



**“Não é óbvio
que uma China
que cresce
menos seja um
problema”**

Foto: Marcelo Freire

Claudio Conceição e Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Há pelo menos dez anos, a rotina diária do economista Livio Ribeiro começa com a leitura de quatro jornais chineses. Tal disciplina – que já se transformou em vício, afirma – foi fundamental para Ribeiro superar barreiras culturais e torná-lo referência na análise da economia chinesa. “Hoje há muitos dados disponíveis sobre China, o desafio é saber selecioná-los”, diz. Em outubro, o pesquisador do IBRE foi destacado pela Bloomberg como segundo

melhor preditor do PIB chinês no mundo, e primeiro entre analistas ocidentais. Nesta conversa, Ribeiro trata da conjuntura do país sem abandonar o contexto histórico, ressaltando que é preciso olhar a desaceleração do crescimento do gigante do mercado sob um novo prisma. “Mais do que se preocupar com uma China que cresce menos, melhor é entender o que essa nova China representa em termos de demanda”, afirma.

Conjuntura Econômica — Nos últimos meses, o mercado internacional acendeu o alerta sobre a desaceleração do crescimento chinês, que também suscitou medidas contracíclicas da parte do governo. Quais desafios identifica para o país?

Vale lembrar que esse movimento acontece em meio a um processo de transição do modelo de crescimento chinês. Um pedaço dele é induzido pelo governo desde 2012, quando Xi Jinping toma o poder, com a transição de mercado externo e investimento para uma economia mais apoiada no consumo doméstico e serviços. Essa transição começa quando indústria e serviços tinham participação similar no PIB chinês, com 45% cada. Hoje essa divisão é 55% para serviços e 35% para a indústria, mas ainda se trata de uma transição muito delicada, pois asiáticos em geral consomem pouco — a China não é exceção —, e o país sofreu uma série de choques no meio do caminho não antecipáveis, como a pandemia, que foram atrapalhando o processo.

Essa transição de modelo tem características conflitantes. Por um lado, a mudança de perfil de crescimento leva a uma expansão menor, porque é mais natural crescer a uma velocidade menor quando se é uma economia de serviços do que uma economia de bens, que são mais exportáveis. Por outro lado, há uma questão estrutural, em termos de demografia. Ou seja, a transição para o consumo acontece numa sociedade mais velha, que naturalmente consome menos. Assim, trata-se de uma obra inacabada, e muito difícil. De uma forma ou de outra, a China vai crescer menos.

Isso, entretanto, não é necessariamente um problema, desde que esse

crescimento reflita as possibilidades daquele país. O que é ruim é crescer fora das suas possibilidades — ou acima, pois gera desequilíbrio, ou abaixo, pois indica que não se está usando os fatores da forma correta. No caso da economia chinesa, uma análise simples já é muito intuitiva. Como mencionei, a demografia desabou mais rapidamente do que todo mundo imaginava. Não é exatamente uma surpresa, posto que a lei do filho único ia ter reflexos em algum momento. Mas isso veio mais rápido, pois já se

“Ainda perdura o cacoete de se pensar em velocidade de crescimento do PIB. Mas uma China mais rica, mas que cresce a uma velocidade menor, pode ter uma demanda maior”

tem população agregada encolhendo, a força de trabalho começa a diminuir em 2026/2027, o que significa que a contribuição do fator trabalho será negativa até o final da década. No caso do investimento, se estamos falando de uma economia em transição de investimento para mercado interno, a tendência é de que ele se reduza, ainda que continue sendo alto. Já quanto ao capital humano, a China tem acelera-

do, mas isso compensa os outros dois? Não. Em alguns segmentos, a produtividade aumenta, mas o agregado não tem como salvar. Isso posto, se no fim da década a China estiver crescendo 4,5% ao ano, será um desempenho estelar. Considero que esse crescimento estará mais para 3,5%.

Isso é ruim? Vamos pensar em termos de demanda. Quem consome mais: uma China mais rica que cresce 3,5% ao ano, ou uma China mais pobre que cresce 10%? Ainda perdura o cacoete de se pensar em velocidade de crescimento do PIB, mas para o mundo o que na verdade importa é quanto se compra. Uma China mais rica, mas que cresce a uma velocidade menor, pode ter uma demanda até maior do que uma China menor que crescia muito. Para mim, não é óbvio que uma China que cresce menos é um problema. Uma China mais rica é uma China que consome mais proteína, mais petróleo, mas não sei se consome tanto minério quanto no passado, ainda que haja muita urbanização por acontecer. O jogo muda um pouco, mas continua sendo um mercado gigante. Assim, mais do que se preocupar com uma China que cresce menos, melhor é entender o que essa nova China representa em termos de demanda, e para quais mercados ela representa uma demanda relevante.

