

## China: a desaceleração, a meta e o necessário

Em 2010, o FMI esperava um crescimento médio de 9,5% para a China no quinquênio 2011-2015. O crescimento acabou sendo de 7,8%. Agora o FMI espera um crescimento médio de 6,2% para os anos de 2016-2020, pouco abaixo da meta do governo de 6,5%. Quais foram as causas daquela desaceleração? É possível atingir um crescimento próximo do que diz o FMI e o Governo?

Nos últimos anos, a China saiu de um crescimento de 10,6% em 2010 para 6,9% em 2015. Isto é, a economia chinesa vem desacelerando em média 0,7p.p. ao ano nos últimos 5 anos. Essa trajetória de redução do crescimento está longe de ser dramática e, em virtude dos desafios que enfrenta, talvez devesse até ser aplaudida como uma desaceleração moderada e por ora bem-sucedida.

Colocando em perspectiva, notamos que o setor de serviços desacelerou apenas levemente, de modo que a redução do crescimento chinês foi bastante concentrada no setor industrial, que experimentou uma desaceleração contínua. Após crescer 12,7% em 2010, a indústria cresceu “apenas” 6% em 2015, ou seja, uma redução média de 1,3p.p. ao ano no seu crescimento.

Uma parte disso parece estar ligada à perda de ímpeto das exportações chinesas, cuja composição é praticamente toda de produtos industriais. Em 2010 as exportações chegaram a crescer 29% em termos reais, mas foram desacelerando até estagnarem em 2015. Isso, em parte, está ligado à desaceleração do comércio exterior em alguns dos seus principais parceiros, notadamente a Europa e os EUA. Como já discutimos em outro Comentário Macroeconômico<sup>1</sup>, as razões por trás desse movimento parecem relacionadas ao arrefecimento do investimento, que é o componente da demanda com maior conteúdo de bens transacionáveis internacionalmente, e também a algum esgotamento do processo de expansão das cadeias produtivas globais. Porém, além dessas razões, a apreciação acumulada de 30% do câmbio real multilateral e o aumento dos custos internos de produção, notadamente a mão de obra, produziram uma piora no grau de competitividade das exportações. Não por acaso, a desaceleração do crescimento real das exportações chinesas foi muito mais forte do que no resto do mundo, culminando em 2015 com a estagnação, enquanto as exportações mundiais cresceram 2%.

Contudo, provavelmente a principal razão para a desaceleração do crescimento da indústria tem a ver com a fortíssima redução do ímpeto do investimento doméstico. A China não divulga o crescimento real do investimento, mas é possível estimá-lo. O que notamos é que o crescimento do investimento saiu de algo próximo de 15% em 2010 indo para aproximadamente 5,5% em 2015. Com isso, a participação do investimento no PIB deve ter caído aproximadamente 3p.p. desde 2010, com consequências bastante negativas sobre a demanda por produtos industriais.

Nesse caso, ainda resta saber o porquê de o investimento ter desacelerado. Afinal, dizer apenas que a desaceleração do investimento implicou a desaceleração do PIB tem pouco significado, pois essa é sempre uma verdade contábil. Em primeiro lugar é preciso notar que a taxa de investimento na China era de incriveis 47% em 2010. Embora certamente ainda existam muitos projetos com alta rentabilidade, parece razoável que tenha havido uma redução no volume de projetos com os altos retornos que prevaleceram no passado. Em outras palavras, as oportunidades rentáveis de investimento diminuíram, de modo que manter aquele nível de taxa de investimento fazia menos sentido.

Ademais, depois do boom de crescimento do crédito no pós-crise (quando apenas em 2009 a concessão cresceu 99%) o crédito começou a desacelerar<sup>2</sup>. Em média, o crescimento da concessão de crédito (“*Total Social Financing*”) ficou muito próximo de zero nos últimos 5 anos.

