

21/09/2023 10:01:01 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: A ECONOMIA CHINESA E O CÂMBIO NO BRASIL



Há um ditado que diz que o câmbio foi a variável que Deus criou para dar humildade aos economistas, por ser muito difícil de prever. Atualmente, temos um elemento adicional para dificultar as nossas previsões, a situação macroeconômica da China. Esse artigo tenta mostrar que o câmbio do Brasil depende muito da economia chinesa, mas prever o que vai acontecer com essa economia no médio prazo é mais desafiador do que projetar se o real irá se fortalecer ou não.

Em 2002, o real se enfraqueceu muito com os temores sobre o que, na época, o recém-eleito presidente Lula iria fazer. Se corrigirmos em termos de diferencial de inflação, o câmbio de 4 reais por dólar daquele momento equivaleria a algo em torno de 8 atualmente. Havia duas possibilidades para o câmbio real voltar ao equilíbrio no médio prazo de acordo com a teoria do paridade do poder de compra: (i) via inflação, que apreciaria a moeda nacional; (ii) via redução do câmbio nominal para patamares próximos aos vigentes anteriormente. Ocorreu a segunda opção também por duas razões: (i) as políticas fiscais e monetárias ortodoxas que restabeleceram a confiança no governo; (ii) a grande exportação de commodities que o Brasil direcionou para a China, que crescia a mais de 10% ao ano.

21/Set/2023 14:17

Atualmente o real se encontra ainda um pouco depreciado em termos reais. É possível rodar um modelo que tem por objetivo estimar o câmbio real de equilíbrio, baseado nas seguintes variáveis:

- * Termos de troca;
- * Passivo externo líquido;
- * Risco-Brasil (CDS-5 anos);
- * Taxa de juros real.

Para estimar o câmbio de equilíbrio no final de 2025, supus que o CDS permanecesse estável em 170, o passivo constante no último valor de 43% do PIB, os termos de troca voltando para a média histórica e os juros reais regressando para um valor de 5% ao ano. Baseado nessas hipóteses, o câmbio real está apreciado em cerca de 13%, sendo um valor ajustado aos dados de hoje em relação ao dólar para algo em torno de 4,30.

Porém, duas hipóteses deste modelo podem ser alteradas para que esta apreciação não ocorra pelo câmbio nominal: o diferencial de juros com os Estados Unidos; e os termos de troca que são fortemente dependentes da situação da China.

Eu não acredito que o diferencial de juros pode ser o fator que fará o câmbio se depreciar. Além de não ser a variável mais fundamental para projetar o câmbio real, as projeções de câmbio atuais já contemplam um queda gradual da Selic. O cenário de juros reais de equilíbrio de 5% já é suficiente para assimilar o recuo da Selic para algo em torno de 8,5% em 2025. Além disso, acredito que o Fed não deve subir muito mais os juros nesse ciclo

de alta.

Apesar da reabertura pós-covid, o ritmo de crescimento da economia chinesa está fraco, com o PIB médio desde 2021 em 4,1% (em termos anualizados) e abaixo da tendência observada nos anos anteriores. O próprio FMI já prevê crescimento abaixo de 4% para os próximos anos. Há várias razões para o enfraquecimento da economia da China, de acordo com o Itaú-Unibanco, que vão desde a ausência de programas de auxílio fiscal as famílias, incluindo a dissociação da China do ciclo econômico mundial com a política de Covid Zero, até a piora das relações geopolíticas entre EUA e China. Outro ponto nevrálgico na desaceleração são as atividades relacionadas ao setor imobiliário, que representam até 30% do PIB chinês, e, desde 2021, as autoridades estão focadas em reduzir a dependência do país em relação a esse setor. De todo modo, a atividade na construção civil recuou 40% e as vendas caíram 27% em 2022, e retrocederam ainda mais, em 25,7% e 12,8%, respectivamente, no acumulado em 2023.

Adam Posen, presidente do Peterson Institute for International Economics, sugere que a China está sofrendo de uma "*economic long covid*", um declínio na confiança do setor privado provocado pela intervenção governamental arbitrária, que começou antes da pandemia, mas que se intensificou desde então. Já para Paul Krugman, o problema é a repressão ao consumo privado, e em o que investir o excedente de poupança. Quando estava crescendo 10% ao ano isso não era problema. Mas à medida que a China enriqueceu, a margem para ganhos rápidos de produtividade diminuiu, enquanto a população em idade ativa parou de aumentar e começou a diminuir. Ian Bremer da Eurasia,

concorda com Krugman e salienta que o excesso de investimento tem sido colocado no mercado imobiliário e em infraestrutura. O setor imobiliário não era apenas o principal driver de crescimento, mas também destino para a acumulação de riqueza dos chineses e fonte de receita fiscal para os estados subnacionais ao se lançarem novos projetos. Uma solução poderia ser incentivar o consumo privado, que é apenas 38% do PIB, mas as autoridades temem perder o controle social se deram mais renda para a população.

Resumindo, há um desconforto no Ocidente sobre a situação na China e se e quando poderia acontecer uma *Japonização* da economia chinesa, ficando décadas sem crescer e com inflação negativa. De qualquer maneira, o efeito direto sobre o Brasil se daria via preço das commodities, o que ainda não parece estar acontecendo. O principal índice de commodities que o mercado acompanha é o CRB, e esse índice está flat no ano, apesar da queda de 10% entre janeiro-agosto desse ano em relação ao mesmo período do ano passado.

Outro exercício de simulação pode ser feito com o câmbio nominal até o final de 2024 com dois cenários para os preço de commodities, que é a variável mais dependente da situação chinesa. Rodamos um cenário em que o preço das commodities caísse 20% até o final de 2024 e que o risco Brasil medido pelo CDS-5 anos ficasse constante. Nesse cenário o câmbio nominal se desvaloriza de 4,85 atualmente para 5,54. O cenário benchmark seria o CRB constante e o CDS em ligeira queda, nesse caso o real fica relativamente flat no valor atual.

Em geral, os economistas conseguem identificar problemas

estruturais como acontece atualmente com a China, onde o excesso de poupança está sendo alocado no setor imobiliário e em infraestrutura, que já estão com grande capacidade ociosa e com problemas de solvência. Porém, é muito mais complicado acertar o momento exato que os mercados entrarão em modo de crise generalizada com contágio para outros países emergentes. Portanto, o desafio de se prever o câmbio e o próprio crescimento econômico brasileiro, que são dependentes da China e dos preços da commodities, é ainda mais hercúleo.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

*Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.*