

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

POLÍTICA MONETÁRIA, SETOR EXTERNO E DESEQUILÍBRIOS NA CHINA

Bernard Fontes Tamler
No. de matrícula: 0511428

Orientadora: Monica Baumgarten de Bolle

Novembro/2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

POLÍTICA MONETÁRIA, SETOR EXTERNO E DESEQUILÍBRIOS NA CHINA

Bernard Fontes Tamler
No. de matrícula: 0511428

Orientadora: Monica Baumgarten de Bolle

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

Bernard Fontes Tamler

Novembro/2008

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

A Monica Baumgarten de Bolle pela ajuda e orientação

À toda minha família pelo apoio durante toda minha vida

Sumário

1. Introdução	6
2. Política Monetária na China	8
2.1 História	8
2.2 Política Monetária nas economias modernas	14
2.3 Atuação recente da política monetária	15
3. Setor externo e desequilíbrios no crescimento chinês	22
3.1 Mudanças no equilíbrio externo nos últimos anos	22
3.2 Origens do superávit comercial tão forte	27
4. Rebalanceamento e perspectivas futuras	31
5. Conclusão	39
6. Referências Bibliográficas	41

Lista de gráficos

Gráfico 1: PIB e Inflação na China: 1978-2007	9
Gráfico 2: Taxa de Câmbio	11
Gráfico 3: Variação diária da taxa de câmbio: 1994-2005	11
Gráfico 4: Reservas Estrangeiras	16
Gráfico 5: Taxas de Juros Reais	20
Gráfico 6: Superávit Chinês	22
Gráfico 7: Consumo como % do PIB	23
Gráfico 8: Participações no crescimento chinês	24
Gráfico 9: Contribuições para o Crescimento Real	24
Gráfico 10: Conta Corrente e causas	25
Gráfico 11: Produção histórica de aço na China	33
Gráfico 12: Produção de aço dos principais produtores do mundo	33

1

Introdução

A China é hoje o segundo maior país, em termos de PIB por paridade do poder de compra¹, no mundo, em valores nominais é o quarto e logo deve ultrapassar a Alemanha e ocupar o posto de terceiro lugar. O país tem, de longe, o maior nível de reservas internacionais já atingindo o nível de quase dois trilhões de dólares em setembro² e seu crescimento teve uma média de 10% ao ano nos últimos 30 anos³. Além disso, a China também é o primeiro lugar no saldo em conta corrente de todo o mundo⁴.

A ascensão da China como potência mundial é uma realidade. Entender melhor como funciona a política monetária chinesa é de fundamental importância para compreendermos como a economia reage a choques externos e suas consequências para o crescimento.

O país passa por um período extraordinário de crescimento, contudo muito dependente do setor externo e investimentos. Isso tem gerado sérias dúvidas sobre a sustentabilidade deste crescimento ao longo dos anos e suas consequências para o crescimento chinês. Além disso, existem debates quentes sobre a moeda local: o renminbi, que para muitos estaria artificialmente subvalorizado.

Tais desequilíbrios no crescimento precisam ser superados e a China deve passar por um período de transição mais focada na demanda doméstica do que na externa. Na verdade, deve ocorrer um aumento dos gastos das famílias e governo, para que seus níveis de poupança diminuam. Para isso, porém, o crescimento deve se reduzir e se expandir em taxas mais próximas a do potencial, para que, assim, a economia passe a ser mais equilibrada e se volte mais para a demanda doméstica. Iniciativas do governo para incentivar o consumo interno e desestimular a poupança serão fundamentais nessa transição.

¹ Fonte: FMI.

² Fonte: PBC, Public Bank of China – o Banco Central Chinês e FMI.

³ Ver, por exemplo, o gráfico 1.

⁴ Fonte: *CIA World Factbook*.

O trabalho se organiza da seguinte forma. Na seção 2, será discutida a política monetária na China, além da história do desenvolvimento monetário e cambial no país e de como ele efetivamente funciona atualmente (por exemplo, a meta intermediária monetária no país é a base monetária ao invés da taxa de juros propriamente dita). Na seção 3, serão debatidos o papel do setor externo no crescimento chinês e os principais desequilíbrios da economia. Na seção 4, teremos uma perspectiva à frente, o que se espera para o crescimento chinês, as mudanças monetárias e o rearranjo da economia em busca de um caminho mais equilibrado. Por fim, na seção 5 teremos a conclusão.

2

Política Monetária na China

2.1 História

No período entre 1994 até os dias atuais a China teve diversos regimes cambiais. (McKinnon e Schnabal, 2008), “sob o risco de simplificar demasiadamente”, separam a evolução do renminbi em três períodos: “câmbio inconvertível e depreciação cambial antes de 1994”; um regime de câmbio fixo entre 1995 e 21 de julho de 2005⁵; e finalmente, a apreciação por um “*craw* previsível” de 2005 até os dias atuais.

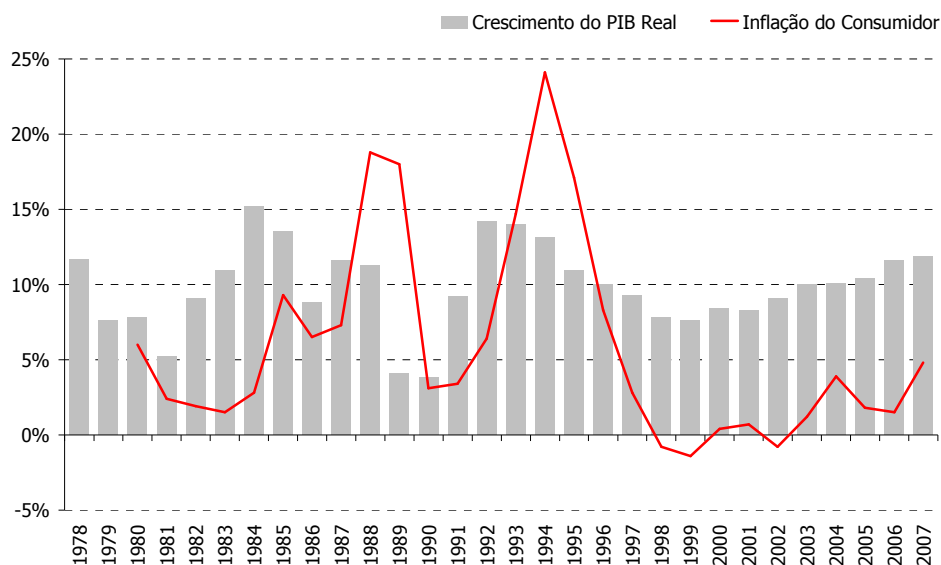
No período anterior a 1994 “a moeda era inconvertível no forte sentido da palavra” (McKinnon e Schnabal, 2008). Existiam diversas taxas de câmbio na China, “uma taxa oficial e taxas de swap flutuantes para novas exportações de manufaturados em diversas partes do país”. Além disso, também existiam controles, tanto na conta corrente como na conta capital, e as exportações e importações tinham que ser feitas através de companhias estatais. Tal sistema “isolou os preços relativos domésticos, influenciados pelo planejamento central do governo, dos preços prevalecentes no resto do mundo”. Assim, a taxa de câmbio era “definida de forma arbitrária”. Em suma, “a taxa oficial de câmbio não era economicamente importante”.

A reforma do sistema viria em 1994, quando as autoridades chinesas “aboliriam os controles cambiais sobre as transações nas contas correntes e unificariam a taxa de câmbio” (McKinnon e Schnabal, 2008). Inicialmente a taxa de câmbio foi estabelecida em 8,7 renminbis por dólar americano. Apesar de ser uma grande desvalorização frente à taxa que antes vigorava (5,8 RMB/US\$) os autores argumentam que “a depreciação foi na mesma intensidade que o excesso de inflação que prevalecia na China em relação aos EUA”, concluindo que a “depreciação real, se houve, foi mínima”. Em 1995, a moeda alcançaria 8,28 RMB/US\$, mas após 1997 a taxa de câmbio se manteria virtualmente fixa até 2005. A motivação principal era “ancorar os níveis de preços domésticos e estabilizar as taxas de crescimento”. Isso porque, no período anterior a 1994, o país sofrera uma verdadeira “montanha-russa” nas taxas de crescimento e de inflação. O PBC (*Public Bank of China* –

⁵ Até 1997, na verdade, o regime não era, teoricamente, um regime de câmbio fixo como veremos a frente.

Banco Central Chinês), afirmam (McKinnon e Schnabal, 2008) teve “grande dificuldade em ancorar o nível de preços”. Na verdade, a “unificação da taxa de câmbio em 1994, e a completa convertibilidade da conta corrente em 1996 apresentaram a oportunidade para se adotar um equilíbrio externo estável”. Tais medidas parecem ter tido sucesso, como podemos observar no gráfico 1, já que o crescimento se estabilizaria, assim como as taxas de inflação⁶. (Anderson, 2007) observa que a menor volatilidade observada, tanto no crescimento do PIB quanto na inflação, pode ser reflexo também da menor parcela do Estado nas atividades comerciais (hoje cerca de 25%, enquanto que duas décadas atrás esse número rondava os 70-80%). De fato, a economia passou por mudanças profundas nos últimos anos com o objetivo de se tornar mais comercial e a intervenção do governo passou a ser mais concentrada em regulação e decisões de investimento de poucos setores (Anderson, 2007).

Gráfico 1: PIB e Inflação na China: 1978-2007



Fonte: CEIC, FMI, elaboração do autor

⁶ No final de 2007 a inflação deu um salto e chegou a atingir 8,7% em fevereiro de 2008. Mas essa elevação se deu muito em parte devido aos preços dos alimentos. E estes foram influenciados por um choque muito forte na oferta de porcos – a dieta chinesa é muito baseada na carne de porco. De fato, o terremoto e as tempestades de neve que atingiram o país no começo do ano contribuíram ainda mais para a elevação dos preços dos alimentos. De qualquer forma, a inflação medida pelo IPC chinês já mostra sinais de desaceleração atingindo 4,6% em setembro de 2008.

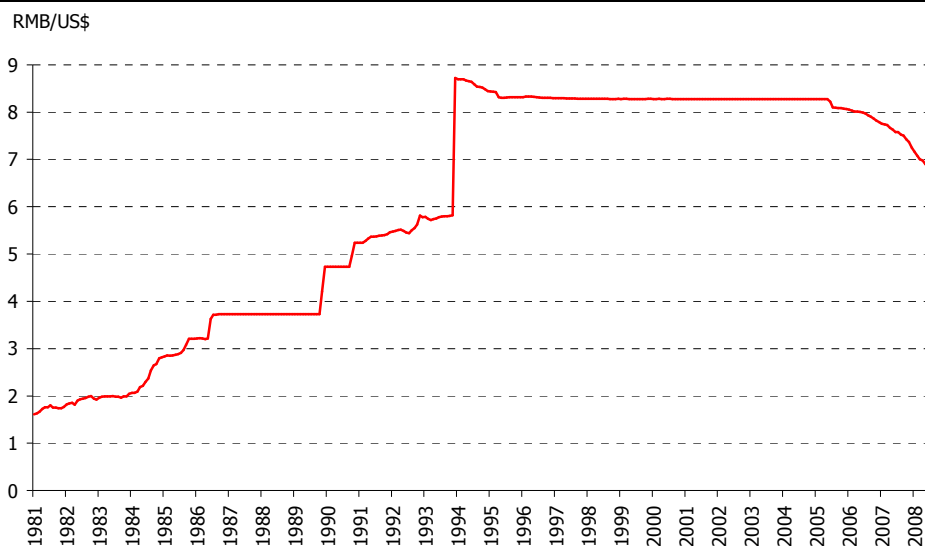
Na grande crise da Ásia, em 1997-98, as fortes desvalorizações impostas pelos países vizinhos à China contribuíram para um impulso deflacionário no país. Contudo, as autoridades chinesas decidiram por manter o câmbio virtualmente fixo e, ao invés de desvalorizarem a moeda, optaram por um pacote fiscal agressivo nos quatro anos seguintes. A decisão parece ter sido correta e contribuiu para que as economias asiáticas não se afundassem ainda mais (McKinnon e Schnabal, 2008)⁷.

