

Endividamento na Grande Muralha

Por **Martin Wolf**

Valor Econômico, 2.4.14

A capacidade da China em adiar uma crise pode levar os detentores do poder a preferir a opção de um ajuste tardio. Isso poderia mostrar-se um enorme erro. O crescimento não tem como ser sustentado com aumento do endividamento, indefinidamente.

Será diferente com a China? Ou sua onda de endividamento acabará em lágrimas, assim como aconteceu com a maioria das demais? O assunto agora é motivo de discussões acaloradas. De um lado, estão os que preveem para a China um "momento Minsky"- o ponto no ciclo de crédito, no qual, como previsto por Hyman Minsky, o pânico domina o sistema financeiro. Do outro lado, insiste-se que a montanha de dívidas da China não é ameaça ao crescimento planejado da economia do país: as autoridades dizem que vai estar acima de 7%, então, acima de 7% vai estar. Qual lado está certo? "Nenhum", respondo. A China não vai ter uma convulsão financeira. O fim desta onda de vício por créditos, no entanto, vai resultar em uma expansão - calculada adequadamente - menor.

Três fatos sobre recentes acontecimentos econômicos parecem ter ficado bem claros.

Primeiro, analisando-se as estatísticas oficiais pelo valor de face, as exportações líquidas da China encolheram de 8,8% do Produto Interno Bruto (PIB), em 2007, para 2,6%, em 2011. Isso foi neutralizado pelo avanço no investimento ao longo do mesmo período, de 42% do PIB - o que já era extremamente alto - para 48% do PIB. Há motivos para duvidar dos níveis de investimento divulgados, mas não é muito razoável questionar essa elevação repentina.

Segundo, o aumento no investimento veio acompanhado de uma disparada na captação de créditos e no lançamento de títulos de dívida. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), no quarto trimestre, o "financiamento social", como as autoridades chinesas o descrevem, havia chegado a 200% do PIB, em comparação aos 125% prévios à crise. Além disso, grande parte desse aumento se deu à margem dos canais bancários tradicionais. Segundo a agência avaliadora de risco de crédito Fitch, as dívidas a serem pagas pelo setor privado hoje na China são tão grandes, em relação ao PIB, quanto o eram nos Estados Unidos em 2007.

Terceiro, o índice de crescimento da China desacelerou-se de 10% ou mais nos últimos dez anos, para cerca de 7% em 2012 e 2013. Ainda é alto. Mas não tanto.

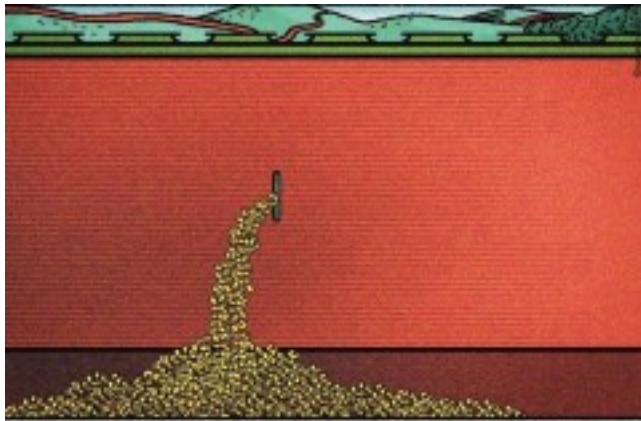
Imagine se te contassem sobre uma economia qualquer, cujo investimento e crédito estavam nas alturas, mas o crescimento, em queda. Uma proporção cada vez maior da atividade de investimentos era financiada por dívidas, enquanto ao mesmo tempo, os retornos encolhiam. Certamente, você imaginaria um fim nada feliz.

Há quem argumente que "desta vez será diferente". Peter Sands, do Standard Chartered, apontou várias diferenças em relação às condições pré-crise em outros países. A China captou para financiar investimentos, não o consumo; os

principais captadores são empresas; e o país não depende de credores externos. Acrescente-se o fato de o yuan não ter livre conversão em moedas estrangeiras.

Os dois primeiros argumentos são fracos. A teoria de instabilidade financeira de Minsky refere-se, na verdade, às finanças das empresas. Além disso, as dívidas que se agigantaram nos EUA, nos anos 30, e no Japão, nos 90, também eram em grande medida empresariais. O que importa é a qualidade do investimento e, quanto a isso, há motivos para dúvidas. Recente estudo do FMI sustenta que a China pode ter se excedido nos investimentos entre 12% e 20% do PIB.

Os dois outros pontos são mais fortes. A China não é apenas credor líquido; também tem controles cambiais. Os credores domésticos não podem tirar seu dinheiro da China. Quando tiram algo de alguma parte do sistema financeiro, precisam colocá-lo de volta em outros ativos domésticos. O Banco do Povo da China, autoridade monetária do país, tem condições de lidar com qualquer fuga. Além disso, de acordo com o FMI, mesmo a "dívida pública ampliada" - que inclui gastos dos governos locais nem sempre capturados nos números oficiais - era de apenas 45% do PIB em 2012. Caso desejasse, o governo chinês poderia, sem dúvida, arcar com quaisquer perdas imagináveis - em especial, por que, diferentemente do Japão nos anos 90, a China tem uma economia relativamente não desenvolvida, com um grande potencial de equiparação no longo prazo.



Isso não significa que está tudo bem. Como Herbert Stein, assessor econômico do ex-presidente Richard Nixon, disse: se algo não pode continuar para sempre, não vai continuar. O crédito não pode crescer mais que o PIB para sempre, nem na China. A questão não é se vai deixar de continuar para sempre, mas como - e quando. Quanto mais demorar, maior o risco de alguma surpresa desagradável ao longo do caminho. Além disso, parte do recente crescimento certamente é ilusório: investimento que não gera bons retornos é, em parte, desperdício, e não produção de valor - não importa quão benéfico seu impacto imediato na demanda possa parecer.

Provavelmente, o acúmulo de dívidas não vai acabar em estrondo financeiro, mas em lampejo, à medida que o crescimento diminuir. De acordo com o FMI, as baixas taxas de juros oferecidas aos consumidores poupadores ajudaram a subsidiar investimentos da ordem de 4% do PIB por ano. Pequenas e médias empresas precisam pagar um custo maior de capital, já que a prioridade é dada às grandes empresas. Esses impostos implícitos sobre consumidores e pequenas

e médias empresas provavelmente terão de aumentar -- prejudicando a economia - para que o investimento se sustente nesses níveis elevados.

Isso deixa o governo com um dilema: deixar a acumulação de dívidas continuar, criando maiores problemas no futuro; ou adotar rápidas reformas e correr o risco de um declínio nos investimentos e de uma desaceleração, agora, maior do que a planejada. A solução precisa estar em algum ponto médio: acelerar o ajuste e a reforma, enquanto se mantém a demanda agregada por meio de políticas fiscais e monetárias operadas pelo governo central.

A capacidade da China em adiar uma crise pode levar os detentores do poder a preferir a opção de um ajuste tardio. Isso poderia mostrar-se um enorme erro. O crescimento não tem como ser sustentado com aumento do endividamento, indefinidamente. É essencial reformar e reequilibrar. Pelo que ouvi no Fórum de Desenvolvimento da China, em março, as autoridades chinesas compreendem isso. Na verdade, sem reformas, seu plano de liberalizar a conta de capital poderia ser letal. A China tem condições de evitar uma crise financeira. Isso é uma grande vantagem, mas também traz o risco de reduzir a pressão por reformas. Reformas, entretanto, são necessárias - e, quanto antes, melhor.
(Tradução de Sabino Ahumada).