Considera que o governo esteja convencido em crescer menos, posto que o foco em exportações não foi abandonado? É ilustrativo, por exemplo, como na América Latina a China ainda ganha participação de mercado que antes era do Brasil.

A transição de modelo de desenvolvimento da qual falamos aqui prevê

crescer com qualidade maior. O problema é que chega um momento em que o crescimento desacelera mais rápido do que o governo imaginava, e aí ele volta para a bola de segurança: exportação e investimento. Trata-se de um processo que não é linear, e isso ficou claro na pandemia. Na verdade, o fato de a China não ter se tornado ainda uma sociedade amplamente de consumo foi muito bom para o país na crise sanitária, posto que a demanda mundial nesse momento pendeu para um mix em que os bens industriais tiveram participação muito maior, beneficiando o país. Vale lembrar que a China foi a única economia relevante que cresceu em 2020, e em 2021 decolou, graças à demanda por bens. Nesse momento, deixou-se a transição de lado.

Teve outro momento desse tipo agora no início de 2024, que claramente seguiu a cartilha “exportar para crescer”, impulsionada pelos carros elétricos. Só que desta vez a China se deparou com uma reação diferente, que começou a ser formar lá em 2020, quando o mundo se assustou ao descobrir o alto nível de concentração no país. Era preciso mais seringas. Onde tinha? Na China. Precisamos de luvas de látex. Onde encontrar? Na China. E vacina? Na China. Agora, a possibilidade de os chineses manterem esse modelo “exportar para crescer” é menor, pois o mundo aplica barreira tarifária e não tarifária contra o país. Quem não faz barreira são os países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento, na América Latina e na África, que é basicamente onde se concentra o mercado brasileiro cativo de bens industriais. Foi exatamente para onde vazou a China tradicional. Esse movimento já vinha acontecendo há pelo menos 15 anos, mas agora se

intensificou, sendo a frente mais visível a dos carros elétricos.

Esse processo também reflete uma China mais sofisticada, fabricante de produtos com valor adicionado mais elevado. A China que produz camisa branca, que é aquela China que entrou na OMC, ainda existe, mas essa produção hoje é feita no Camboja, no Laos ou no Vietnã. Ela fez exatamente o que os Estados Unidos já fizeram: começa produzindo, depois transfere a fábrica para outro país e ganha a receita de lucros e dividendos. Então, hoje também

“Xi Jinping escreveu artigo em que, grosso modo, dizia: ‘Garotada, pare de reclamar e vá trabalhar. Na minha época, eu não escolhia.’ Só que os jovens agora querem escolher”

temos que considerar que lidamos com um *player* mais rico, mais esperto, e com mais margem de manobra.

Falando dos nossos mercados cativos tradicionais, especialmente na América Latina, o que poderia salvar a gente, em algum nível, seria um movimento de *nearshoring* ou *friendshoring*. Ou seja, pressão para se comprar produtos produzidos na região, mais próximos de uma influência america-

na, em uma escolha geopolítica. Mas não parece claro se teremos tanto a ganhar disso.

Um modelo de menor crescimento com mais qualidade também não atenderia a uma demanda da própria sociedade chinesa por bem-estar, especialmente entre os mais jovens?

Essa demanda de fato existe. É parte da formação do *ethos* do chinês moderno. Pense que o avô do atual jovem chinês passou fome, em uma época em que milhões de chineses morreram. O “Grande Salto para Frente”, programa de aceleração do crescimento da década de 1950, e a Revolução Cultural (1966-1976), que foi uma tentativa de Mao Tsé-Tung de se manter no poder a todo custo, trouxeram uma instabilidade social grande que também impacta a formação do pensamento dos chineses, até chegar aos valores de hoje. Quando Deng Xiaoping chega ao poder em 1978 e promove a abertura organizada, começa-se a mudar a forma não somente de como os chineses interagem com o mundo, mas como interagem entre si. Esse processo é muito mais lento do que as pessoas imaginam. Pense, por exemplo, que a população chinesa só passou a comprar ou vender um imóvel no final da década de 1990. Antes disso, não havia mercado. Ou seja, é algo recente, em uma sociedade que foi naturalmente mudando e deixando de ser tão amarrada quanto era no passado. Essa geração da abertura também foi a que pôde trabalhar em atividades que não eram rurais ou estatais, e trabalhou duro na esperança de garantir uma vida melhor para o filho, bem como uma velhice segura para os pais, diante da ausência de um sistema previdenciário. Hoje em dia, até existem políticas pre-