Mas, formalmente falando, o regime cambial na china, de 1994 até meados de 2005, não era um regime de câmbio fixo⁸. Na verdade, o renminbi poderia flutuar dentro de bandas diárias de 0,3%⁹ para cima ou para baixo em relação ao dólar norte-americano. Assim, teoricamente, a moeda poderia se apreciar (ou depreciar) em relação ao dólar com a única condição que se mantivesse dentro das bandas diárias (Goldstein e Lardy, 2007). Entre 1994 e 1996, como podemos observar no gráfico 2, a moeda, de fato, se apreciaria de 8,7 renminbi por 1 dólar para 8,3 renminbi. Porém, com a crise asiática o governo tomaria a decisão de intervir fortemente na moeda fixando-a. Como também podemos ver, na verdade, o RMB praticamente não se alterou em mais de oito anos após 1997. Virtualmente, o regime cambial se transformaria em um regime de câmbio fixo. Pelo gráfico 3, observamos que a volatilidade da moeda seria quase nula até 2005.

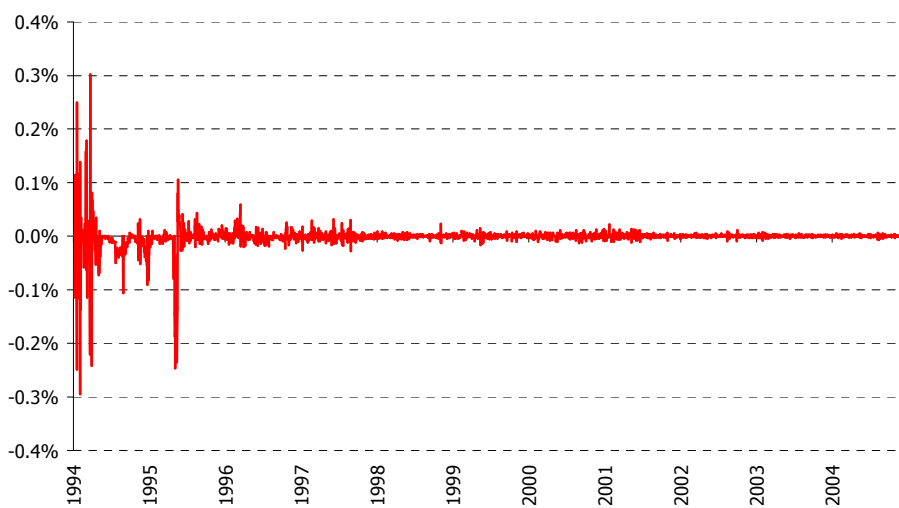
⁷ Grande parte dos países asiáticos tem grande abertura comercial e, por isso são não raro influenciados por choques em países vizinhos.

⁸ Na prática, foi um regime fixo de 1997 até meados de 2005, porém no período entre 1994-97 o câmbio teve uma variação, mesmo que pequena.

⁹ É interessante notar que tal variação diária implicaria uma possibilidade de apreciação de 6% ao mês e mais de 50% ao ano, bastando que para isso a cada dia a moeda se aprecie o máximo permitido. Isso tudo levando em conta que a variação máxima diária para o dólar era de 0,3% ±. Em 2007, por exemplo, tal limite seria elevado ainda mais para 0,5 ±

Gráfico 2: Taxa de Câmbio

Fonte: Bloomberg

Gráfico 3: Variação diária da taxa de câmbio: 1994-2005

Fonte: Bloomberg, elaboração do autor

Até 2004, o PBC não teria problemas com a inflação e as compras de moeda estrangeira seriam modestas (comparando-se com o período posterior). Além disso, o grau de esterilização seria baixo em relação aos anos seguintes. Na verdade, existiam outros

mecanismos, além da taxa fixa em si, que preveniam o hiperaquecimento da economia via: taxas de compulsórios, quotas de crédito e restrições de crédito a determinados setores. Para controlar a inflação “o regime cambial era a meta intermediária efetiva” (McKinnon e Schnabal, 2008). Era complicado confiar nas medidas dos agregados monetários, como o M_2 , por exemplo, porque com restrições as aplicações financeiras, os depósitos, mesmos com taxas tão baixas, eram a principal aplicação financeira dos chineses. Assim, ocorria um crescimento espantoso de agregados monetários como o M_2 , que sempre cresceu muito mais do que o PIB Nominal¹⁰. Em última instância, isso acaba dificultando previsões de qual seria a taxa de crescimento dos agregados que não gerariam pressões inflacionárias. Este é o raciocínio de (McKinnon e Schnabal, 2008), que ainda hoje defendem que as autoridades não sabem quais seriam tais taxas compatíveis com a estabilidade dos preços¹¹.

Diversos fatores se alterariam, a partir de 2004, contribuindo para a mudança do regime. A conta corrente subiria muito nos anos seguintes (ver gráfico 6, por exemplo) e o saldo no balanço de pagamentos chegaria a valores recordes¹². Por isso, como afirmam (McKinnon e Schnabal, 2008) muita pressão surgiu sobre o câmbio, que foi chamado por muitos de “artificialmente subvalorizado”. Assim, começou a existir enorme pressão política, principalmente dos EUA, para que o câmbio se valorizasse. Pressionados por senadores (McKinnon e Schnabal, 2008), o governo americano “ameaçaria sanções nas tarifas de importação chinesas, a não ser que houvesse apreciação do renminbi”¹³. Dessa forma, em julho de 2005, foram anunciadas diversas medidas que alterariam o regime vigente.

Em primeiro lugar, ocorreria uma valorização da moeda de 2,1% imediatamente, ou seja, o câmbio que estava em 8,277 (por US\$1) passaria a ser cotado em 8,11. A partir de então, o regime também seria administrado contra uma cesta de moedas (não divulgada oficialmente) e não mais somente contra o dólar. Por último, a banda em relação ao dólar

¹⁰ Ainda há um alto grau de ceticismo em relação à confiabilidade das estatísticas chinesas. O PIB, por exemplo, sofreu uma larga revisão em 2006 (para cima), dificultando comparações entre crescimento de agregados monetários e o PIB nominal e aumentando as desconfianças em relação às estatísticas.

¹¹ A desconfiança em relação a colocação de agregados monetários como metas intermediárias não é compartilhada, no período recente desde 2005, por autores como (Anderson, 2007) e (Green, 2005).

¹² A seção 3 trata sobre os motivos de tal subida.

¹³ A China tinha e continua a ter enorme superávit comercial com os EUA. Como os EUA possuem um enorme déficit em conta corrente muitos acabam culpando o renminbi (e sua suposta subvalorização) pelos déficits americanos. O fato é que ambos os países possuem desequilíbrios severos na poupança e investimento. Os chineses poupando demasiadamente e os americanos pouco.

($0,3\% \pm$) seria mantida, mas também seriam estabelecidas bandas em relação a outras moedas (inicialmente em $1,5\% \pm$, mas depois aumentada para $3\% \pm$ em Setembro de 2006)¹⁴. Apesar da cesta não ter sido revelada oficialmente, em agosto de 2005, o presidente do BC Chinês revelou que o dólar norte-americano, o euro, o yen japonês e o won sul-coreano seriam as principais moedas da cesta, com o pound inglês, o baht tailandês e o rublo russo também participando, porém os pesos nunca foram revelados. Contudo, vale ressaltar, que a flutuação do renminbi contra o dólar, até hoje, foi menor do que 2%, num período de 3 meses, o que constitui, segundo o FMI, um regime de câmbio fixo (Goldstein e Lardy, 2007).

Apesar de teoricamente o regime cambial presente na China ser baseado numa cesta de moedas, o que se tem visto são movimentos muito suaves, diferente do que deveria acontecer¹⁵. Num regime baseado em uma cesta de moedas, o renminbi supostamente, em vez de ficar atrelado somente ao dólar, é fixado contra uma cesta de moedas. Os pesos dados a cada moeda deveriam ser, teoricamente, a participação de cada moeda no comércio em geral do país com outros países. Tal esquema seria, contudo, muito complicado de ser aplicado na prática. Outro caminho é simplificar e considerar apenas, por exemplo, as 3 principais moedas na cesta, como o dólar, yen e o euro¹⁶. Na prática, o que se tem observado é um regime diferente de ambas as sugestões expostas acima. O renminbi tem se apreciado, mas com uma volatilidade incrivelmente baixa não compatível com uma cesta de moeda. Na verdade, a moeda tem apresentado movimentos muito suaves não compatíveis com uma cesta de moedas. Isso implica, portanto, que apesar das mudanças de 2005, o regime passaria a ser apenas levemente mais flexível, continuando ser virtualmente fixo contra o dólar (Anderson, 2007).

¹⁴ A variação de $0,3\% \pm$ foi elevada, em maio de 2007, para $0,5\% \pm$ (Goldstein e Lardy, 2007).

¹⁵ Ver (Anderson, 2007), por exemplo, que estima a trajetória do renminbi caso este fosse de fato atrelado a uma cesta.

¹⁶ Apesar da China ter comércio com vários países e diferentes moedas, a maior parte desse comércio se dá via dólares americanos, por isso é natural estabelecer grande peso a esta moeda e simplificar com as mais importantes (caso do euro e do yen).

2.2 Política Monetária nas economias modernas

Em geral, a política monetária moderna, de diversos países, têm uma estrutura bem semelhante para atingir os objetivos almejados. Em primeiro lugar, a maioria dos Bancos Centrais, mundo afora, tem uma meta final de política monetária. Esta nada mais é do que a variável econômica que as autoridades desejam influenciar. Alguns exemplos: inflação, crescimento nominal, taxa de desemprego e taxa de câmbio. O outro fator fundamental é a meta intermediária, ou seja, o instrumento principal para se atingir o objetivo estipulado de meta final; ultimamente a norma tem sido na adoção de políticas baseadas no preço, em que a taxa de juros se altera primordialmente para que a base monetária se ajuste conseqüentemente, mas existe outra opção, muito utilizada no passado, mas em desuso pelos BC's nos últimos tempos, que são políticas quantitativas, onde ajusta-se o volume da base monetária e posteriormente a taxa de juros se ajusta – caso da China atual¹⁷.

