

## O que escondem os sobressaltos financeiros da China

por Michel Aglietta

*Le Monde Diplomatique - Brasil, outubro 2015*

**A abertura financeira é uma manobra de alto risco em sua fase inaugural. Uma comunicação desajeitada do governo esquentou as coisas e tumultuou as finanças internacionais. Mas essa visão “curto prazista” dos mercados não pode compreender o que se passa na China**

Em novembro de 2013, durante a sessão do Comitê Central, o Partido Comunista Chinês (PCC) anunciou as diretrizes que suas prioridades de reforma por um período de vinte anos. Estas foram aprovadas pelo Congresso Nacional do Povo em novembro de 2014. Na China, os objetivos políticos são guiados por uma visão de longo prazo. A reforma da economia entrou em uma fase que deverá levar a transformações econômicas e sociais fundamentais. Ela se desenvolve em fases de cinco anos, orientadas por planos estratégicos. O 13º plano quinquenal, para o período 2016-2020, será apresentado ao público durante a sessão de novembro de 2015, detalhando sua estratégia.

Interpretar o balanço dessa reforma após dezoito meses é um desafio para os observadores ocidentais. Por várias razões. Em primeiro lugar, eles não têm o mesmo referencial intelectual que os chineses. A maioria pensa que a economia de mercado é o fundamento de uma sociedade democrática. Fazer reformas estruturais consiste, portanto, em remover os obstáculos ao funcionamento do mercado, o que levaria automaticamente ao melhor dos mundos possíveis. Para a China, não é nada disso. A reforma econômica é uma ferramenta para objetivos políticos: a unidade da nação, dominando suas forças de ruptura, e a legitimidade do poder centralizado do PCC. A realização dessa finalidade suprema passa pela elevação do bem-estar do povo. Por isso, o presidente Xi Jinping tem uma intenção geopolítica que não se via desde as reformas lançadas por Deng Xiaoping. Ele quer que a China recupere seu lugar histórico no mundo, o de Império do Meio. Para isso, é necessário integrar a Ásia e o oceano Índico; portanto, dissociar a moeda chinesa do dólar e torná-la uma divisa internacional de pleno direito. Embora de longo prazo, coerente e unificada a longo prazo, esses objetivos múltiplos tornam difícil entender os eventos atuais.

A reforma é, de fato, um processo contraditório. Ela concretiza oportunidades, mas enfrenta obstáculos. Nos últimos vinte anos, a transformação da sociedade tirou 400 milhões de pessoas da pobreza, mas o rápido crescimento permitido por esse desenvolvimento extraordinário aumentou a desigualdade e a degradação ambiental, que se tornaram insustentáveis.

Entre 1993 e 2012, a expansão da indústria foi o motor do crescimento. A China tornou-se a fábrica do mundo, utilizando ao máximo seu principal trunfo: uma mão de obra pouco qualificada, jovem e muito abundante no campo, que podia ser recrutada a baixo custo para as cidades e não contava com serviços sociais básicos. Foi necessário também investir em infraestrutura para garantir o desenvolvimento rápido. Assim se deu uma acumulação excessiva de capital, sobretudo na indústria pesada, agravada pelo pacote de estímulo de 2009-2010 para enfrentar a crise financeira global.<sup>1</sup> Esse regime criou gigantescas desigualdades e enriqueceu uma elite cujos interesses poderiam opor-se à nova orientação.

No entanto, as condições de viabilidade desse regime de crescimento desapareceram. A mão de obra escasseou, com o envelhecimento da população.<sup>2</sup> O mercado de trabalho tornou-se favorável a um aumento duradouro dos salários, assentado em reivindicações, elevando fortemente os custos de produção das empresas chinesas. A demanda estrangeira desacelerou. A explosão do crescimento furioso da indústria ao custo mais baixo explorou ao máximo os recursos naturais, deteriorando de maneira irreversível o ambiente. Há, portanto, ao mesmo tempo, um obstáculo absoluto para continuar seguindo pelo caminho anterior e uma oportunidade de mudar o regime de crescimento graças à ascensão da classe média.

O desafio é passar de fábrica do mundo a uma sociedade de “prosperidade média”, mais inclusiva e eficaz quanto ao uso dos recursos de produção. O trunfo da China está no dinamismo do setor privado, sob a forma de dezenas de milhões de empresas inovadoras e bem equipadas para adaptar as tecnologias avançadas à demanda em expansão dos consumidores urbanos.

O grande desafio reside na transição de um tipo de economia para outro, porque a mudança foi brutal. O crescimento da indústria passou de 12%, em 2012, para 6%, na previsão para 2015. Ela deixou um enorme superinvestimento; portanto, capacidade de produção excedente na indústria pesada. A taxa de utilização da capacidade produtiva foi de 71% na indústria do aço, 70% no alumínio e cimento, e 72% na de vidro. No setor automobilístico, caiu para 76%. Os especialistas consideram que o limite de rentabilidade nessas indústrias fica entre 78% e 80%. A consequência foi um colapso da rentabilidade – a tal ponto que as empresas públicas, de grande porte e altamente endividadas pelo esforço de investimento anterior, estão em condições financeiras precárias.

que afeta os bancos que emprestaram a elas.

