

Valor, 12/11/2010

## Por que a China é a China

Por **Luiz Fernando de Paula** |

Alguns economistas brasileiros afirmam em alto e bom tom que a China é a China porque, ao contrário do Brasil, tem uma poupança elevada, o que permite sustentar suas altas taxas de investimento, desde 2003 superiores a 40% do PIB. Por detrás das elevadas taxas de poupança estariam a alta propensão para poupar do trabalhador chinês e grandes superávits fiscais, ambos contribuindo para o aumento da poupança agregada. Neste artigo sustentamos que tal visão - imbuída de pressupostos teóricos reducionistas - é simplista para entender o milagre chinês.

A experiência mundial mostra que um dos fatores fundamentais para dar sustentação ao desenvolvimento é o financiamento ao investimento. Essa questão foi tratada por Keynes em seu debate com os economistas Ohlin e Robertson sobre a causalidade entre poupança e investimento: "Os bancos detêm uma posição chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada. Se eles recusam uma acomodação, um crescente congestionamento do mercado de empréstimos de curto prazo ou do mercado de novas emissões inibirá a melhora (nas condições de financiamento), não importa quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras. (...) O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa da falta de liquidez, mas nunca se congestionará por falta de poupança".

Assim, para Keynes, o investimento não depende de poupança prévia, e sim de financiamento. Este, por sua vez, não se confunde com poupança, podendo a liquidez necessária para realização do investimento ser criada endogenamente pelo sistema financeiro: uma economia não poderá se expandir se o sistema financeiro não for capaz de atender elasticamente a demanda crescente por financiamento dos agentes. Contudo, se há perspectivas promissoras quanto ao futuro e a demanda por financiamento das empresas é atendida, então o processo multiplicador de renda gerado pelos gastos de investimentos resulta ex-post em um volume de poupança correspondente.

### **O financiamento ao investimento é fundamental para dar sustentação ao desenvolvimento**

Quando Keynes diz "não importa o quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras", ele sustenta que mesmo que os agentes aumentem sua propensão a poupar isso não garante um investimento (e poupança agregada) maior, pois se o "espírito animal" dos empresários não estiver desperto e houver uma oferta de financiamento insuficiente, o investimento pode não se realizar.

Em uma economia aberta a taxa de câmbio é uma variável fundamental na determinação do mix entre poupança doméstica e poupança externa, uma vez que a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva ao mesmo tempo que estimula os investimentos em setores comercializáveis inibe o déficit em transações correntes; alternativamente um câmbio real apreciado desestimula os investimentos em

setores comercializáveis, gera déficits em transações correntes e estimula a captação de recursos externos.

A apreciação do câmbio real resulta em um aumento na importação de bens de capitais para viabilizar um dado volume de investimento, ao mesmo tempo em que desestimula a produção doméstica desses bens. Assim, quando a taxa de câmbio se aprecia, emerge simultaneamente uma deterioração em conta corrente e uma queda na poupança doméstica, estando ambos os processos relacionados à contração das exportações líquidas.

Voltemos, agora, à China. Em primeiro lugar, a sustentação das elevadas taxas de investimento tem sido feita por meio de um setor bancário público, dirigido para financiar a custos baixos (e subsidiado) a produção e investimento produtivo. O setor bancário estatal chinês tem sido capaz de atender elasticamente as demandas crescentes de financiamento das empresas do país. Essa é a "solução chinesa" para resolver o problema do congestionamento por falta de liquidez destacado por Keynes. Em segundo lugar, com os salários médios baixos, em função de uma oferta "ilimitada" de mão de obra, a relação lucro/salário é elevada na China, combinada com um câmbio depreciado, torna suas exportações extremamente competitivas. Em terceiro, o governo chinês mantém um forte controle sobre a taxa de câmbio - a "cereja do bolo" na feliz expressão de José R. Campos (Valor, 24/06/2010), o que é possível em função da existência de controles extensivos sobre os fluxos de capitais, que serve para atrair investimentos diretos estrangeiros voltados para exportação e estimular a expansão da capacidade produtiva das empresas domésticas voltadas para o exterior. Assim, a China tem elevadíssimos superávits em conta corrente (média de 8,6% do PIB em 2005-09), acumula reservas cambiais gigantescas e é grande exportadora de capitais para o resto do mundo. A acumulação de reservas é feita sem maiores problemas em função do baixo diferencial entre taxas de juros doméstica e taxas de juros externas, o que combinado com elevadas taxas de crescimento econômico, permitiu manter a relação dívida pública bruta/PIB entre 16,5% a 20,2% nos últimos anos. Ao mesmo tempo, o déficit público do governo central (sim, caro leitor, a China tem déficits públicos!) tem se mantido baixo e declinante (menos de 1% do PIB em 2006-08), o que abriu espaço para o uso de políticas fiscais contracíclicas em 2009.

Em conclusão, a China é a China porque adota um gerenciamento de sua política macroeconômica que permite à economia crescer de forma sustentada, superando os constrangimentos de financiamento ao investimento, e sem esbarrar na restrição externa ao crescimento que assola vários países emergentes.

**Luiz Fernando de Paula é professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Email: luizfpaula@terra.com.br**