De qualquer forma, os Bancos Centrais de cada país tem objetivos diferentes. Alguns, como o FED, têm como prioridade a manutenção dos níveis gerais de preços e o nível de emprego. Outros, como o BC brasileiro, têm como objetivo a inflação. Já a China procura: “manter a estabilidade do valor da moeda e, assim, promover o crescimento econômico”¹⁸. Mas, o principal mecanismo utilizado, pelos Bancos Centrais do mundo moderno, para atingir o objetivo final de política monetária tem sido o de ajustar o preço do dinheiro para influenciar a demanda agregada. Caso a demanda agregada esteja aquecida, e pressões inflacionárias comecem a surgir, a autoridade monetária eleva o custo do dinheiro para os bancos, que eventualmente elevarão também o custo para os agentes econômicos, causando um arrefecimento na demanda agregada, já que investidores reduzem seus investimentos e consumidores seus gastos. De fato, grande parte dos BC's procuram controlar a oferta monetária, através da política dos juros¹⁹.

¹⁷ Nos dias atuais quando se pensa em política monetária a idéia do *targeting inflation*, metas para inflação, vem logo a cabeça. Mas nem sempre foi assim, na verdade, tal sistema é muito recente datado do final da década de 80 e começo dos anos 90. Um exemplo foi o período posterior ao desmantelamento do sistema de Bretton Woods, e com isso o fim dos regimes de câmbio fixo, em que a maioria das autoridades monetárias focou suas políticas em metas quantitativas.

¹⁸ Do site do PBC em original: “*The objective of monetary policy is to maintain the stability of the value of the currency and thereby promote economic growth.*” <http://www.pbc.gov.cn/english> .

¹⁹ Nem todos os países, como é o caso da China, procuram alterar a política monetária via juros diretamente. Mais sobre isso será discutido na subseção 2.3. Neste ponto vale ressaltar que a maioria dos BC's aceita a proposição de Milton Friedman de que no longo-prazo “a inflação é um fenômeno monetário”.

A quantidade de dinheiro numa economia se expande de diversas formas. Uma possibilidade é através do multiplicador monetário. Quando um agente deposita seu dinheiro no banco, este pode emprestá-lo novamente para outro agente - contanto que respeite o nível de compulsórios exigido pelo BC – e, assim, o dinheiro vai se multiplicando. Outra maneira de fazer o dinheiro se expandir é através do comércio exterior. Caso hajam elevados superávits comerciais em conta corrente, os exportadores procuram trocar sua receita (que é em dólares, mas seus custos em renminbis) por moeda local. Assim, ocorre um aumento da quantidade de moeda disponível na economia quando o exportador vai ao banco trocar seus dólares por renminbis. Outra maneira de se elevar a quantidade de moeda numa economia é via a compra de títulos públicos ou via compra de dívidas (por parte da autoridade).

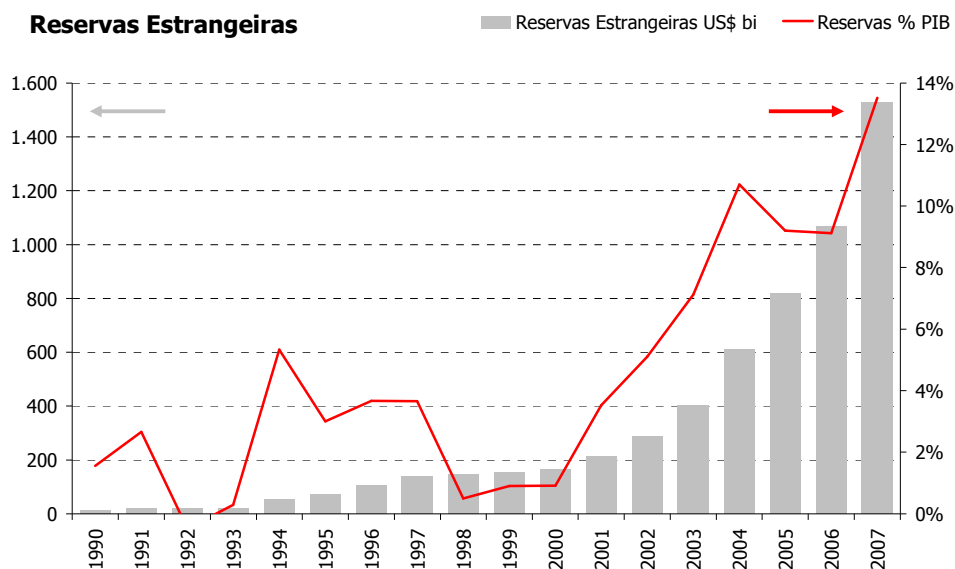
No fundo, o BC deve controlar a quantidade de dinheiro na economia. Como fazê-lo? A opção mais usada nas economias modernas é via operações de mercado aberto, em que o BC compra/vende títulos. Outra maneira se dá via a taxa de redesconto, que nada mais é do que a taxa de juros que o Banco Central cobra quando efetua empréstimos aos bancos comerciais. Quando mais baixa a taxa, maior incentivo se cria para que os bancos peguem recursos emprestados junto ao BC e assim elevem os recursos emprestados. O último instrumento de política monetária moderna são os depósitos compulsórios. Eles são uma exigência que o BC de cada país faz junto aos bancos para que mantenham uma razão mínima de reservas junto ao BC – se os bancos precisam manter uma razão maior de depósitos com o Banco Central, então eles têm menos fundos disponíveis para empréstimos.

2.3 Atuação recente da política monetária

Desde 2005, na prática, o regime de câmbio vigente na China tem sido um regime “*quasi*-fixo” (Goldstein e Lardy, 2007). Regimes de câmbio fixo funcionam basicamente com o mesmo princípio: o Banco Central de cada país está disposto, a qualquer momento, a comprar ou vender qualquer quantidade de moeda para manter a taxa fixa (assim ele é um prestador ou comprador de última instância). O exemplo do exportador que deseja trocar dólares por renminbis, ver acima, é um caso do problema que surge num regime de câmbio

fixo. O exportador está interessado na conversão e para isso vai ao banco, que acaba trocando moedas com o BC Chinês²⁰. Caso a oferta e demanda privada por moeda estrangeira estejam balanceados não haverá problemas e a taxa de câmbio se manterá estável com o tempo. O problema surge quando alguma ponta é muito superior à outra. No caso chinês, o que ocorre é um excesso de oferta de moeda estrangeira maciça (em grande parte devido ao elevado saldo comercial). Assim, o BC Chinês é obrigado a comprar quantidades altíssimas de dólares. Além disso, a situação tem se deteriorado e as intervenções anuais (como porcentagem do PIB) que ficaram em média 2,4%, entre 1990 e 2002, passaram para incríveis 9,9%, no período entre 2003 e 2007 (como podemos observar no gráfico 4)²¹. Tais números além de serem impressionantes passam a preocupar sobre os impactos na economia real.

Gráfico 4: Reservas Estrangeiras



Fonte: CEIC, elaboração do autor

²⁰ (Anderson, 2007) afirma que o mercado interbancário de moeda estrangeira ainda é extremamente incipiente.

²¹ O nível de reservas internacionais, números que foram utilizados no texto, é apenas uma aproximação (viesada para baixo) para as reais intervenções, como chamam a atenção (Goldstein e Lardy, 2007), pois em algumas ocasiões o governo usou o dinheiro das reservas para recapitalizar bancos, além de determinadas operações de swaps com empresas estatais. Os números acima se referem às reservas internacionais propriamente ditas.

De fato, o impacto sobre a economia real, de intervenções tão agressivas no câmbio, se dá basicamente via um canal: liquidez excessiva. O que ocorre é que quando o BC Chinês (PBC – *Public Bank of China*) compra em excesso moeda estrangeira ele está ao mesmo tempo vendendo moeda doméstica (e assim colocando renminbis na economia). Uma pergunta natural que surge é: da onde vem o dinheiro necessário para a compra de moeda estrangeira? Uma possibilidade é simplesmente a impressão de dinheiro novo, o PBC tem esse poder e pode criar moeda nova (claro, com conseqüências principalmente em termos de inflação). No caso chinês, onde cada vez mais ocorrem superávits comerciais recordes, o problema da liquidez excessiva, com as intervenções para manter o câmbio fixo, se torna ainda pior. Em suma, temos aqui um exemplo claro do trilema de Mundell-Fleming em que uma economia aberta não pode ter câmbio fixo, livre movimento de capitais e autonomia para alterar as taxas de juros simultaneamente.

Todavia, é preciso dizer que o Banco Central tem tido grande eficiência em esterilizar os fluxos de dólares vindos principalmente do saldo comercial²². A esterilização tem como objetivo neutralizar os impactos monetários de fluxos de moedas estrangeiras. Caso um país possua um superávit comercial elevado (como é o caso da China), haverá um enorme aumento da base monetária quando tais fluxos forem convertidos na moeda local. Porém, o Banco Central pode compensar a entrada desses fluxos e retirar dinheiro da economia para que assim os efeitos se compensem. Como fazer isso? Uma possibilidade muito utilizada por diversos países é a venda de títulos do governo em troca de moeda. Além disso, há a possibilidade da emissão de dívida por parte do governo. Outra solução, muito usada até recentemente pelo governo, é o aumento do compulsório²³. Este nada mais é do que uma exigência por parte do BC para que os bancos comerciais deixem uma parte de seus depósitos com o próprio BC. Assim, congela-se uma parte do dinheiro que os bancos podem efetivamente emprestar para os agentes e o dinheiro não circula. Enfim, na prática, a autoridade monetária deve procurar retirar dinheiro da economia no mesmo montante que ele entra em excesso.

²² Ver (Green, 2005) e (Anderson, 2007 e 2008), por exemplo.

²³ Esta estratégia foi utilizada até setembro de 2008, quando o PBC (BC Chinês) começou a diminuir o compulsório, devido a uma mudança de estratégia. Com a desaceleração do crescimento chinês e a crise global a prioridade passou a ser o crescimento em detrimento à inflação.

Apesar da eficiência em esterilizar os fluxos estrangeiros, há divergências na literatura sobre a continuidade no futuro. (Anderson, 2007) e (Green, 2005) não acreditam em sérios problemas no futuro. Um dos argumentos utilizados é de que a maioria dos países não conseguiu sustentar o processo de esterilização devido aos juros. Se os juros internos forem menores do que os externos não haverá problemas. Isso porque os juros ganhos na compra de moeda estrangeira - sobre os ativos externos - serão maiores do que os pagos pela emissão de dívida, por exemplo. De fato, caso as taxas de juros internas de um país, com regime de câmbio fixo, divirjam significativamente das taxas externas, pode ocorrer fluxos de capitais desestabilizadores. Mas, como (Anderson, 2007) observa as taxas de juros internas são menores do que as externas, logo não há problemas, pelo menos por enquanto²⁴. Mas a principal argumentação de (Anderson, 2007), por exemplo, passa pelo tamanho da economia chinesa. O raciocínio muito usado contra o câmbio fixo é de que grandes fluxos de capitais podem acabar forçando as taxas de juros para cima, e com estas subindo o diferencial de juros também aumenta e assim novos fluxos acabam vindo para o país, criando-se um círculo vicioso. Para o autor, a esterilização tem funcionado na China exatamente porque ela é um enorme país (muito diferente da pequena aberta economia do trilema de Mundell-Fleming) com pouca exposição externa (a conta de capital do país é virtualmente fechada)²⁵.