videnciárias regionais, mas nada organizado em nível nacional.

Os filhos dessa geração são os adultos que hoje têm entre 40 e 50 anos de idade. Eles cuidam de seus pais, que trabalharam arduamente, e também buscam garantir um horizonte melhor para seus filhos. O perfil desses filhos, entretanto, já é diferente. Caracteriza-se, em geral, por serem filhos únicos, mais mimados e mais qualificados — não raro, com formação fora do país —, mas que não encontram emprego. Moram na casa dos pais e sua aspiração é ser como um jovem coreano, ganhando a vida com atividades relacionadas à internet e às redes sociais. Ou seja, suas ambições, valores, são muito diferentes das de seu pai e avô. Esse choque é relativamente claro. Quando o governo decidiu revisar as estatísticas de mercado de trabalho ao perceber a forte alta do desemprego entre jovens, Xi Jinping escreveu um artigo para a agência de notícias Xinhua em que, grosso modo, dizia: “Garotada, pare de reclamar e vá trabalhar. Na minha época, eu não escolhia”. Só que os jovens agora querem escolher. O movimento *tang pin*, ou “ficar deitado”, que ganhou projeção em 2021, trata exatamente de se manifestar contra o trabalho exaustivo.

Retomando a relação dessas novas gerações com ideais de consumo, uma coisa que temos observado é que a ideia de consumo vem de mãos dadas à aspiração de se mostrar mais para o mundo — o que reforça, por exemplo, a China como fronteira do consumo de luxo global. E não é apenas uma fronteira interna: há boas evidências de que os chineses consomem fora. Se separar China e chineses, perceberá que se trata de um dos poucos países onde o consumo dos chineses

é muito maior que o consumo doméstico, que já é gigantesco. Durante o *lockdown*, que na China foi muito mais rígido, com interrupção das viagens internacionais até o início de 2023, as marcas de luxo invadiram a China, abrindo lojas para além dos principais centros.

Por que isso acontece?

Primeiramente, porque há mais dinheiro. Além disso, há um desejo, que tem sido mapeado em estudos, de se

“China e Estados Unidos
estão investindo muito
dinheiro para montar
suas próprias estruturas
autárquicas de produção,
desde a exploração de terra
rara até o microprocessador”

posicionar como um agente global, que consome coisas do mundo, mas também inspira o mundo. Apesar de a China ter optado por romper o isolacionismo econômico, ainda há um isolacionismo cultural — e isso está começando a ser questionado. Veja, hoje a Coreia do Sul projeta *soft power* com referências culturais como séries para *streaming* e grupos musicais de *k-pop*. Qual o *soft power* da China? Vai pouco

além de algumas referências culinárias — por exemplo, comer pato laqueado em China Towns espalhadas pelo mundo. Um dos pontos dessa virada está sendo protagonizado também pelas marcas de luxo, nesse caso chinesas, que buscam projetar a rica herança cultural do país como diferencial de seus produtos. Algo que o Japão, por exemplo, soube fazer bem, popularizando a cultura dos samurais, a herança imperial de cidades como Kyoto, entre outras. A China tem o mesmo potencial, mas permaneceu voltada para dentro. A nova geração quer promover esse *soft power*; o grupo político que hoje governa o país ainda é de uma geração anterior, mais resistente a essa mudança, mas a discussão está na mesa.

Como espera que o resultado das eleições nos Estados Unidos influencie a evolução da guerra comercial, e especialmente a tecnológica, travada entre China e EUA?

