBOC oferecerá uma linha de crédito especial para bancos comerciais, que deverão emprestar o dinheiro para empresas de capital aberto realizarem a recompra de suas ações.

Por fim, pelo lado fiscal, o governo anunciou que finalizaria, até 1º de outubro (aniversário da fundação da República Popular da China), uma transferência direta e única de dinheiro para cidadãos em situação de extrema miserabilidade. O valor do recurso não foi divulgado.

Em conclusão, é evidente que a China está passando por um momento difícil, e que seu novo modelo de crescimento demorará mais para amadurecer. Talvez seja mais correto interpretar o momento como de transformação, e não de declínio – não é natural uma economia crescer 10% ao ano indefinidamente. Dito isso, o pacote recém-anunciado é muito bem-vindo, mas não é uma bala de prata para os problemas estruturais do país.

Apesar de ser alto o volume de dinheiro que será injetado na economia, ele está muito aquém do que seria necessário para efetivamente sustentar o crescimento e elevar o otimismo de famílias e investidores após anos de decepção. Destacamos, inclusive, que a política monetária é mais eficiente em frear do que em estimular a economia. Como a anedota do cavalo bebendo água muito bem descreve: quando o animal está se deleitando no rio, você pode puxar a rédea para fazê-lo parar de beber; mas, se o levar para o rio novamente, não pode obrigá-lo a tomar água.

De todo modo, é positivo o fato de que as autoridades da segunda maior economia global estejam mostrando maior disposição para garantir um processo de transição menos tortuoso do modelo de crescimento chinês. O Brasil, em particular, pode se beneficiar desse cenário, considerando que a China é nosso maior parceiro comercial, representando 28% da corrente de comércio brasileira com o mundo.

Frase da Semana

“Quando você multiplica qualquer problema pelo tamanho da população da China, ele se torna um problema muito grande. Mas quando você o divide pelo tamanho da população da China, ele se torna muito pequeno.”

Wen Jiabao

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,40	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	11,25	11,00
USDBRL	5,28	4,86	5,30	5,50
PIB (%)	3,00	2,90	3,10	2,00