A outra escola de pensamento, defendida por (Goldstein e Lardy, 2007), acredita que o regime cambial chinês já “diminuiu a eficácia da política monetária e tal erosão deve continuar”. Assim, acreditam que uma “flexibilidade cada vez maior é necessária para se reduzir os riscos de instabilidade macroeconômica”. Concordam que o grande problema do diferencial de juros (em regimes de câmbio fixo) é particularmente verdade para países pequenos, tomadores de preços em bens internacionais comercializáveis, ademais que controles de capitais podem impedir o influxo de grandes capitais, quando as taxas de juros internas forem maiores do que as externas. Mas, continuam, “quando o controle é eficiente [...] um país com uma taxa de câmbio subvalorizada e, assim, com um grande superávit em

²⁴ É claro que no final de 2008, quando escrevo, devido a enorme crise mundial o FED, BC americano, acabou por reduzir as taxas de juros de forma agressiva e tal raciocínio já não é mais válido, já que nos dias atuais as taxas nos EUA, estão mais baixas que as chinesas. De qualquer forma, o autor havia observado que o PBC poderia incorrer em perdas temporárias exatamente porque já tinha alcançado um nível elevado de reservas internacionais.

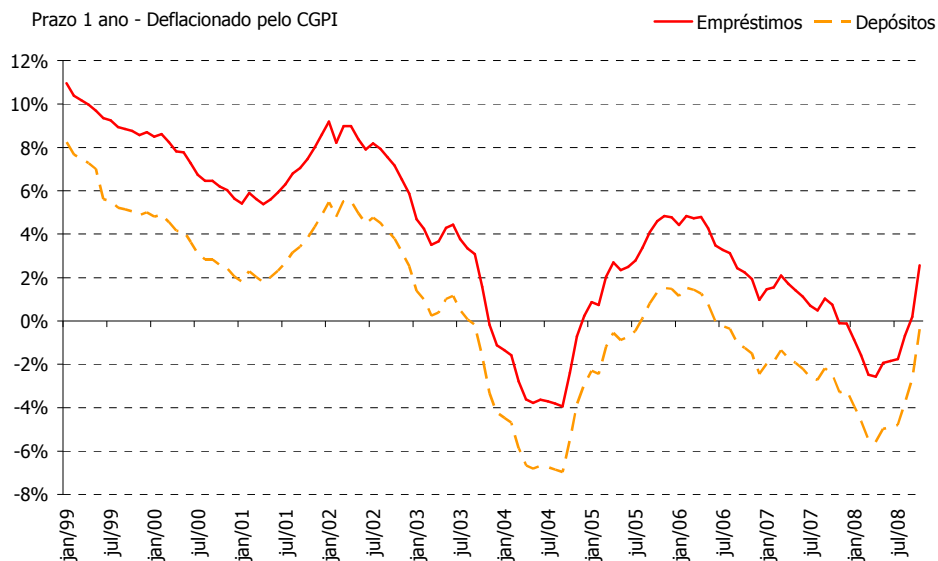
²⁵ Apenas investimentos diretos estrangeiros e outras pequenas transações são permitidos (Anderson, 2007).

conta corrente, irá enfrentar o desafio da esterilização”. Além disso, “mesmo quando a esterilização tem sucesso [...] com o tempo, as autoridades, irão precisar vender cada vez maiores quantidades de títulos para adquirir os fundos necessários a esterilização”. Dessa forma, “eventualmente ocorrem aumentos das taxas de juros pagas pelo Banco Central por esses títulos”, e as taxas pagas por esses títulos excederão os ganhos obtidos pelos ativos estrangeiros, das reservas, em algum momento. Ambos acreditam que o renminbi está extremamente subvalorizado e que esta situação só tem piorado com o tempo.

Uma idéia defendida pelos autores é que a esterilização foi feita via quotas de créditos para bancos e vários tipos de “*window guidance*” ao invés do uso de taxas de juros²⁶. De qualquer forma, essas medidas influenciaram as taxas de juros de forma negativa. As taxas de empréstimos estariam muito baixas e, com a inflação rodando perto de tais taxas, os juros reais já rodam no terreno negativo, incentivando assim o crescimento do crédito (ver gráfico 5)²⁷.

²⁶ Na verdade, a influência das taxas de juros sobre a economia real ainda é pequena na China, as taxas ainda têm baixa correlação entre si. Sobre este assunto ver (Geiger, 2008).

²⁷ As taxas foram deflacionadas pelo CGPI, Corporate Goods Price Index, uma espécie de Índice Geral de Preços chinês que tem maior relevância para as empresas do que o CPI, Consumer Price Index que possui um enorme peso em alimentação. De qualquer forma, há uma enorme correlação entre todos os índices de preços na China, os principais são o CPI, CGPI e o PPI, e o resultado é semelhante entre os três casos.

Gráfico 5: Taxas de Juros Reais²⁸

Fonte: CEIC, elaboração do autor

Já as taxas de depósitos estariam mais baixas ainda. E isso teria contribuído para o boom no setor imobiliário e no mercado acionário²⁹. Como a teoria convencional nos diz, para manter taxas de câmbio subvalorizadas³⁰, em regimes de câmbio fixo, é preciso a manutenção de taxas de juros baixas. Caso contrário, teremos a possibilidade de atrair enormes fluxos de capitais que eventualmente poderiam gerar problemas à esterilização.

Outro ponto defendido pelos autores se refere ao custo da esterilização que estaria sendo arcada em grande parte pelos bancos. Isso porque o compulsório excessivamente alto junto com a baixa taxa de juros paga pelas dívidas do governo estariam reduzindo os lucros que poderiam ter sido alcançados pelos bancos chineses. De fato, quando o BC Chinês eleva o compulsório obriga os bancos a depositarem mais dinheiro na conta do PBC. Caso existisse a possibilidade de emprestar novamente o dinheiro depositado, as taxas de juros

²⁸ As taxas nominais foram deflacionadas pelo CGPI (*Corporate Goods Price Index*) – um índice que tem maior relevância, em relação ao índice de preços ao consumidor, para as empresas. De qualquer forma, há grande correlação entre os diversos índices de preços e o resultado seria semelhante se, por exemplo, as taxas tivessem sido deflacionadas pelo CPI (*Consumer Price Index*).

²⁹ Há muita preocupação sobre o setor imobiliário na China e suas conseqüências para o futuro, os preços estão desabando, assim como as vendas.

³⁰ Diversos autores, como (Goldstein e Lardy, 2007), acreditam que este é o caso do renminbi devido ao enorme saldo comercial.

ganhas com esses novos empréstimos seriam maiores do que as recebidas pelos depósitos compulsórios.

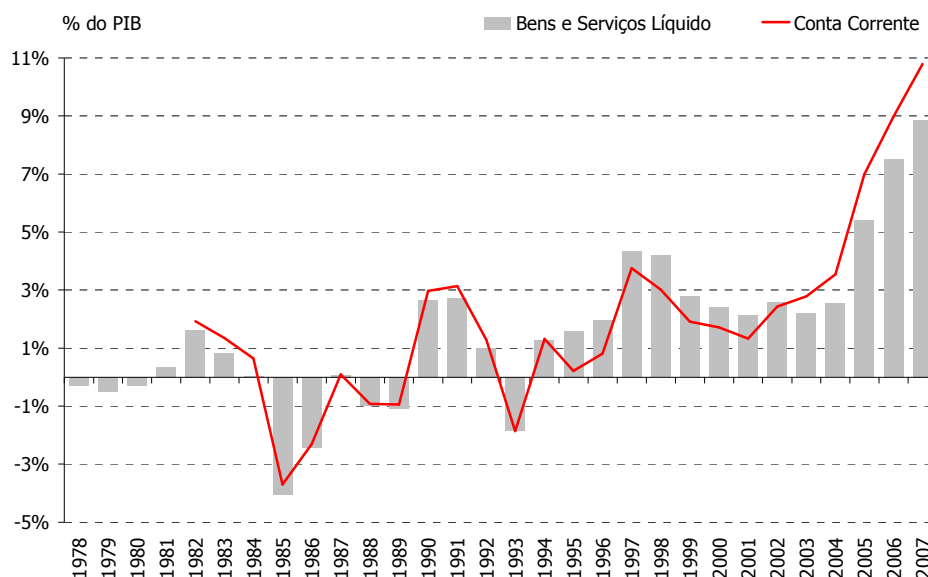
3

Setor externo e desequilíbrios no crescimento chinês

3.1 Mudanças no equilíbrio externo nos últimos anos

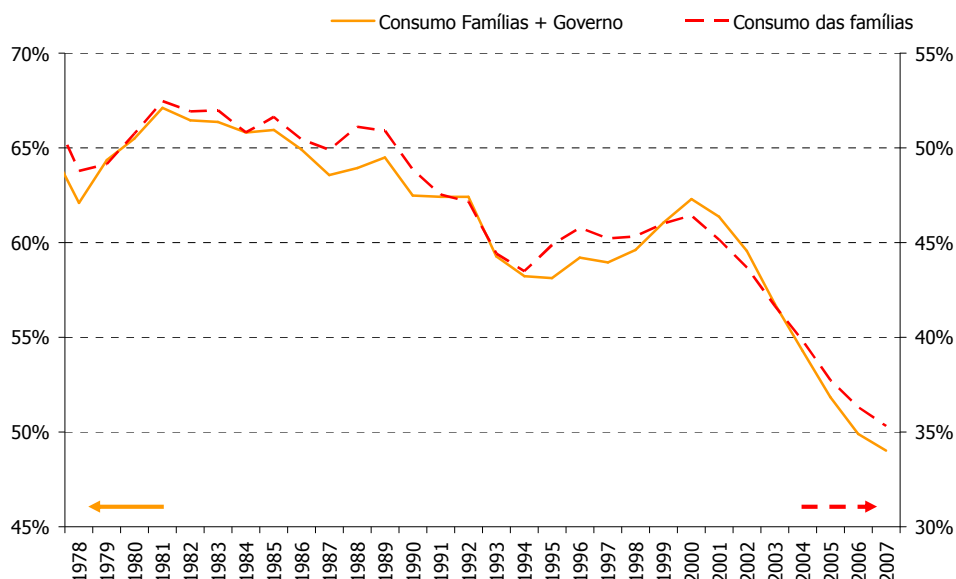
Nos últimos anos a economia chinesa passou por transformações avassaladoras. Desde 2004, o saldo comercial de bens e serviços e a conta corrente atingiram recordes históricos, chegando esta última a 10,8% em 2007. Ao mesmo tempo, a participação do consumo interno diminuiu para níveis historicamente baixos, chegando a incríveis 35,3% do PIB em 2007³¹, ver gráficos 6 e 7 abaixo.

Gráfico 6: Superávit Chinês



Fonte: CEIC, elaboração do autor

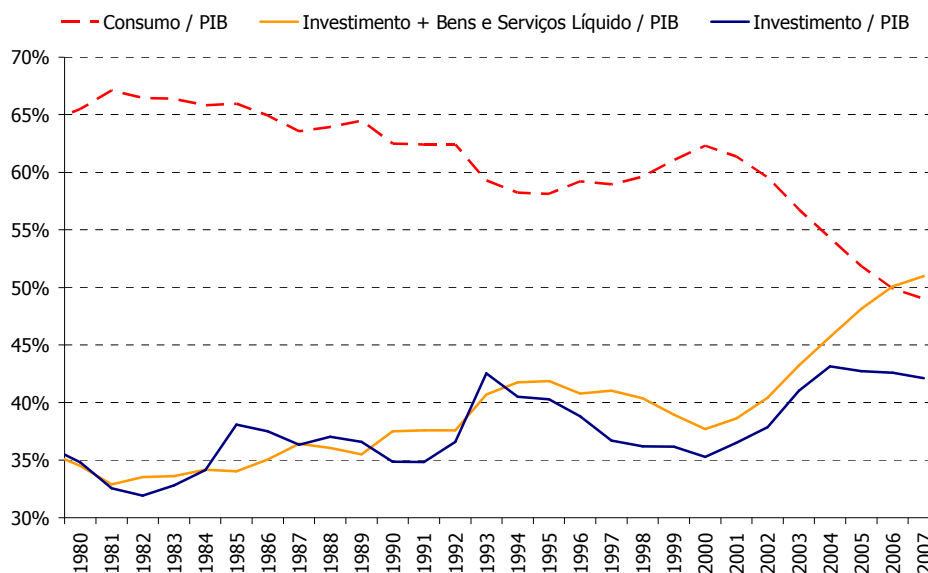
³¹ Provavelmente, como apontam (Goldstein e Lardy, 2007), a menor parcela mundial.