No caso da guerra tecnológica, há uma tensão que é central, envolvendo Taiwan, China e Estados Unidos em torno dos semicondutores. China e Estados Unidos estão investindo muito dinheiro para montar suas próprias estruturas autárquicas de produção, desde a exploração de terra rara até o microprocessador. Taiwan já faz isso, com um núcleo hiperespecializado, altamente produtivo, que concentra 90% da produção mundial de microprocessadores. O setor de eletrônicos que é relevante para os Estados Unidos e para a China hoje, não existe sem Taiwan. É preciso criar essas estruturas que colocarão um dos países na dianteira da inteligência artificial, da internet das coisas. É aí que a briga se concentra, e ela acontece totalmen-

te por baixo do pano, longe do debate oficial de políticas comerciais.

Quem está na frente dessa disputa hoje? A China, porque conta com mais dirigismo estatal: desde 2015, já foram lançados o China 2025, o China 2035, e em 2022 saiu o China 2049, marcando os 100 anos do Partido Comunista Chinês. Enquanto nos projetos anteriores os objetivos apontados eram aprimorar a cadeia de valor, ampliar o grau de desenvolvimento da sociedade, este último aponta à liderança chinesa no mundo de forma generalizada: econômica, cultural, geopolítica. Ou seja, já se trata de um plano de dominância estratégica, o que não é pouco.

O fato é que, mais do que pensar no impacto de um governo dos EUA democrata ou republicano, hoje o que se tem é uma contraposição de Estados, não de governo. O patamar mudou. Os Estados Unidos parecem ter entendido isso. Pode-se dizer que, nessa briga, Trump é pior, pois tem essa característica histriônica de fazer diplomacia no X, gritando com o Elon Musk. Mas a questão é que agora o jogo já é outro.

O que determinará os novos capítulos dessa corrida?

Acho que em 15 anos essa batalha se resolve, e um dos dois gigantes ganha. Diante do que vemos hoje, a China parece estar na frente. Na verdade, o que temos são três atores com características distintas: a China tem a maior produção e reserva de terras raras; os Estados Unidos talvez tenham a maior disposição a mercado, o que inclui capacidade de atrair cérebros; e Taiwan tem a hiperespecialização. Os dois primeiros são muito grandes

para que Taiwan consiga contê-los, mas está tão na frente que atrasa os outros dois. Mas acho que, em algum momento, não caberá outra alternativa a Taiwan que aliar-se à China.

Em que medida a estratégia da China relacionada à transição energética – setor que também envolve desenvolvimento tecnológico – influencia essa corrida?

Como mencionei, os esforços chineses são mais organizados, porque eles são

“(A Rota da Seda) Sai

caro demais como

promoção de poder?

Talvez, mas o Plano

Marshall também não foi

assim? Esse talvez seja o

Plano Marshall chinês”

dirigidos e obedecem a um planejamento de longo prazo, e isso faz muita diferença. Estudiosos argumentam que os Estados Unidos têm um problema nessa guerra, porque falta uma definição clara da política de Estado. Com Trump, a tendência de concentração de esforços na indústria de petróleo aumenta. Continuarão os investimentos voltados à transição energética, mas a batalha dele de fato será abrir

a rota do Ártico para extrair petróleo no Alasca. Democracia tem isso, está-se sujeito a mudanças de direção. Na China, por sua vez, a concentração de poder em Xi Jinping mitiga esse risco – o que não minimiza, por sua vez, o lado ruim disso.

As mudanças globais desde a pandemia – da reavaliação das cadeias de valor às guerras – alteraram o peso estratégico de iniciativas chinesas como a da expansão da Rota da Seda (leia mais sobre ela na *Conjuntura Econômica* de outubro de 2015: <https://go.fgv.br/5wWvtB4ISS3>)?

Aqui, vale a pena dar um passo atrás e mencionar uma iniciativa que a precedeu, a Política em Direção ao Oeste (Go-West Policy). O desenvolvimento chinês foi geograficamente parecido com o brasileiro: como as cidades que cresceram inicialmente foram voltadas para exportação e produção industrial, elas se concentraram no litoral, enquanto o interior do país era pobre e rural. A Go-West Policy teve como foco a interiorização do desenvolvimento, vindo da costa na direção do Tibete, gerando mais capacidade produtiva, infraestrutura, urbanização, para tornar o país menos desigual e genericamente mais rico. Ao chegar no Tibete, a alternativa para seguir avançando era sair das fronteiras da China, e aí que surge a interconexão das cadeias de valor, com a China oferecendo infraestrutura, estando no topo da cadeia. Nesse sentido, o valor estratégico da Rota da Seda permanece o mesmo. Mas vale destacar uma análise que escrevi em coautoria com Lia Valls (pesquisadora associada do FGV IBRE) para capítulo do livro *A China e a iniciativa cinturão*

