

12/04/2017 - 05:00

## Armadilha da dívida desafia a China

Por **Martin Wolf**

Se alguma coisa não pode durar para sempre, ela cessará. Essa é a "lei de Stein" - Herbert Stein foi presidente do Conselho de Assesores Econômicos de Richard Nixon. Rüdiger Dornbusch, um economista alemão vivendo nos EUA, acrescentou: "A crise leva muito mais tempo para chegar do que você pensa, e então passa muito mais rápido do que você imaginaria".

Essas citações nos ajudam a analisar a macroeconomia da economia chinesa. O crescimento a taxas almeçadas pelo governo demanda um rápido aumento da relação dívida/Produto Interno Bruto. Isso não pode continuar para sempre. Por essa razão, cessará. No entanto, tendo em vista que o governo chinês controla o sistema financeiro, o crescimento poderá persistir por longo tempo. Porém, quanto mais tempo o fim for adiado, maior será a probabilidade de uma crise, de um grande abrandamento do crescimento ou ambos.

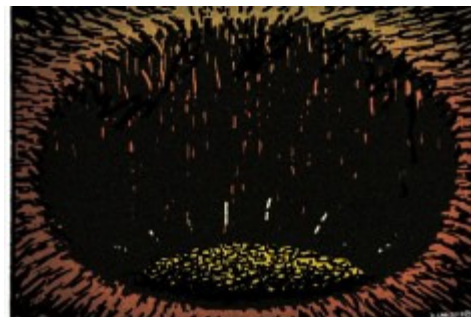
Já argumentei anteriormente que é do interesse da China e do restante do mundo manterem seus sistemas financeiros separados. O rápido crescimento do endividamento [da China] e o tamanho do seu sistema financeiro constituem uma ameaça à estabilidade mundial. A China precisa reequilibrar sua economia e estabilizar seu sistema financeiro antes de se abrir para fluxos de capital. Financistas ocidentais têm uma visão diferente. Devemos ignorar este interesse setorial.

No entanto, isso levanta uma grande indagação: será que a China conseguirá o reequilíbrio necessário? Assim como aconteceu no Ocidente antes das crises financeiras em 2007 e 2008 e da crise da zona do euro que se seguiu, a manutenção do crescimento estável na China coincidiu com um crescimento explosivo do endividamento. Conforme ressalta um documento do Fundo Monetário Internacional: "O crescimento do crédito ficou, em média, em torno de 20% ao ano entre 2009 e 2015, muito acima do crescimento nominal do PIB e da tendência anterior". O quadro é inquietantemente semelhante ao do pré-crise no Japão, Tailândia e Espanha.

O ponto de virada nessas tendências do crédito foi 2008. E não foi por acaso. Entre 2000 e 2007, a poupança bruta disparou de 37% para quase 50% do PIB. Cerca de metade desse aumento extraordinário financiou o investimento interno adicional e financiou metade do aumento do superávit comercial. Então veio a crise ocidental. A China decidiu (acertadamente) que seu enorme superávit comercial não era mais sustentável. Em vez disso, os chineses aumentaram o investimento. Os investimentos já haviam aumentado de 34% do PIB em 2000 para 41% em 2007. E então saltaram para 48% em 2010.

Para alcançar esse resultado, as autoridades chinesas promoveram um crescimento explosivo do crédito. Antes de 2008, a China tinha exportado grande parte do aumento de crédito resultante de seu enorme crescimento da poupança. Depois da crise, a China a reimportou. Recente análise do Credit Suisse concluiu que o crédito precisa crescer cerca de duas vezes mais rápido que o PIB nominal para que o governo possa atingir seu objetivo de crescimento real de 6,5%. O FMI acrescenta que o crescimento do crédito coincide com a queda dos retornos sobre ativos empresariais, deterioração da confiabilidade financeira das empresas, queda da eficiência dos investimentos e crescente complexidade financeira.

Já vimos isso em outros países. Será diferente com a China?



***Hoje a China só consegue crescer mais de 6% com rápido aumento de endividamento. Todas as rotas de fuga são difíceis. A economia está se reequilibrando com ênfase no consumo, mas isso levará mais de uma década. O aumento da dívida será sustentado até então? Eu duvido***

A resposta é sim e não. Sim, porque como o Japão, a China é um país credor com alto nível de poupança. O governo controla o sistema financeiro e opera controles cambiais. Os chineses podem muito bem evitar uma crise. No entanto, a resposta é também não, porque as autoridades vão precisar de uma expansão cada vez maior do crédito para alcançar um crescimento cada vez menor. O crescimento chinês poderia, então, expirar com um gemido, e não com um estrondo.

Quais são as possíveis fugas da armadilha? Uma opção seria as autoridades deterem o crescimento do crédito. Se o crescimento chinês dependesse apenas do consumo, poderíamos esperar que ele caísse para entre 3% e 4% ao ano. Mas a taxa de investimento chinesa ainda está perto de 45% do PIB. Uma taxa de investimento tão elevada não poderia ser justificada se o crescimento fosse tão lento. O investimento então cairia, criando recessão. A única saída seria o governo assumir as rédeas do processo de investimento, tornando a reforma econômica centrada no mercado uma nulidade.

Uma segunda opção seria deter o crescimento do crédito e permitir que a poupança fluísse para o exterior mediante uma enorme expansão no superávit da conta corrente. No entanto, as discussões comerciais entre Donald Trump e Xi Jinping na Flórida mostram que isso não seria aceitável. Não existem países dispostos e capazes de assumir déficits externos compensatórios.

Uma terceira opção seria travar o crescimento do crédito e aumentar substancialmente o consumo para compensar um declínio do investimento. O problema, aqui, é que a renda disponível das famílias é apenas pouco superior a 60% do PIB, enquanto o consumo privado é cerca de 40% do PIB. Essas taxas de poupança não são tão altas, para padrões asiáticos. Mais de metade da poupança nacional consiste de lucros e poupança governamental.

Para que o consumo crescesse mais rápido do que agora, a participação da renda das famílias no PIB ou da riqueza das famílias na riqueza total precisariam disparar. A primeira opção reduziria os lucros e o investimento. A segunda significaria transferência de ativos públicos para as famílias. Nenhuma das duas opções parece técnica e politicamente viável. Portanto, o consumo não impedirá que a economia perca sustentação.

Uma opção final (e talvez a melhor) seria que o governo colocasse grande parte da dívida em seu próprio balanço patrimonial. O governo poderia reestruturar a dívida existente e ser o principal tomador de empréstimos no futuro. A China se tornaria um Japão prematuro. Apesar de a dívida pública aumentar, o tomador de financiamento seria a entidade mais solvente do país. Enquanto isso, permitir-se-ia que a economia do setor privado se ajustasse a sinais do mercado.

Hoje, a China só consegue crescer mais de 6% com rápidos aumentos de endividamento. Todas as rotas de fuga dessa armadilha são difíceis. A economia está agora lentamente se reequilibrando com ênfase no consumo. Porém isso levará mais de uma década. O crescimento da dívida será sustentado até então? Eu duvido. **(Tradução de Sergio Blum)**

**Martin Wolf é o principal comentarista econômico do Financial Times.**