Gráfico 7: Consumo como % do PIB

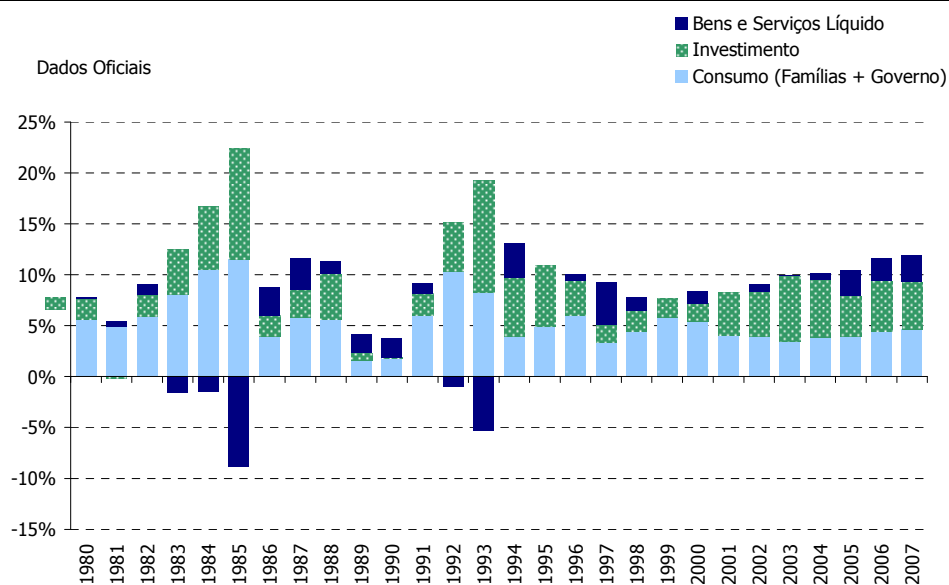
Fonte: CEIC, elaboração do autor

O crescimento chinês também é bastante baseado no investimento. Como podemos observar no gráfico 8, a participação do investimento no PIB é de mais de 40% - níveis muito acima de vizinhos asiáticos como Japão, Coréia do Sul e Taiwan. De fato, na lista publicada pela CIA, *World Factbook*, a China apareceu em terceiro lugar no ranking de Investimento/PIB, perdendo apenas para Qatar (2º lugar) e Lesotho (1º lugar). A Índia, que aparece na décima primeira posição, teve em 2007, 33,9% de participação do investimento no PIB, por exemplo. Olhando o gráfico 9, examinamos a contribuição das contas nacionais desagregadas para o PIB Real. Sozinho, o investimento foi responsável, no período entre 2001-04, por 54,6% do crescimento real da economia (média do período). Ao mesmo tempo, os bens e serviços líquidos contribuíram por 21,6% do crescimento real no período 2005-07 (média)³².

³² Fontes: NBS (National Bureau of Statistics) e CIA *World Factbook*.

Gráfico 8: Participações no crescimento chinês

Fonte: CEIC, elaboração do autor

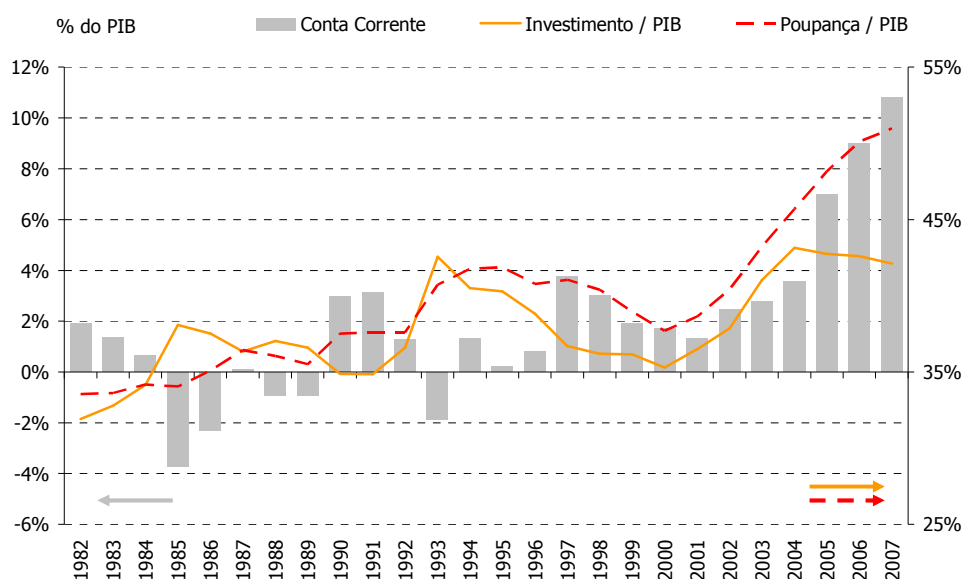
Gráfico 9: Contribuições para o Crescimento Real³³

Fonte: CEIC, elaboração do autor

³³ Nas contas nacionais da China o PIB é dividido em consumo (aqui incluso consumo das famílias e gastos do governo), investimento e saldo em transações de bens e serviços. Só são divulgados os valores nominais dos gastos do governo e não seu crescimento real. De qualquer forma, estimativas apontam que o crescimento real dos gastos governamentais tem se mantido relativamente estável com os anos (Anderson, 2008). Além disso, não é divulgado o deflator, o que se faz é, a partir dos dados reais divulgados pelo NBS – National Bureau of Statistics, implicitamente calcular o deflator pela divisão entre o crescimento nominal com o real.

Além disso, chama a atenção os dados da poupança na economia, que chegou a 51% do PIB em 2007. Tais mudanças são extraordinárias, com os equilíbrios internos e externos na China se alterando de forma excepcional em pouco tempo. Mais intrigante ainda do que isso é a forma como se deu a acumulação de superávits comerciais nos últimos anos: via aumento de poupança, enquanto que a parcela de investimentos / PIB se manteve relativamente estável³⁴. Responder porque tais mudanças ocorreram é um grande desafio atualmente.

Gráfico 10: Conta Corrente e causas



Fonte: CEIC, elaboração do autor

Por três décadas a China não viu mudanças abruptas em sua posição externa, de fato, o superávit ou déficit em bens e serviços se manteve numa banda estável entre 4% do PIB (para cima ou para baixo). Porém, a história começou a mudar no segundo semestre de 2004, e em 2005 a conta corrente já atingira 7% do PIB; em 2006 o número passou para 9%; e em 2007, para 10,8%, níveis nunca antes vistos no país. Apesar de haver

³⁴ Em muitos países, a elevação do superávit de bens e serviços se deu com mudanças, principalmente, dos níveis de investimento. No caso da China isso não é verdade, como podemos ver no gráfico 10. Ver (Anderson, 2008) para referências em relação a outros países asiáticos, por exemplo.

determinadas economias com superávits na Conta Corrente (como percentual do PIB) muito superiores a esse número (Singapura, por exemplo), o fato é que a China é um país enorme não comparável com centros de exportação como Singapura, Malásia ou Hong Kong (países com superávits na casa dos dois dígitos).

Curioso também foi a forma como se deu tal posição na conta corrente. Por definição temos que o superávit nas transações de bens e serviços é igual à diferença entre a poupança bruta e investimento:

$$\begin{aligned}
 Y &= C + I + G + NX && \text{(subtraindo T de ambos os lados temos)} \\
 Y - T &= C + I + G - T + NX \\
 Y - T - C + (T - G) &= I + NX \\
 S_{\text{privada}} + S_{\text{pública}} &= I + NX \\
 S &= I + NX \\
 NX &= S - I
 \end{aligned}$$

Portanto, para termos um aumento no superávit é preciso um aumento nos níveis de poupança ou uma diminuição no investimento. Historicamente o que tem ocorrido com países como Hong Kong, Singapura e Malásia é uma diminuição do investimento (Anderson, 2008). Por outro lado, na China, o principal responsável foi um aumento avassalador nos níveis de poupança. Mas da onde teria vindo mudança tão brutal na poupança? A resposta, como podemos observar pelas equações acima é que aumentos de poupança se dão via elevações nos níveis de poupança privada ou pública.

O que temos visto é um processo de declínio nos gastos das famílias, como enxergamos no gráfico 7, o consumo que tinha participação de 62,3% do PIB em 2000 passou para apenas 49% em 2007 (nesta queda de 13,3%, o consumo das famílias, que passou de 46,4% para 35,3% do PIB, foi responsável por 11,1 pontos percentuais)³⁵. O consumo governamental se manteve mais estável do que o das famílias, perto de 14,5% do PIB (média 1980-07). Mas é preciso notar que, desde o pico em 2001 de 16,2%, os gastos governamentais passaram a ser 13,7% em 2007. O resultado não poderia ser outro, e, assim, com o crescimento chinês se expandindo desde o início da década de forma robusta, a

³⁵ A média do consumo das famílias tem decaído com o passar dos anos. Na década de 80, o consumo era superior a metade do PIB; nos anos 90 essa parcela corresponderia, em média, a 45,9% do PIB. Finalmente, a partir de 2000, houve um total colapso. Vale notar que em 2007, apenas 35,3% do PIB correspondiam ao consumo das famílias – a menor taxa de qualquer grande economia do mundo (Lardy, 2007). Os EUA, por exemplo, em 2005, tinham 70% do seu PIB atrelado ao consumo das famílias; o Reino Unido 60%; a Índia 61%; e, mesmo o Japão, com elevada taxa de poupança, possuía 57%.

importância do consumo interno diminuiu drasticamente, enquanto que o investimento ganhou importância (principalmente no começo da década) e recentemente os bens e serviços líquidos. De fato, a contribuição do consumo (famílias + governo), para o crescimento real, passou de mais de 60% do PIB na década de 80, para algo em torno de 55% nos anos 90 e finalmente apenas 40% desde 2001.

Apesar dos níveis de investimento continuarem altos, a poupança chinesa só aumenta, fazendo com que seja necessário exportar recordes de capitais para o resto do mundo. Além disso, o consumo se mostra preocupantemente baixo, um fator, muito apontado por diversos autores, para justificar isso³⁶ estaria sendo a moeda hiperdepreciada³⁷. Tal processo não parece sustentável, afinal como as empresas podem continuar investindo tanto se os consumidores não consomem os produtos e eventualmente os lucros se reduzirão? Ou ainda o que acontecerá quando as empresas chinesas, em face de uma recessão global severa como a que ocorre agora, ficarem com seus produtos sem destino³⁸? De qualquer forma, o governo precisa agir. Estímulos fiscais seriam muito bem vindos, além disso uma apreciação do câmbio poderia atenuar os desequilíbrios do crescimento chinês³⁹.