e rota – percepções do Brasil (FGV Direito Rio, 2023, acesso aqui: <https://go.fgv.br/fKSaLM9tODS>), coorganizado pelo professor Evandro Menezes de Carvalho. Ao avançar para além de sua fronteira, a China leva infraestrutura – que ela sabe fazer bem; isso também ajuda no comércio e no plano de internacionalizar o renminbi; e também abre portas para ceder empréstimos – daí o News Development Bank, o China Africa Development Bank. Mas, ao injetar dinheiro, também começa a ressurgir um problema já visto na China, de construir estrada do nada para lugar nenhum, de obras que não se pagam. A dívida externa explode, os países começam a ficar com medo de tomar empréstimo chinês, pois não vislumbram como gerar recursos, e se começa a ver o colapso de alguns projetos.

Aí se gera um debate na China: a Rota da Seda é um fracasso? Sob a ótica financeira, perdeu-se dinheiro em algumas iniciativas. Sob a ótica econômica, criou-se uma infraestrutura que de qualquer forma será usada, como a estrada que corta a Macedônia, lhe conecta aos Balcãs visando depois à Europa, na direção de Veneza, na Itália, muito mais rapidamente. Em termos de promoção de poder – seja *soft power*, seja *hard power* – tem mais gente hoje que reconhece a relevância da China. Há 20 anos, certamente pouca gente na Macedônia tinha ideia do que era a China. Sai caro demais como promoção de poder? Talvez, mas o Plano Marshall também não foi assim? Esse talvez seja o Plano Marshall chinês.

Vale também destacar a frente marítima da Rota da Seda. São rotas que já existiam, mas precisavam ser controladas. Como fazê-lo? Com todo o desenvolvimento da Marinha chinesa como

Marinha de água azul, para projetar poder na região. É tudo interligado e, novamente, muito parecido com o que os Estados Unidos já fizeram. Os investimentos nesse projeto continuam, ainda que em ritmo menor, e se mantêm a discussão da extensão da Rota. A Bioceânica está sendo feita, e é a tipificação da Rota da Seda na América do Sul; só não tem o mesmo nome.

No campo das estratégias comerciais nos fóruns multilaterais, a

“Se o pacote fiscal chinês
se limitar a ampliar cota de
emissão de fundo, estimular
os governos subnacionais
e fazer infraestrutura,
veremos a volta da
Velha China”

quais movimentos chineses devemos prestar atenção?

Nessa área, acho que o ponto ao qual se deve atentar é para a estrutura paralela que os países costuram. Houve o Tratado Transpacífico, ao qual os Estados Unidos acabaram não sendo signatários plenos. O que eles começaram a fazer foi cercar a China de outro jeito, de forma inteligente, com o Aukus, aliança militar estratégica

entre Estados Unidos, Austrália, Reino Unido e Japão. Atrair a Austrália para o jogo é estratégico para conter a China, inclusive do ponto de vista econômico, já que envolve limitar sua capacidade de projetar poder e controlar o Estreito de Malaca, por onde passam 80% do petróleo do mundo transportado por navio. Também tem um lado perigoso para a Austrália, pois significa enfrentar seu maior parceiro comercial – em contrapartida, o país está recebendo submarino nuclear dos Estados Unidos.

Considero que as movimentações relevantes não acontecem via negociação de acordos comerciais. A China está montando seu próprio regime Bretton Woods, e tem o regime Bretton Woods tradicional; para o Banco Mundial, a China tem os bancos de fomento; ele não tem uma estrutura equivalente ao FMI, mas quer montar uma em que o renminbi seja o topo. Para toda a parte de promoção de comércio denominado em dólar, eles começam a montar o comércio denominado em renminbis com *clearing hubs* espalhadas pelo mundo. Hoje temos pouco mais de 30 centros de provisão de liquidez em renminbi. Em 2013, eram quatro; e se você tirar Hong Kong e Macau, eram dois (Taiwan e Singapura).

