DESAFIOS AO CRESCIMENTO DA CHINA E IMPLICAÇÕES DAS ALTERAÇÕES RECENTES NA SUA POLÍTICA CAMBIAL

Luiz Afonso Simoens da Silva[1]

RESUMO

A China tem o segundo produto interno bruto (PIB) e os maiores volumes de comércio exterior e reservas internacionais do mundo. Apesar desses números impressionantes, ela tem enfrentado uma série de problemas nas tentativas de aproximar sua economia das práticas liberais dos países avançados. O propósito deste artigo é analisar os principais desafios enfrentados atualmente pela economia da China para a continuidade de seu crescimento, bem como apontar algumas das consequências, em nível global, das medidas cambiais recentemente implantadas pelo governo chinês para o seu enfrentamento. Ainda, pretende-se destacar os impactos do ajustamento chinês para o Brasil e oferecer algumas recomendações de políticas públicas no sentido de preparar o país para essas mudanças.

Palavras-chave: China; política cambial; coordenação macroeconômica internacional.

CHALLENGES TO ECONOMIC GROWTH IN CHINA AND IMPLICATIONS FROM RECENT CHANGES IN ITS CURRENCY POLICIES

ABSTRACT

China is the second largest economy, has the highest total trade and holds the largest foreign reserves of the world. Despite these impressive numbers, it has faced a number of problems in attempting to bring its economy closer to the liberal practices of the advanced countries. The purpose of this paper is to analyze the main challenges currently faced by the Chinese economy to continue its growth, as well as point out some of the global consequences of China's recent shift in its currency policies. Still, we intend to highlight the impact of the Chinese adjustment to Brazil and offer some recommendations of public policies aimed at preparing the country for these changes.

Keywords: China; foreign exchange policy; international policy coordination and transmission.

JEL: F42; O24.

1. Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), pesquisador do Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais da Universidade Estadual Paulista (IEEI/Unesp) e membro do Grupo de Análise da Conjuntura Internacional da Universidade de São Paulo (Gacint/USP).

1 INTRODUÇÃO

Alastair Wilson, diretor-gerente da Moody's, afirmou, em matéria da Folha de São Paulo digital (2015):

> A verdadeira bolha não é a China, mas sim o ocidente. A China vive uma bolha no seu mercado acionário e isso não é segredo algum. Muita gente leu errado o recado do governo de Pequim ao desvalorizar o yuan. Acreditaram que era uma medida para incentivar a economia. Sem dúvida ajuda, mas o verdadeiro motivo foi contrapor uma possível alta dos juros nos EUA. Se os EUA sobem os juros e Pequim não faz nada, o dólar se aprecia e leva na garupa o yuan. Como o BC chinês não pode cortar os juros (o que iria incentivar outras bolhas) preferiram alterar o câmbio. Só que a questão não é mais dinheiro. Dinheiro não falta no mundo, o que falta é sentido. Os BC dos EUA, Japão e Europa estão num processo de afrouxamento quantitativo (estímulo financeiro) que perdeu qualquer tipo de critério há algum tempo. Não há forma objetiva de avaliar a eficiência desses programas a não ser um critério difuso de um *mix* de inflação (que cai na esteira da desaceleração econômica) e de emprego (que melhora através da precarização). Depois dos últimos desdobramentos na China me parece impossível os EUA subirem os juros e a Europa vai continuar injetando euros. Essa liquidez abundante criou um descolamento da bolsa dos seus fundamentos.

A China é um caso singular na economia contemporânea. Ela é muito grande. Seu produto interno bruto (PIB) equivalia a 3% do PIB mundial em 1999, mas atingiu 13% em 2014, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI). Seu produto só fica atrás dos Estados Unidos e da Zona do Euro (ZE). Como país isolado, ela tem o segundo produto e os maiores volumes de comércio exterior e reservas internacionais do mundo. Apesar dos números impressionantes, a China tem enfrentado uma série de problemas nas tentativas de aproximar sua economia das práticas liberais das economias avançadas.

O propósito deste artigo é analisar os principais desafios enfrentados pela economia da China para a continuidade de seu crescimento, bem como apontar algumas das consequências, em nível global, das medidas cambiais implantadas pelo governo chinês para o seu enfrentamento. Ainda, pretende-se destacar os impactos para o Brasil e oferecer algumas recomendações de políticas públicas no sentido de preparar o país para os efeitos do ajustamento chinês.

Este trabalho divide-se em cinco seções, incluindo esta introdução. Na seção 2 são apresentados três importantes obstáculos ao desenvolvimento da economia chinesa e ao progresso das reformas pró-mercado: estrutura do mercado financeiro e bolhas imobiliárias; inflexão na estratégia de crescimento e bolha no mercado de ações; e tentativa de dar conversibilidade ao yuan sem se deixar envolver na instabilidade das economias de mercado. A seção 3 discute alguns dos efeitos da alteração da política cambial da China, bem como possíveis rearranjos do sistema monetário internacional, oriundos de uma maior internacionalização do yuan. A seção 4 apresenta as principais consequências internas e externas das transformações recentes implantadas pela China. Por fim, a seção 5 conclui este artigo, enfatizando os impactos dessas mudanças para o Brasil.