3.2 Origens do superávit comercial tão forte

Sobre a explosão do saldo comercial (e de sua conta corrente) no período entre 2004 e 2007 (Lardy, 2007), acredita que o crescimento da produtividade entre bens transacionáveis e não transacionáveis fez os produtos chineses extremamente competitivos. (Goldstein e Lardy, 2007) reiteram que também haveria uma enorme subvalorização do renminbi que teria sido responsável, em grande parte, pelo aumento da participação do setor externo no crescimento chinês. Além disso, observam que, apesar de ter havido uma

³⁶ Ver (Goldstein e Lardy, 2007), por exemplo.

³⁷ Há divergências quanto a este ponto. Em geral, apesar da maioria dos autores concordarem que uma apreciação do câmbio ajudaria a diminuir o superávit nas transações correntes e estimular a demanda doméstica, nem todos acreditam que o câmbio seja o fator primordial para um consumo baixo e que na verdade ele teria ajudado e muito no crescimento chinês, ver, por exemplo, (McKinnon e Schnabal, 2008).

³⁸ Muitas empresas têm sustentado seus lucros via exportações de produtos em detrimento do consumo interno, como veremos a frente.

³⁹ Novamente, reitero que nem todos os autores concordam totalmente com esta afirmação.

apreciação em termos nominais da ordem de 10% desde 2005, a taxa de câmbio real, na verdade, se depreciou no período. Concluem que, apesar de ser uma tarefa árdua saber exatamente qual é o valor justo para o renminbi⁴⁰, uma apreciação real da ordem de pelo menos 20% seria necessário para que o saldo em conta corrente diminuísse para a metade⁴¹.

(Goldstein e Lardy, 2007) também comentam o ceticismo de determinados observadores em relação à eficácia da apreciação do renminbi. “Os pessimistas [...] citam baixos salários e altas margens de lucros (que supostamente permitiriam os exportadores absorverem o custo de uma apreciação sem aumentar os preços dos bens exportados), um alto teor de importação nas exportações e a baixa elasticidade preço da demanda por importados e exportados, reduzindo a eficácia da ação no câmbio”.

Sobre o primeiro ponto, apesar de concordarem que os salários na China são muito baixos se comparados a países desenvolvidos, os autores afirmam que o importante é vermos o custo unitário do trabalho (a produtividade também seria muito baixa na China)⁴², e que não há evidência que apontem que as margens de lucro poderiam compensar os efeitos de uma mudança no câmbio.

Quanto ao segundo argumento, que uma parte dos bens exportados pelo país são apenas montagens e processamento de bens importados, e assim uma apreciação unilateral reduziria os custos dos importados, não aumentando muito os preços dos exportados com a apreciação. Os autores acreditam que isso não significa que uma apreciação não vá encarecer os preços dos bens exportados, significa apenas que seria necessária uma maior apreciação para que se reduza o saldo comercial.

Finalmente, em relação ao terceiro ponto (elasticidades), os autores afirmam que “os bens manufaturados que a China exporta são tipicamente bastante elásticos em relação ao

⁴⁰ O ponto aqui é perceber que apesar dos diferentes trabalhos empíricos terem chegado a conclusões diferentes sobre a quão subvalorizado a moeda estaria, até porque alguns gostariam que o saldo zerasse enquanto que outros procuravam respostas sobre qual seria o câmbio de equilíbrio para um saldo em conta corrente na ordem de 5% do PIB, a maioria concorda que o renminbi está desvalorizado.

⁴¹ Aqui foi usado, na verdade, uma conta de “bolso” em que uma apreciação real do renminbi da ordem de 10% faria com que o saldo comercial diminuísse de 2% até 3,5% do PIB.

⁴² Um exemplo citado é o da Alemanha, o maior exportador do mundo, que possui altos salários, porém também elevada produtividade.

preço (ao redor do mundo) e já que os bens que a China importa são também produzidos no país, é altamente provável que a condição de Marshall-Lerner [...] seja satisfeita”⁴³.

Muitos defensores do atual regime argumentam que uma desvalorização envolveria elevados custos ao crescimento, emprego e estabilidade (Goldstein e Lardy, 2007). De fato, entre 1994 e 2001, quando houve apreciação real do renminbi por volta de 30%, o crescimento chinês diminuiu, mas ainda sim manteve uma média de crescimento de 9%, algo totalmente aceitável sob a ótica de (Goldstein e Lardy, 2007). (Anderson, 2007) aponta para um decréscimo no PIB na ordem de 1% com uma apreciação de 10%, num período curto de tempo como 3 anos. (Goldstein e Lardy, 2007) crêem que políticas anti-cíclicas fiscais poderiam, de qualquer forma, compensar esse decréscimo. (Lardy, 2007) aponta que o crescimento voltado para o setor externo propiciou uma menor expansão dos níveis de emprego do que em períodos em que o crescimento era baseado no consumo interno⁴⁴. (Goldstein e Lardy, 2007) acreditam que receios de que poderiam ocorrer grandes perdas aos trabalhadores (principalmente dos setores externos) seriam facilmente transpostos com pacotes de ajuda. Observam também que as exportações chinesas são concentradas em províncias com altos níveis de renda e que uma redução no lucro das empresas, via reavaliação do câmbio, não aumentaria demasiadamente a desigualdade no país. Outro medo freqüente observado por muitos é o impacto sobre os trabalhadores rurais com uma taxa mais valorizada e produtos básicos mais baratos. Novamente, pacotes fiscais para atenuar os impactos nesse tipo de setor poderiam ser utilizados.

(Anderson, 2007 e 2008) acredita que o salto no saldo comercial é cíclico. Observa que a mudança no saldo comercial ocorreu principalmente em setores pesados da indústria, como o de metais e materiais - principais responsáveis por essa mudança. Indo além, olhando minuciosamente os dados percebe que a indústria de aço foi responsável por 25% do aumento do saldo comercial no período. O autor acredita que o boom no investimento (principalmente no setor imobiliário) puxou a demanda incrivelmente para cima no período entre 2000-03, assim teria havido uma enorme expansão da capacidade produtiva industrial. Dessa forma, quando a demanda por aço caiu nos anos subsequentes, a produção, ao invés

⁴³ Essa condição diz que a soma das elasticidades preço das exportações e importações devem ser maiores do que 1 para que uma valorização tenha um impacto negativo no saldo comercial. Empiricamente nada foi provado claramente sobre este assunto ainda em relação à China.

⁴⁴ É importante ressaltar a inexistência de dados confiáveis relativos ao mercado de trabalho na China.

de diminuir, continuou se expandindo num ritmo forte. A saída seria o mercado global já que internamente a oferta havia crescido muito mais rapidamente do que a demanda. De qualquer forma, (Anderson, 2007 e 2008) acredita que o problema de excesso de capacidade logo será resolvido e o enorme saldo comercial irá diminuir nos próximos anos. O fato é que no ano de 2008 o saldo comercial já mostra sinais de estabilidade e a recessão global deve fazer com que o enorme superávit se reduza no próximo ano, mas mesmo que se mantenha constante, com quase nenhum crescimento nominal, a contribuição para o crescimento real do PIB já diminuiria com o saldo constante. Além disso, a participação dos bens e serviços e da conta corrente como percentagem do PIB também devem diminuir (com a manutenção do saldo).

Outro raciocínio, desenvolvido por (Mussa, 2007), é de que a esterilização feita pelo PBC tem feito os consumidores chineses reduzirem seus gastos a níveis menores do que suas rendas, por um montante equivalente a acumulação de reservas pelo BC menos o influxo de capitais privados. Além disso, observa que a redução nos gastos, dos consumidores, é feita de forma desigual. Empresários ligados ao setor de bens comercializáveis, por exemplo, sentiriam menos a esterilização em seus investimentos porque desfrutam de fácil acesso ao crédito e de capitais estrangeiros. Por outro lado, o autor continua, as famílias chinesas não teriam tal acesso tão favorável, conseqüentemente seu consumo é seriamente limitado. O resultado seria um sobreinvestimento, principalmente na área dos comercializáveis. O fluxo de capitais externo favorece as empresas que conseguem usufruir desse benefício, assim subsidiando o investimento, enquanto penaliza os consumidores.

4

Rebalanceamento e perspectivas futuras

Para alguns observadores poucas mudanças nas políticas implementadas pelas autoridades chinesas seriam necessárias. Afinal, a China conseguiu manter um bom crescimento e inflação controlada, o surto inflacionário no final do ano de 2007 e começo de 2008 foi um choque temporário que teria como causa o preço dos alimentos e já é vista como superada. A parcela do investimento como porcentagem do PIB parece ter parado de se elevar. A esterilização estaria sendo efetiva e não haveria problemas em continuá-la, afinal, comparado a outros países da Ásia, a China ainda tem um baixo nível de esterilização como percentual do PIB. Além disso, tem sido possível, ao menos razoavelmente, implementar uma política monetária independente ao mesmo tempo em que ocorre uma apreciação nominal do renminbi, sem termos visto uma invasão de fluxos estrangeiros. Se isso for verdade, seriam necessárias apenas mudanças pontuais nas políticas implementadas. O renminbi deveria, por exemplo, continuar se apreciando no mesmo ritmo que vem sendo feito de cerca de 10% ao ano. Diversas medidas poderiam ser tomadas também para reduzir a esterilização. Um aumento dos impostos aos exportadores, por exemplo, poderia aumentar os preços dos bens exportados caso o saldo comercial se elevasse ainda mais.

Já (Goldstein e Lardy, 2007) acreditam que existem sérios desequilíbrios no crescimento chinês. Uma razão pela qual crêem nisso foi o aumento dos desequilíbrios nos últimos anos. Observam que o saldo em conta corrente, que era apenas de 3% do PIB em 2003, e a subvalorização na casa dos 15-25% passaram para 11% do PIB e a subvalorização já poderia estar na casa dos 30-40% nos dias atuais.