O problema é: quem entra nesse grupo do “Bretton Woods chinês”? É quem não consegue entrar no Bretton Woods tradicional, como Irã, Venezuela, Argentina, ou que não consegue acesso pleno ao capital que deseja (volume ou custo), e nesse caso, se pode argumentar, em algum nível, que o Brasil se encaixa. De qualquer forma, se trata de algo que está no forno que é diferente, e bem maior, do que a discussão de acordos comerciais.

A agenda do Brics contém o objetivo de reduzir a dependência do dólar. Em que medida essa pauta se relaciona à chinesa de internacionalização de sua moeda, e o que implica para o Brasil?

As pautas estão intimamente ligadas. Mas esse projeto esbarra no problema de que a conta capital da China não é aberta. Aqui, vale destacar que uma coisa é ter uma moeda conversível, totalmente aceita no mundo inteiro como reserva de valor, meio de troca, que não gere dúvidas a respeito de provisão de liquidez. Hoje isso só acontece com o dólar, que se pode encontrar em qualquer lugar do mundo, e com o euro, em um nível diferente. Mas se você chegar na Argentina ou no Brasil, que têm *clearing hubs*, e pedir todo o renminbi que puder, não vai conseguir porque não há como tirar todo o capital da China para oferecer essa liquidez devido à conta capital fechada, ainda que porosa. Então, são dois níveis diferentes de debate: um é a conversibilidade, sobre a qual se pode esquecer. Mas ainda resta a discussão se é possível ter internacionalização sem conversibilidade. A resposta, nesse caso, é sim, até um determinado nível, provendo liquidez para transações comerciais. Para o Brasil, a questão é que falta interesse. Se você é brasileiro e tem acesso a dólar, por que vai querer incluir renminbi na carteira? Faz sentido o Brasil defender a redução do dólar-centrismo, mas pragmaticamente, não faz diferença.

Recentemente, você entrou no ranking Bloomberg de projeções do PIB chinês, sendo o segundo em nível global, e o primeiro do mundo ocidental. Quais os desafios na análise dessa economia?

Estudo e análise China há 17 anos, sendo 14 de forma ininterrupta. Há dez anos leio quatro jornais chineses diariamente; levei esse mesmo tempo para entender onde estavam os dados macroeconômicos – ou seja, entender o kit. Onde estava o kit mínimo de dados que seriam necessários para uma análise organizada. Hoje há muito mais informação disponível, agregadores de dados, mas ainda é preciso saber selecionar. Se buscar dado de consumo das famílias, por exemplo, você encontrará centenas de opções. Há dados

“Cerca de 60% do estoque de riqueza das famílias está em tijolo, e estas viram sua riqueza recuar cinco anos. Acha que esse chinês hoje está confiante para consumir?”

bons e dados ruins, e há dados pouco comparáveis. Por exemplo, ainda hoje a produção industrial é divulgada em volume, e a do varejo, em valores (receita nominal). Há também desafios comuns a outras economias, como envolvendo a medição da atividade de serviços, ou o deflator do PIB.

Mas posso dizer que quem avalia que os dados chineses são ruins é porque não cavou o suficiente para achá-

los, pois eles existem. Há problemas, há dados bons, há dados ruins; não vejo grande diferença de qualidade em relação à média dos emergentes.

Para 2025, quais os desafios que identifica para a China – levando em conta um novo governo nos EUA, e o impacto esperado dos pacotes de estímulo?

Hoje, com a informação que temos, sem entrar em hipóteses, projetamos um crescimento mais perto de 4,5% do que de 5%. Não chega a ser uma hecatombe. Como chegamos a ele? Construímos um modelo com dois passos. O primeiro, de alta frequência, atualiza a projeção do PIB chinês para o trimestre corrente e dois trimestres à frente, sete vezes por trimestre, em função dos dados qualitativos e quantitativos que vão sendo divulgados. Então, por esse modelo meu alcance hoje é até o segundo trimestre de 2025. Esse resultado depois é plugado ao de outro modelo mais estrutural, de contabilidade do crescimento, faço ambos resultados “conversarem”, e chego à projeção para o ano cheio.

Quando menciona que essa projeção não inclui hipóteses, significa que ainda não leva em conta possíveis efeitos do pacote de estímulo?