No total, considera-se que, para absorver a capacidade de produção excedente, é preciso que a taxa de investimento passe do PIB, contra os 50% atuais. Se a redução de investimento fosse realizada rapidamente, sob a ameaça de restrições financeiras e compensação, haveria uma ruptura no crescimento, que poderia cair para menos de 5% ao ano. É o temido pouso forçado (*landing*). Haveria grandes consequências sociais e políticas para a legitimidade do poder político. Na verdade, como os sistemas de proteção social ainda não estão desenvolvidos, a sociedade urbana chinesa não tolera o desemprego. A economia deve ser criada, na média, pelo menos 10 milhões de empregos urbanos por ano – embora exista uma queda da população ativa, 100 milhões de habitantes migrarão do campo para as cidades até 2020. Em 2014, apesar da desaceleração da indústria, ela criou 13,2 milhões de empregos, por isso que o governo se empenha em manter um crescimento em torno dos 7%, com o difícil objetivo de conseguir um pouso suave (*soft landing*).

Até agora, vem dando certo. A contribuição do consumo para o crescimento do PIB ultrapassa a do investimento.<sup>3</sup> Em 2012, representava 4%, em uma taxa de crescimento de 7,8%; em 2013, 3,9% sobre 7,7%; em 2014, 5,6% sobre 7,3%. Desse modo, a participação do consumo no PIB aumenta, enquanto a do investimento diminui. Em termos de estrutura setorial, a participação dos serviços tornou-se dominante, com 46,1% do PIB, contra 43,9% para a indústria. Também é necessário que esse processo não seja interrompido por um infarto financeiro.

### Mais liberalização

A dívida chinesa é sustentável? A dívida total dos agentes não financeiros atingiu 220% do PIB no final de 2013, sendo 120% para as empresas (contra, por exemplo, 317% nos Estados Unidos, 331% na França, 431% no Japão e 120% na Índia). Vimos que a capacidade de produção excedente explica a fragilidade dos balanços das empresas estatais na indústria pesada. Os promotores imobiliários que têm estoques de moradia não vendidos nas cidades de segunda e terceira categoria sofrem do mesmo mal.

A queda da inflação agrava a situação financeira das empresas com sobrecapacidade. De fato, os preços globais de venda atacado dos produtos dessas indústrias estão em queda. As empresas sofrem deflação. Segue-se que a taxa de juros real sobre a dívida – ou seja, considerada em relação à variação dos preços de venda – aumenta. Assim, sua vulnerabilidade financeira agrava.

É por isso que o governo tomou medidas de reestruturação, ostentando a absorção das sobrecapacidades, de modo a não provocar rupturas no tecido industrial: consolidação das empresas, ou seja, fusão, além de desmembramento e remembramento por acúmulo de atividade nos mesmos ramos, injeção de capital privado em estruturas de propriedade mista, transferência de atividades detidas pelo Estado a *holdings* financeiras a fim de tornar a gestão das empresas mais eficiente. Os bancos comerciais foram instruídos a renovar os empréstimos às empresas que chegam à data de vencimento, mas a não fazer nenhum novo empréstimo a empresas que não reduzam sua sobrecapacidade em uma porcentagem definida segundo sua vulnerabilidade e setor.

Por fim, a dívida das coletividades locais inchou a partir do plano de estímulo de 2009, atingindo 33% do PIB no segundo semestre de 2013, de acordo com uma auditoria exaustiva do Tribunal de Contas chinês,<sup>5</sup> e resulta da desigualdade dos recursos fiscais em diferentes regiões e territórios. Os governos locais lançaram-se ao endividamento com a ajuda de obscuras empresas criadas especialmente para contrair empréstimos – uma forma de *shadow banking* (sistema bancário paralelo) – e refinanciadas pelos bancos oficiais. Aguardando a reforma fiscal prometida, que deve aumentar os recursos dos governos locais, 1 trilhão de yuans (1 bilhão de dólares) estão sendo reescalados pela emissão de títulos garantidos pelo governo central, o que ajuda a se desembaraçar de expedientes.