De qualquer forma, as autoridades chinesas parecem preocupadas com o modelo de crescimento chinês extremamente baseado no setor externo e no investimento. O governo se mostra disposto a estimular o consumo interno e assim promover um crescimento mais balanceado⁴⁵. A decisão “refletiria o julgamento que o crescimento chinês não é sustentável no longo prazo”. Isso, contudo, não “significa que as lideranças procuram reduzir o

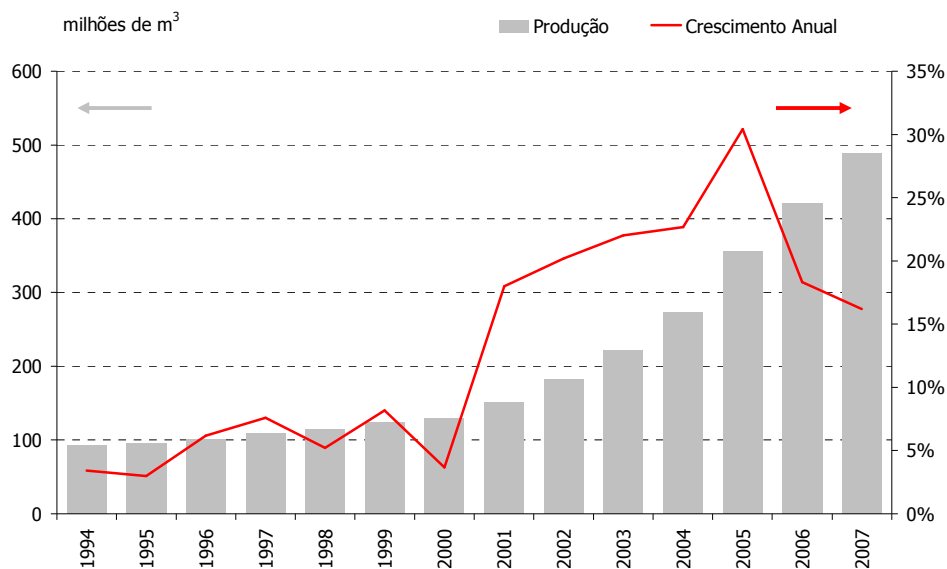
⁴⁵ Ver (Lardy, 2007), por exemplo, que afirma que o premier Wen Jiaobao, em seus discursos, reiterou o objetivo de promover o crescimento baseado no consumo doméstico.

crescimento da economia acentuadamente”. (Lardy, 2007) revela que o governo acredita “que um rápido crescimento” se provaria mais sustentável se “for gerado pela expansão do consumo das famílias chinesas e menos pela onda de investimentos das companhias chinesas e o saldo comercial e conta corrente inchados”.

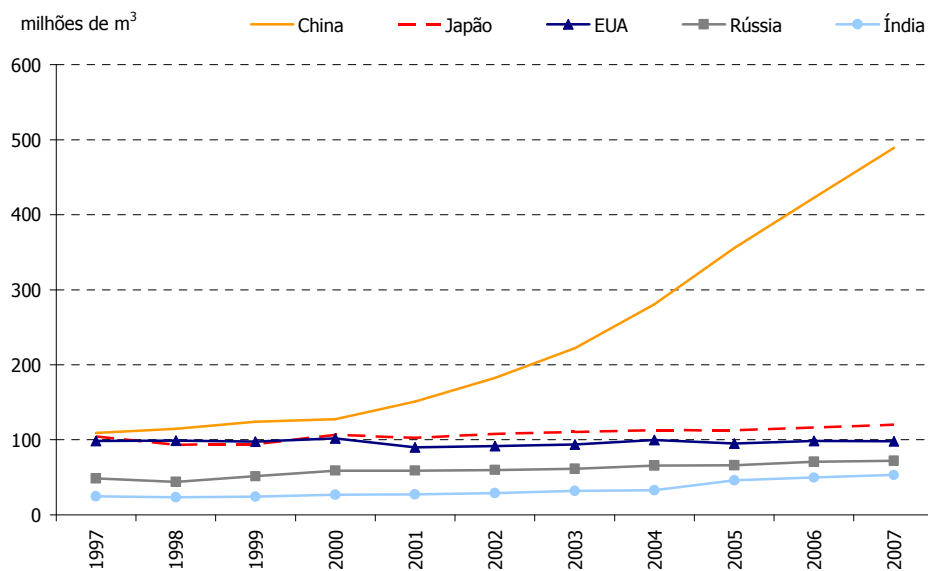
(Lardy, 2007) aponta para vários fatores que teriam levado as autoridades chinesas a tais decisões. Primeiramente, haveria evidências de que o padrão de crescimento altamente baseado no investimento implicou em ineficiência no uso dos recursos. Evidências disso são encontradas, por exemplo, em (Kuijs e Wang, 2005) que calculam a média do crescimento da produtividade entre 1978-93 em 4%, enquanto que de 1993-05 o número passou para 3%. “Em resumo, enquanto a parcela de investimento do PIB aumentou, a contribuição para incrementos de produtividade para o crescimento do PIB caiu” (Lardy, 2007).

Em parte, o baixo crescimento da produtividade pode ser atribuído ao super investimento que ocorreu no país e ao excesso de capacidade em determinadas indústrias (Lardy, 2007). Por exemplo, a China é o maior produtor de aço bruto do mundo, em 2007 produziu 489,2 milhões de m³, enquanto que o Japão (segundo lugar) produziu 120,2 milhões de m³. A expansão é ainda mais notável desde o início da década. Com uma média de 21,1% de crescimento (6% em 1994-00) o setor experimentou um boom incrível (ver gráfico 11). Além disso, como podemos notar no gráfico 12, a China elevou sua produção de forma notável enquanto que outros países⁴⁶ não passaram nem perto de crescimento tão agressivo. Isso tem gerado sérias dúvidas sobre a capacidade da demanda absorver oferta tão maciça. (Lardy, 2007) observa que os preços já mostravam sinal de fraqueza, em 2005, assim já era possível notar uma queda na rentabilidade das indústrias. De fato, entre 2000-04 os lucros das empresas de aço subiram excessivamente o que acabou gerando um excesso de capacidade e redução de lucros recentemente (ver também Anderson, 2008).

⁴⁶ Na ordem do ranking Japão (2º lugar), EUA (3º lugar), Rússia (4º lugar) e Índia (5º lugar).

Gráfico 11: Produção histórica de aço na China

Fonte: *World Steel Association*, elaboração do autor

Gráfico 12: Produção de aço dos principais produtores do mundo

Fonte: *World Steel Association*

Outro motivo apontado por (Lardy, 2007) para a mudança de foco das autoridades, em direção a um consumo mais orientado pelo consumo doméstico, se deve a desigualdade. O autor observa que a proporção do consumo no passado era muito maior do que nos dias

atuais, assim o consumo real teria se elevado muito mais, caso tivesse mantido a parcela do PIB dos anos 90, por exemplo⁴⁷. Outra estatística interessante se refere ao consumo per capita, que não tem crescido na mesma velocidade que o PIB⁴⁸. A China estaria crescendo, na verdade, abaixo do potencial. Afinal, “o último propósito de crescimento econômico, em qualquer lugar, é implementar o bem-estar humano” (Lardy, 2007). É importante ressaltar também a desigualdade existente entre as diversas regiões do país. Nas regiões mais próximas da costa o crescimento tem sido acima da média nacional, devido, principalmente, ao aumento do comércio exterior.

(Lardy, 2007) também crê num menor crescimento do emprego devido ao padrão de crescimento chinês. Isso porque o modelo de expansão muito mais capital intensivo “parece ter contribuído para um menor ritmo de criação de emprego, pelo simples motivo que a indústria de aço e outras que produzem bens de investimento empregam muito menos trabalhadores, por unidade de capital, do que indústrias leves que produzem bens de consumo, sem mencionar a comparação, ainda menos favorável, com o setor de serviços”.

Outro fator que teria levado as autoridades chinesas a almejavem um crescimento mais voltado para o consumo doméstico, segundo (Lardy, 2007), teria sido o excessivo consumo de energia e suas conseqüências ao meio ambiente. A demanda por energia estaria crescendo de forma desproporcional, já que o padrão de crescimento, baseado no investimento, exige que a produção de máquinas e equipamentos (e os insumos para produzi-los) cresça muito mais rápido do que a produção de bens de consumo. O consumo de carvão (o maior insumo para a produção de energia no país), cresceu de 2002-07 82,7% e já atingiu a marca de quase 2,6 bilhões de toneladas em 2007, além disso, o país representa o consumo de cerca de 40% de todo o mundo e é de longe o maior consumidor do mundo⁴⁹. A poluição na China também tem crescido de forma espantosa, dados da EIA⁵⁰ apontam que desde 2001 as emissões do país (ligados à emissão de carbono) cresceram de

⁴⁷ O cálculo exato seria um consumo real 30% maior se a proporção de Consumo / PIB, do ano de 1990, tivesse sido mantida intacta.

⁴⁸ “Em 2004, o PIB per capita da China era 2,5 vezes a mais o da Índia [...] mas, devido a parcela de consumo das famílias no PIB ser muito mais baixa na China, o consumo per capita era apenas 2/3 maior na China em relação a Índia” (Lardy, 2007).

⁴⁹ Os EUA (2º lugar) consumiram 39% do total chinês e a Índia (3º lugar) 20%, por exemplo. Fontes: CEIC e EIA <http://www.eia.doe.gov/emeu/international/coalconsumption.html>.

⁵⁰ Fonte: <http://www.eia.doe.gov/pub/international/iealf/tableh1co2.xls>.

modo espantoso. Por exemplo, em 2001 o total de emissões do país representava 53% do total americano (1º lugar), mas em 2005 esse número já era 89%⁵¹!

Mas como implementar um modelo de crescimento mais balanceado? É preciso que o crescimento do consumo das famílias e do governo se eleve a taxas maiores do que o investimento e bens e serviços. Uma possibilidade seriam pacotes fiscais como redução de impostos, para que a renda disponível se eleve, ou mesmo um aumento dos gastos diretos do governo⁵², principalmente em setores embrionários na China como educação e saúde⁵³. Além disso, diversos autores, por exemplo (Goldstein e Lardy, 2007) e (Lardy, 2007), defendem uma apreciação na taxa de câmbio para que o saldo comercial se reduza e as autoridades monetárias ganhem mais flexibilidade no processo de escolha das taxas de juros.

(Lardy, 2007) argumenta que não há muito espaço para cortes nos impostos sobre a renda das famílias, já que as “taxas diretas sobre as famílias são relativamente pequenas para começar e os cortes promovidos pelo governo tem sido tímidos”. A alternativa seria a expansão dos gastos governamentais. Mas, o autor nota que, dado os já elevados níveis de investimento e excesso de capacidade em determinadas indústrias, o governo deve promover expansão nos gastos diretos (excluindo-se, assim despesas com investimentos). Por exemplo, saúde, educação, bem-estar e pensões são áreas onde haveria enorme espaço para o aumento dos gastos. É importante ressaltar que o financiamento desses dispêndios não deve ser feito via elevação de impostos sobre os consumidores. (Lardy, 2007) defende uma simples realocação de recursos (das contas governamentais) de áreas de investimento para o consumo, fazendo com que a poupança do governo diminua.

Já as famílias precisam consumir mais, ou similarmente, reduzir a poupança. (Lardy, 2007) acredita que um motivo para a poupança da população chinesa ser tão alta se deve a razões de precaução. O governo e as empresas chinesas teriam reduzido o nível de suporte que eles promoviam para determinadas áreas como desemprego e doenças, assim a

⁵¹ Vale ressaltar que o governo, para conter a poluição nas olimpíadas de Pequim em 2008, proibiu o funcionamento de diversas indústrias perto de Pequim.

⁵² Um aumento dos gastos do governo pode ajudar a elevar também o consumo das famílias. Boa parte da renda das famílias é gasta com despesas referentes a educação ou saúde (Lardy, 2007).

⁵³ Um exemplo é o setor de transportes muito baseado nas rodovias. De fato, o governo anunciou, no dia 9 de novembro de 2008, uma pacote de cerca de US\$586 bilhões para estimular o crescimento em todo país. Apesar de detalhes específicos não terem sido dados o setor ferroviário poderia usufruir enormemente desse pacote, visto que ainda é muito embrionário no país.

responsabilidade sobre tais despesas passou para o âmbito das famílias. “Em 2003, por exemplo, nas áreas urbanas, somente cerca da metade da população tinha cobertura de planos de saúde básicos e, nas áreas rurais, menos de 20% da população tinha um plano cooperativo de saúde iniciado sob testes em 2002” (Lardy, 2007)⁵⁴. A parcela de gastos com cuidados com a saúde passou de 20%, em 1978, para 58% em 2002 (FMI, 2006). Como consequência acaba havendo uma poupança, por parte das famílias, para eventuais despesas futuras com saúde e educação, por exemplo.

