

# Como o vício da dívida chegou à China

Por **Martin Wolf**

*Valor Econômico*, 25.2.2015

**A questão mais imediata é o que acontecerá se o mundo por fim não dispuser de grandes economias capazes ou dispostas a assumir grandes booms de crédito. A consequência pode ser que o crescimento mundial será bem mais lento do que muitos hoje esperam.**

Balancos são relevantes. Essa é a maior lição das crises financeiras que reverberaram por toda a economia mundial. Variações nos balanços moldam o desempenho das economias, à medida que o crédito movimenta-se em ciclos autorrealimentadores de otimismo e de pessimismo. A economia mundial tornou-se viciada em crédito. A China pode muito bem ser a próxima vítima.

Se considerarmos balanços patrimoniais na economia mundial atual, surgem quatro perguntas. Em primeiro lugar, o que determina a vulnerabilidade? Em segundo lugar, onde estão aparecendo as vulnerabilidades agora? Terceiro, como os países estão lidando com o legado de crises de dívida antigas? Por fim, poderá a economia mundial enfrentar as novas vulnerabilidades?

Começemos com as fontes de vulnerabilidade. Em economias com setores financeiros liberalizados, o vetor rumo ao desastre é muito mais frequentemente imprudência privada do que pública. O aumento dos preços dos imóveis e a expansão de empréstimos imobiliários alimentam muitos booms de crédito. Uma deterioração nos balanços do setor público geralmente surge na esteira de crises. O não reconhecimento desse vínculo entre excesso privado e endividamento público é uma cegueira voluntária.

Numa atualização de estudos sobre dívida e desalavancagem, a McKinsey observou que entre 2000 e 2007 a dívida das famílias subiu, como proporção da renda, em um terço ou mais nos EUA, Reino Unido, Espanha, Irlanda e Portugal. Todos esses países posteriormente viveram crises financeiras. Com efeito, enormes aumentos no crédito ao setor privado precederam muitas outras crises: o Chile em 1982 foi um importante exemplo desse vínculo.

Ruchir Sharma, do Morgan Stanley, afirma que os 30 booms de crédito mais explosivos resultaram, todos, em desaceleração, frequentemente em crises. Uma rápida mudança na proporção do crédito em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) é mais importante do que seu nível. Isso deve-se em parte ao fato de algumas sociedades serem capazes de administrar mais dívida do que outras; em parte, também, porque uma súbita explosão do crédito é provavelmente associada a um colapso repentino nos critérios para concessão de empréstimos.

Assim, ao investigar novas vulnerabilidades, precisamos analisar economias que tiveram aumentos acentuados na dívida privada. A China lidera o grupo, com um aumento de 70 pontos percentuais na proporção da dívida de empresas e famílias em relação ao PIB entre 2007 e 2014. Se adicionarmos a dívida do setor financeiro, o aumento do endividamento privado bruto chega a 111 pontos percentuais. Incluindo a dívida pública, chega-se a 124 pontos percentuais.

O enorme boom de crédito na China apresenta várias características inquietantes. Grande parte do crescimento da dívida está concentrado no setor

imobiliário; a atividade de um sistema bancário paralelo - ou seja, concessão de empréstimos fora dos balanços das instituições financeiras formais - é responsável por 30% do endividamento, de acordo com a McKinsey; grande parte da tomada de empréstimos foi colocada em veículos dos governos locais e não contabilizada nos balanços patrimoniais; e, acima de tudo, o forte aumento do endividamento não foi casado a um aumento correspondente na tendência de crescimento, mas sim o contrário.

Isso não significa que a China provavelmente experimentará uma crise financeira incontrolável. Ao contrário, o governo chinês dispõe de todas as ferramentas de que necessita para conter uma crise. Isso significa, porém, que um motor de crescimento da demanda está prestes a ser desligado. À medida que a economia desacelerar, muitos planos de investimentos terão de ser repensados. Isso poderá começar no setor imobiliário. Mas não terminará aí. Numa economia em que o investimento é cerca de 50% do PIB, a desaceleração da demanda (e, portanto, da produção) pode ser muito mais grave do que o esperado.

Agora, consideremos o estado de países que sofreram grandes crises desde 2007. A McKinsey conclui que em nenhum deles ocorreu desalavancagem generalizada. Mas nos setores privados não financeiros houve desalavancagem em alguns casos, a saber, nos EUA, Reino Unido e Espanha. O setor financeiro também desalavancou substancialmente nos EUA, embora não na Espanha ou no Reino Unido. Nesses casos, porém, o aumento da dívida pública foi maior do que o declínio da dívida bruta privada. Com efeito, a dívida bruta cresceu, em relação ao PIB, em todas as economias de alta renda examinadas pela McKinsey, com exceção de Israel. Em muitas economias de alta renda, até mesmo o endividamento privado continuou a crescer: Canadá e França são dois exemplos notáveis.

A substituição de endividamento privado por endividamento público na esteira de uma crise faz sentido. Na maioria dos casos, o setor público - um tomador quase eterno de financiamento - é muito mais digno de crédito do que aqueles que haviam se endividado excessivamente. Ainda assim, algum limite certamente existe para o aumento da dívida pública.

Além disso, no passado, países que expandiram o endividamento do setor público no período imediatamente após uma crise foram, posteriormente, capazes de gerar crescimento sem endividamento por meio de exportações. Essa não é uma estratégia generalizável, quando grande parte do mundo está em dificuldades devido a endividamento excessivo. Tudo agora indica que alguma mescla de repressão financeira, monetização, inflação e reestruturação da dívida deverá ocorrer em muitos países. Quanto mais rápido crescerem as economias, menos prováveis serão esses cenários. Tendo em vista sua característica demográfica e elevado endividamento, a tarefa do Japão é particularmente difícil.

No entanto, isso diz respeito ao longo prazo. A questão mais imediata é o que acontecerá se o mundo por fim não dispuser de grandes economias capazes ou dispostas a assumir grandes booms de crédito alimentados pelos preços de ativos. Uma consequência plausível pode ser a de que o crescimento econômico mundial será substancialmente mais lento do que muitos hoje esperam. Outra questão, discutida na semana passada, é que as economias que estão emergindo

da esteira de bolhas de crédito serão atraídas para outras bolhas: os EUA e o Reino Unido vêm à mente. Isso seria, certamente, um cenário lamentável.

O mundo necessita desesperadamente novas formas de administrar sua economia, formas que deem sustentação à demanda sem criar aumentos incontroláveis de endividamento. Se as dificuldades estão agora ameaçando a China, então afetarão todas as grandes economias. Como o endividamento continua crescendo, é provável que se alastre ainda mais. Na ausência de reformas radicais, a economia mundial depende da geração de balanços patrimoniais frágeis. Melhores alternativas são imagináveis. Mas elas não estão sendo escolhidas. Na ausência delas, crises virão. **(Tradução de Sergio Blum)**