Entre a multiplicidade de mudanças institucionais necessárias para concluir a transformação, os líderes chineses optaram por priorizar a reforma financeira por duas razões principais. A primeira é quebrar a resistência à reforma sujeitando as empresas estatais do setor comercial à concorrência e, assim, forçando as instituições financeiras a avaliar corretamente os riscos. A segunda é elevar o yuan à categoria de moeda internacional de reserva – portanto, plenamente conversível até 2020. Nessa perspectiva, o governo quer aproveitar a oportunidade para introduzi-lo na cesta de direitos especiais de saque (DES)<sup>6</sup> no fim de 2015. De modo, é preciso dissociar o yuan do dólar e afirmar a independência monetária da China; daí a decisão de 11 de agosto de desvalorizar o yuan 3% em relação ao dólar, após ter ampliado diversas vezes as margens de flutuação diária das taxas de câmbio. Ao contrário do que foi relatado no breve pânico que assaltou as finanças internacionais, essa decisão não é de modo algum política de desvalorização competitiva: a queda de 3% é puramente simbólica e, obviamente, não tem nenhum efeito significativo sobre o comércio exterior, comparada à depreciação de 20% do euro desde julho de 2014. Mas ela sinaliza a disposição de

Conselho de Estado (governo) de dissociar o yuan do dólar; portanto, de continuar a liberalização financeira.

Em última análise, essa decisão é compatível com a reforma do sistema financeiro interno. Na verdade, liberalizar as finanças, liberalizar as taxas de juros bancários e criar instrumentos financeiros de mercado (ações, títulos, derivativos), de modo que a estrutura completa das taxas de juro por períodos de vencimento e categorias de títulos possa ser determinada de forma adequada sem intervenção direta da administração.<sup>7</sup> Nesse contexto, o papel das autoridades públicas não é mais fixar diretamente as taxas de juros e dizer aos bancos a quem e quanto eles devem emprestar, e sim estabelecer regras prudenciais para incentivar os bancos financeiros a adotar meios para avaliar os riscos, fornecer aos detentores de poupança os meios para diversificar seus investimentos e manter balanços sólidos para absorver os choques.

É nesse contexto político que ocorrem as mudanças, primeiro com a abertura dos mercados de ações pela conexão entre as bolsas de Hong Kong e Xangai, em meados de 2014, depois com as medidas de liberalização do mercado de câmbio.

Que essas inovações institucionais criem perturbações financeiras não é algo que deva surpreender. Todos os países que liberalizaram abruptamente seus sistemas financeiros passaram por crises financeiras mais ou menos intensas e extensas: os países anglo-saxões – nas décadas de 1970, no caso do Reino Unido, e 1980, no caso dos Estados Unidos e outros países –, os países escandinavos, a França e o Japão na virada da década de 1990, e até a Alemanha, em 2002. Esses redemoinhos acalmam-se e os governos adaptam sua regulamentação prudencial e quando o Banco Central ajusta os instrumentos de ação de sua política monetária. É isso que as autoridades chinesas tentam fazer agora. Se os preços dos ativos financeiros tiverem uma margem de flutuação no segundo semestre de 2015, o governo poderá abordar em 2016 o cerne da transição: a reforma das empresas estatais, a reforma fiscal, a dos direitos da população rural sobre o uso das terras e a da padronização e ampliação dos sistemas sociais.

Michel Aglietta

Michel Aglietta é professor de Economia na Universidade Paris Ouest Nanterre La Défense e conselheiro científico no Centro de Estudos Prospectivos e Informações Internacionais (Cepii) e no organismo governamental France Stratégie.

1 Esse plano atingiu o equivalente a US\$ 700 bilhões, dirigidos principalmente para a construção civil e a infraestrutura pública. A iniciativa dos governos locais, com participação estatal de apenas 25%.

2 A população ativa diminuiu em 2,44 milhões de pessoas em 2013 (-1,6%), pelo segundo ano consecutivo. Cf. “Chine: population active enregistre une deuxième année consécutive de baisse” [China: população ativa registra segundo ano consecutivo de queda], *Xinhua*, Pequim, 21 jan. 2014.

3 O crescimento do PIB para um ano é dividido entre as três fontes de demanda: consumo (público e privado), investimentos (incluindo variação dos estoques) e exportações líquidas (exportações – importações). O total das contribuições é igual ao crescimento do PIB.

4 Há quatro cidades de primeira categoria – Pequim, Xangai, Guangzhou e Shenzhen –, e trinta de segunda – capitais de províncias e cidades muito importantes (Chongqing, Chengdu, Wuhan, Tianjin, Xiamen...). As cidades de terceira categoria são aquelas com mais de 1 milhão de habitantes. A lista não está fechada, mas seriam entre cem e 150 cidades.

5 Trata-se da dívida total (coletividades locais, organismos públicos...). A do governo central é modesta (23% do PIB em 2013), bem inferior às reservas internacionais do Banco Central e dos fundos soberanos.

6 O valor dos DES é determinado por uma cesta de moedas: dólar, euro, libra, iene.

7 Ler Ding Yifan, “En Chine, une réforme financière à haut risques” [Na China, uma reforma financeira de alto risco: “Bientôt des yuans dans toutes les poches?”] [Logo o yuan estará no bolso de todo mundo?], *Le Monde diplomatique*, jul. 2014.