(Lardy, 2007) aponta ainda para outros motivos para a poupança tão alta por parte das famílias. “Em 2005, apenas 14% da PEA tinha cobertura de seguro-desemprego [...] assim, a maioria dos trabalhadores precisa salvar ao invés de depender de seguros para compensar potenciais interrupções na renda devido à perda do emprego ou doenças”. O tema aposentadoria seria outra razão para os altos níveis de poupança. (Lardy, 2007) afirma que os benefícios dados pelo governo ainda são extremamente limitados. Além disso, o trabalhador deve contribuir com 15 anos para que tenha algum tipo de benefício, mas os ganhos da aposentadoria em si são “designados para repor cerca de 50% da renda pré-aposentadoria” (Lardy, 2007). Em relação à educação, o governo gasta apenas 2% (do PIB) com este setor, assim novamente o custo recai sobre as famílias. Em 2004, o gasto com educação do orçamento familiar foi de 8% (Lardy, 2007). Portanto, parece haver uma enorme desconfiança por parte da população em relação a gastos futuros essenciais que o governo não provém de forma eficiente. Inicialmente é preciso uma expansão do consumo do governo, mas com o tempo é provável que as famílias se sintam mais confiantes e comecem a mudar seus hábitos de consumo e poupança.

(Lardy, 2007) chama a atenção para outra fonte de desequilíbrios na China: as políticas corporativas de impostos. Os lucros das empresas cresceram bastante desde 1998, passando de mais de 2% do PIB para mais de 10% do PIB. Além disso, apesar de haver impostos sobre os lucros, estes ainda seriam pequenos no país. Mas, de qualquer forma, os lucros depois dos impostos também continuaram a subir, chegando a 7,6% do PIB em 2006 (Lardy, 2007)⁵⁵. Portanto, percebemos que os lucros retidos se tornaram uma importante

⁵⁴ Os dados utilizados pelo autor são da OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) em sua publicação “*Economic Survey of China 2005*”.

⁵⁵ Apesar de ter ocorrido uma elevação nos lucros das empresas estatais, as magnitudes foram significativamente menores. Isso ocorre devido ao fato de que a única alternativa para reinvestimento se dá

fonte de financiamento para o investimento, no setor corporativo. (Lardy, 2007) defende uma política mais agressiva de impostos sobre essas empresas. Vale notar também que as empresas estatais não pagam dividendos ao governo, por isso taxas sobre essas corporações diminuiriam o ritmo de crescimento dos investimentos e transfeririam mais recursos ao Estado.

(Goldstein e Lardy, 2007) defendem uma reforma financeira de forma a aumentar os juros reais ganhos pelos depósitos das famílias chinesas, dessa forma a renda disponível subiria. Além disso, acreditam que uma apreciação do câmbio ajudaria a rebalancear o saldo comercial, de forma a fazer com que as importações aumentem e as exportações diminuam. Mais importante, a apreciação faria com que o PBC tivesse maior independência na política monetária, ao dar maior flexibilidade na decisão dos juros. Ademais, haveria espaço para a promoção de políticas anti-cíclicas e a redução de investimento e aumentos de ganhos com depósitos (ambos com a elevação dos juros). Acreditam que se a apreciação do renminbi, se mantida no ritmo atual, faria pouca diferença visto que não haveria apreciação real. Na verdade, defendem uma política de reavaliação do renminbi em etapas.

Primeiramente, defendem uma apreciação da ordem de 15% imediata. Para conter os efeitos negativos sobre o setor externo haveria um pacote de ajuda governamental. Além disso, existiria um aumento dos gastos governamentais principalmente voltados para áreas sociais como educação e saúde. Com o passar do tempo, as intervenções do mercado de câmbio diminuiriam e o renminbi continuaria se apreciar. O mercado interbancário e as taxas de juros também seriam liberalizados com os anos e as restrições para saída e entradas de capitais também seriam mais livres. Mas defendem uma liberalização, dos fluxos de capitais, de forma bastante gradual para que possa haver uma espécie de seguro caso ocorra algum tipo de choque na economia. O aumento das bandas diárias de flutuação do câmbio também seria necessário com o tempo. Finalmente, as intervenções e esterilizações seriam reduzidas de forma drástica e as bandas diárias do renminbi seriam eliminadas de forma a ser um sistema livre e de câmbio flutuante. Ademais, a política monetária, para os autores, poderia evoluir e se transformar num sistema de metas de inflação.

via depósitos bancários, mas, como vimos, essas taxas rondam o terreno negativo (em termos reais). Assim, a resposta ótima é mesmo reinvestir os lucros retidos – “mesmo quando eles têm taxas ligeiramente negativas antecipadas de retorno” (Lardy, 2007).

(Anderson, 2007 e 2008) acredita que o problema do excesso de capacidade na economia chinesa é o grande desafio para o futuro. O autor também acredita que o problema do excesso de poupança das famílias precisa ser resolvido via renda, ou seja, o problema não é o gasto dos chineses, mas, sim, a renda que está em patamares baixos. Além disso, acredita, assim como (Lardy, 2007), que deve haver um redirecionamento dos ganhos de empresas para consumidores, via impostos, por exemplo. O autor crê que, no curto prazo, uma apreciação do renminbi poderia atenuar o alto saldo de bens e serviços da economia. Mas é importante ressaltar que mesmo sem um movimento no câmbio o saldo comercial eventualmente se dissiparia com o tempo, visto que a causa para elevação tão grande foram fatores cíclicos (para o autor). Na verdade, a defesa de Anderson pela apreciação do renminbi passa pela demora da economia chinesa de “reverter a grande onda de criação de capacidade da última meia década”. Logo, apesar do renminbi não ter sido a causa da atual situação da economia, ele poderia, de fato, ajudar a China a sair dela.

5

Conclusão

Percebemos ao longo do trabalho que a política monetária chinesa, ao contrário da maioria dos países de hoje (porém, lembrando o que foi feito no passado por diversos países), tem como meta intermediária de política monetária agregados monetários e não efetivamente as taxas de juros. Além disso, notamos que apesar do país manter uma taxa de câmbio virtualmente fixa, ter recordes de superávits comerciais e enormes reservas estrangeiras, a esterilização tem conseguido, se não de maneira perfeita, retirar a liquidez do sistema de forma eficaz. Todavia, há um enorme debate em relação à moeda, que para muitos estaria artificialmente subvalorizada. Ademais, o crescimento está muito dependente do setor externo e de investimentos o que gera um alto grau de ceticismo sobre a continuidade da expansão chinesa.

Para o futuro, porém, é esperado que haja uma substituição da política monetária, hoje, quantitativa para uma que tenha como metas principais, o preço, ou seja, a taxa de juros. Uma conta capital mais liberalizada com uma taxa de câmbio mais flexível e mais apreciada. Além disso, deve ocorrer um crescimento mais voltado para o mercado doméstico ao invés da enorme dependência do comércio exterior. De fato, a poupança doméstica chinesa deve diminuir no futuro com o desenvolvimento sendo mais direcionado para a demanda doméstica. No mais, o país deve passar por um período de crescimento igual ou menor ao potencial nos próximos anos, devido a menor contribuição externa para o crescimento, para que possa se equilibrar e crescer de forma robusta e mais balanceada. O governo pode ter um papel decisivo nessa transição e estímulos devem ser feitos para que a poupança chinesa diminua⁵⁶. A apreciação cambial também pode ajudar nesse rebalanceamento, diminuindo o saldo comercial. Para se arcar com os custos desse movimento cambial, pacotes de ajuda governamentais seriam fundamentais. Dessa forma, o crescimento chinês se voltará para um caminho mais sustentável no longo prazo em relação ao que ocorre nos dias atuais.

⁵⁶ Na verdade, o governo já tem demonstrado uma maior preocupação com o crescimento econômico. O foco em 2008, que até meados do ano, era a inflação passou a ser o crescimento. Além disso, o governo, em setembro de 2008 já começou a agir reduzindo os depósitos compulsórios e as taxas de juros. Em novembro de 2008, o governo anunciou também um pacote de US\$586 bilhões para estimular a economia frente a recessão global.

6

Referências Bibliográficas

_____. **Asian Development Outlook 2008**. Asian Development Bank.

_____. **Asian Development Outlook 2007**. Asian Development Bank.

ANDERSON, Jonathan. **The China Monetary Policy Handbook**. UBS Investment Research, 2007

ANDERSON, Jonathan. **How to Think About China, Part 5**. UBS Investment Research, 2008.

BERGSTEN, Fred. **The Dollar and the Renminbi**. Peterson Institute for International Economics.

BERGSTEN, Fred; FREEMAN, Charles; LARDY, Nicholas; MITCHELL, Derek. **China's Rise: Challenges and Opportunities**. Peterson Institute for International Economics, 2008.

FMI (Fundo Monetário Internacional). **Regional Economic Outlook: Asia and Pacific**. FMI, 2006 (Maio).

GEIGER, Michael. **Instruments of Monetary Policy in China and their Effectiveness: 1994-2006**. Discussion Paper United Nations, 2008.

GOLDSTEIN, Morris; LARDY, Nicholas. **China's Exchange Rate Policy: An Overview of Some Key Issues**. Peterson Institute for International Economics, 2007.

GOODFRIEND, Marvin; PRASAD, Eswar. **A Framework for Independent Monetary Policy in China**. IMF Working Paper No. 06/111, Março 2006.

_____. **Monetary Policy Implementation in China**. BIS Papers No. 31, 2006.

GREEN, Stephen. **Making Monetary Policy Work in China: A Report from the Money Market Front Line**. Stanford Center for International Development, Julho 2005.

HOFMAN, Bert; KUIJIS, Louis. **Rebalancing China's Growth**. Peterson Institute for International Economics.

LARDY, Nicholas. **Exchange Rate and Monetary Policy in China**. CATO Journal, Vol. 25, No. 1, (Winter), 2005.

_____. **China: Rebalancing Economic Growth**. Peterson Institute for International Economics, 2007.

LAFRANCE, Robert. **China's Exchange Rate Policy: A Survey of the Literature**. Bank of Canada, 2008.

LAURESN, Bernard; MAINO, Rodolfo. **China: Strengthening Monetary Policy Implementation**. IMF Working Paper WP/07/14, Janeiro 2007.

MCKINNON, Ronald; SCHNABL, Gunther. **China's Financial Conundrum and Global Imbalances**. Stanford Center for International Development, Agosto 2008.

MUSSA, Michael. **China's Exchange Rate Policy and IMF Exchange Rate Surveillance**. Peterson Institute for International Economics, 2007.

PRASAD, Eswar. **China's Growth and Integration into the World Economy: Prospect and Challenges**. IMF Occasional Paper No. 232, 2004.

_____. **Monetary Policy, Independence, the Currency Regime, and the Capital Account in China**. Peterson Institute for International Economics.

WOLF, Martin. **Why is China growing so slowly?**. Foreign Policy, 2005. http://www.foreignpolicy.com/story/cms.php?story_id=2750.

XIE, Ping. **China's Monetary Policy: 1998-2002**. Working Paper No. 217, Stanford Center for International Development, 2004.