Isso. Esse pacote inclui três linhas: de crédito, monetário, e o fiscal/parafiscal. Na minha opinião, os pacotes monetário e de crédito apenas melhorarão preço de ativo, agradarão o mercado, mas não atacam os problemas econômicos que a China tem hoje. A discussão é de demanda, tem que ser tratada pelo braço fiscal/parafiscal,

cujos conteúdos tem obedecido a um rito até ser divulgado, algo que ainda alimenta a ansiedade do mercado. Se o pacote fiscal se limitar a ampliar a cota de emissão de fundo, estimular os governos subnacionais e fazer infraestrutura, veremos a volta da Velha China para o resgate da economia. Também resultará em resultados no curto prazo, mas tampouco resolverá o problema estrutural.

Há vários anos você aponta em suas análises que o problema que o governo chinês precisa consertar está no lado da demanda, e o que se vê são medidas em geral concentradas no setor imobiliário. Como interpretar esse comportamento?

É preciso compreender a dinâmica do mercado imobiliário na China. Pense em um tripé: mercado imobiliário, finanças subnacionais e solidez no mercado de crédito. Quando se desmonta o mercado imobiliário, há impacto em leilão de terra, que é 30% da receita do subnacional na média e 50% da receita própria. Ou seja, gera-se uma crise fiscal, especialmente nas cidades foco da “Go-West Policy”, portanto mais pobres.

Quando se olha para o mercado bancário, além dessas instituições terem “encarteirado” títulos nas tesourarias das incorporadoras, há um pedaço gigante de *shadow banking*, instrumentos de curto prazo que são vendidos nos bancos, mas não são produtos dos bancos, com rentabilidade muito mais alta do que a poupança, e que estão tipicamente lastreados no mercado imobiliário. Então, se trata de outro risco importante de quebra. Além disso, lá em 2021, o governo desmontou a estratégia de

deixar as incorporadoras se endividarem – resultando em uma dívida/PIB gigante – e fazer a roda girar. Mas desmontar essas externalidades tem consequências, e uma pode ser a confiança do chinês em tijolo. Cerca de 60% do estoque de riqueza das famílias que batalharam para dar uma vida melhor para seus filhos está em tijolo, e nesse momento ele viu a riqueza dele recuar cinco anos. Acha que esse chinês hoje está confiante para consumir? O fato é que se quebrou o espírito animal da economia.

“A defesa de uma taxa-
ção de 60% das importações
chinesas não parece fazer
qualquer sentido, a não
ser que se queira levar a
inflação americana
para a Lua”

Por isso, sempre digo que o caminho para se desarmar essa bomba não é estabilizar o mercado imobiliário, mas aumentar a confiança das famílias. Como? Cuidando de sua percepção de riqueza corrente, com transferência de renda, e futura, com a estabilização no mercado imobiliário, via um “fundo garantidor de tijolo”, somada a uma política previdenciária – que é o que o governo não dá sinais de que fará.

Voltando ao novo governo americano, o que esperar quanto à guerra comercial centrada nas tarifas – e quais implicações para o Brasil?

A defesa de uma taxa-ção de 60% das importações chinesas não parece fazer qualquer sentido, a não ser que se queira levar a inflação americana para a Lua. Entretanto, quando olho o perfil do vice-presidente de Trump, JD Vance, um *red neck* hiperpreparado, que representa a narrativa da região americana que perdeu tudo para os chineses, tenho a sensação de que essa política é mais valorizada por um americano médio do que se imagina à primeira vista. E se não chegar a 60%, e for 20%, já será um aumento complicado de se administrar.

Para o Brasil, reforço o que falei no início desta conversa: o importante, diante de uma China que deverá ter um crescimento diferente em termos de número e composição, é reavaliar o tamanho desse mercado futuro para cada produto que exportamos – os mais relevantes são ferro, soja, petróleo, milho, proteína animal. Quanto será? Acho que um dos debates mais interessantes nesse exercício está no setor do minério, em que se espera uma queda de consumo, dado o avanço da urbanização chinesa. Essa é uma indústria cartelizada, e a tendência nesses casos é de uma redução de produção para manutenção de preços. Aí a pergunta que cabe fazer é se elas aceitarão ficar menores; se brigarão entre si para tomar *market share*, ou se vão fundir. Já há discussões de fusão nesse mercado. De que forma estamos nos posicionando nesse debate? Esse é um exemplo de questões com as quais de fato temos que nos preocupar. ■