Por fim, a atividade de construção, parte importante do investimento, desacelerou bastante. Em 2010, o PIB do setor de construção cresceu 14%. Essa taxa foi diminuindo continuamente até atingir 6,8% em 2015. Tudo indica ter havido um excesso de construção no passado, especialmente no setor residencial, com acúmulo indesejado de estoques. Embora a construção represente diretamente aproximadamente 7% do PIB chinês, esse é um setor bastante integrado às cadeias produtivas, não só da indústria (materiais de construção, máquinas e equipamentos, indústria extrativa, etc.), mas também de diversos serviços imobiliários. Estima-se que direta e indiretamente o setor represente algo próximo de 20% do PIB e uma fatia bastante maior do investimento.

Isso posto, como dissemos, o resultado final foi uma desaceleração do PIB relativamente moderada e gradual. No entanto, ao longo dessa trajetória tivemos trimestres de desaceleração mais fortes e alguns momentos de apreensão, como por exemplo, os repetidos temores de uma crise imobiliária, os movimentos bruscos da bolsa e do câmbio, ou mesmo os reiterados alarmes de uma grande crise financeira na China. Em todos esses momentos o Governo teve um papel bastante ativo, por meio de uma série de afrouxamentos monetários, restrições aos fluxos de capitais, ampliações temporárias do crédito, expansão fiscal e também medidas regulatórias pontuais, especialmente no caso do setor imobiliário e da bolsa. Não foi fácil.

Para 2016, o Governo estabeleceu como meta um crescimento entre 6,5% e 7%. Vale lembrar, contudo, que o crescimento de 6,9% observado em 2015 se deu a um custo alto. Por exemplo, o déficit fiscal efetivo saiu de 1,8% do PIB em 2014 para 3,5% em 2015, ou seja, praticamente dobrou em apenas um ano. Além disso, o compulsório foi reduzido em 2,5p.p. e diversas outras medidas de afrouxamento monetário foram efetuadas, de modo que a taxa de juros média dos empréstimos caiu 1,5p.p.. Portanto, todos os estímulos colocados não foram capazes de acelerar a economia, mas apenas evitar uma desaceleração mais forte. De fato, para alcançar sua meta o Governo precisaria (e parece disposto a) continuar com o pé no acelerador, especialmente no campo fiscal.

Além disso, apesar de todas as dificuldades, o Governo também traçou como meta dobrar o PIB até 2020, em relação ao nível de 2010. Isso requer que o PIB cresça em média 6,5% nos próximos cinco anos. Na prática significa dizer que a economia chinesa estabilizará seu crescimento. Na medida em que parece inviável continuar estimulando a economia até 2020 via aumento contínuo do déficit público ou mesmo pelo lado monetário (haja vista o alto grau de endividamento), como evitar a continuidade da desaceleração e o cumprimento da meta?

Nesse caso não há alternativa que não reformas que busquem aumentar a eficiência da economia. É conhecida a grande diferença de produtividade entre empresas estatais e privadas na China, de modo que uma maneira óbvia de aumentar a eficiência da economia seria dando mais espaço para o setor privado. Embora o Governo tenha apresentado um discurso nessa direção, as ações efetivas até aqui têm sido bastante tímidas. Mesmo o plano de demitir 5 a 6 milhões de trabalhadores públicos nos próximos 2-3 anos é bastante menor que os 28 milhões de postos de trabalho público fechados na reestruturação das empresas estatais entre 1998-2003.

Portanto, caso as reformas que permitam maior eficiência alocativa na China não se acelerem, provavelmente o Governo fracassará no seu objetivo.

---

**Daniel Machry Brum**

*Analista do Opportunity e Mestre em Economia pela PUC-Rio.*

---

<sup>1</sup> Ver "O que está acontecendo com o comércio mundial?" ([http://www.opportunityasset.com.br/documentos/PDF\\_Comentario/cm201602.pdf](http://www.opportunityasset.com.br/documentos/PDF_Comentario/cm201602.pdf))

<sup>2</sup> O estoque de crédito continua crescendo acima do PIB, contudo a variável mais relevante para a taxa de crescimento do investimento é a taxa de crescimento da concessão de crédito.