2 DESAFIOS À RECONFIGURAÇÃO ECONÔMICA E INSTITUCIONAL DA CHINA

Não obstante uma longa trajetória de crescimento contínuo a taxas bastante elevadas a partir do final do século XX, que lhe permitiu ascender rapidamente ao posto de segunda maior economia do planeta, a China enfrenta hoje obstáculos crescentes à continuidade de sua expansão. Esses entraves são, em parte, decorrentes do seu próprio sucesso, posto que um processo tão vigoroso de desenvolvimento

não poderia se dar sem o agravamento de desequilíbrios internos e externos, cujo enfrentamento não pode mais ser adiado pelas lideranças do país. Hoje a China enfrenta uma extensa agenda de reformas que visa ajustar seu modelo de crescimento à nova realidade social e econômica consolidada no país.

A seguir, são discutidos os três maiores desafios enfrentados atualmente pela economia chinesa para o sucesso de sua reconfiguração, visando assegurar a manutenção do ciclo virtuoso de crescimento experimentado nas últimas décadas.

2.1 Há problemas não resolvidos no sistema bancário chinês, que é opaco e protegido

Analistas estimam que o crédito bancário oficial seja de cerca de 50% do total concedido e que está voltado preferencialmente para empresas estatais de médio e grande portes. Na virada para os anos 2000, apesar da criação de agências de supervisão e da introdução de normas prudenciais, o governo deu maior autonomia a esses bancos, que continuaram a expandir o crédito a taxas superiores às do PIB. Ocorre que essas empresas estatais são controladas por poderes políticos locais, o que as afasta da cultura de risco que é fundamento da atividade bancária em uma economia de mercado.

A concentração dos empréstimos em poucas empresas, o grande endividamento em setores-chave da economia e o superinvestimento geraram deterioração dos retornos esperados. Como resultado, em 2004 foi necessário que o governo autorizasse os bancos estatais a dar baixa dos créditos duvidosos em seus balanços, transferindo-os para uma gestora de ativos podres, e empreendesse uma recapitalização do sistema.

Para enfrentar essas limitações, pequenas e médias empresas privadas já haviam começado a dirigir suas necessidades de financiamento para outros tipos de bancos que se desenvolveram no fim dos anos 1990. Conformou-se, então, um enorme sistema financeiro paralelo, em que o crédito é intermediado por entidades e atividades pouco regulamentadas. As sociedades paralelas trabalham com juros superiores aos oficiais, que se tornaram atrativos para empresas privadas e para famílias com poupanças financeiras. Uma parte significativa desses recursos foi canalizada para investimentos imobiliários e originou uma bolha imobiliária, cujo estouro, em 2014, redundou em transferência de recursos para aplicações nas bolsas de valores.

O uso ampliado da arma do crédito pode ser aferido por um exemplo recente. Em 2014, o PIB chinês cresceu 7,4%, enquanto o crédito cresceu 13,6%. Nos cinco anos, entre 2010-2014, o PIB chinês cresceu 51,0%, enquanto o crédito cresceu 107,0%. Esse tipo de prática levou a China a se tornar um dos países mais endividados do mundo, com uma relação crédito bancário/PIB da ordem de 120,0% estável entre 2003-2008 e fortemente crescente após a crise. Em 2014, a soma dos créditos oficial e paralelo atingiu 193,0% (IMF, 2015a).

2.2 Há inconsistências entre a estratégia de crescimento e o funcionamento do mercado acionário

A estratégia de crescimento do país, traçada há uns três anos, aponta para uma inflexão na condução da política econômica chinesa, antes dinamizada pelos avanços no comércio exterior. Suas autoridades querem reequilibrar a economia por meio de um crescimento mais moderado e mais voltado ao mercado doméstico.

A pergunta que se faz é se isso implica o fim da era de crescimento rápido, porque há um problema estrutural nessa transição. Pelo lado da oferta, as empresas que operam na China apresentam, historicamente, grandes lucros e, consequentemente, grande capacidade de investir (investimento total médio de 45%, entre 2000-2014, e de 47% em 2014, segundo a base de dados do FMI-WEO, abr.2015b). Pelo lado da demanda, os ganhos das empresas não foram repassados aos salários, de forma que o consumo das famílias é baixo como proporção do PIB: 38% contra cerca de dois terços nos Estados Unidos. Em parte, isso se explica porque as famílias ainda são obrigadas a manter níveis elevados de poupança (poupança nacional bruta de 47% na média 2000-2014, e 49% em 2014, segundo a mesma base de dados), por falta de instrumentos previdenciários adequados (Krugman, 2015). Na era do "crescimento extrovertido", essa assimetria resolvia-se pelo fato de o excesso de produção ser voltado ao mercado exterior. Agora, na busca por um "crescimento introvertido", não tem sido possível manter o mesmo ritmo de crescimento por falta de capacidade de absorção da produção pelo mercado interno.

Para não cair em eventual recessão, a China buscou ampliar o poder de compra da população novamente, por meio de crédito e de estímulos à expansão do mercado de ações. Por conta da euforia na fase de alta, muitas empresas tomaram emprestadas grandes somas de dinheiro, tendo ações como garantia, o que colocou em risco sua solidez na baixa. Após a bolha imobiliária, foi criada outra bolha que vem dando fortes sinais de explosão nas bolsas de Shanghai e Shenzhen. Depois de subir mais de 150% em doze meses, por exemplo, Shanghai registra perdas de cerca de 40% desde junho. Dando mostras de não saber bem o que está fazendo, o governo obrigou os grandes detentores de ações a não as vender, ao tempo em que empresas públicas receberam ordem de comprá-las. Anderlini (2015) afirma que, nos últimos dois meses, fundos de investimento e empresas estatais gastaram cerca de US$ 200 bilhões para contrarrestar a tendência de queda no mercado acionário. Os fundos de pensão, por sua vez, tiveram permissão para investir até 30% de seus ativos em bolsa, o que soa temerário em um mercado previdenciário incipiente.

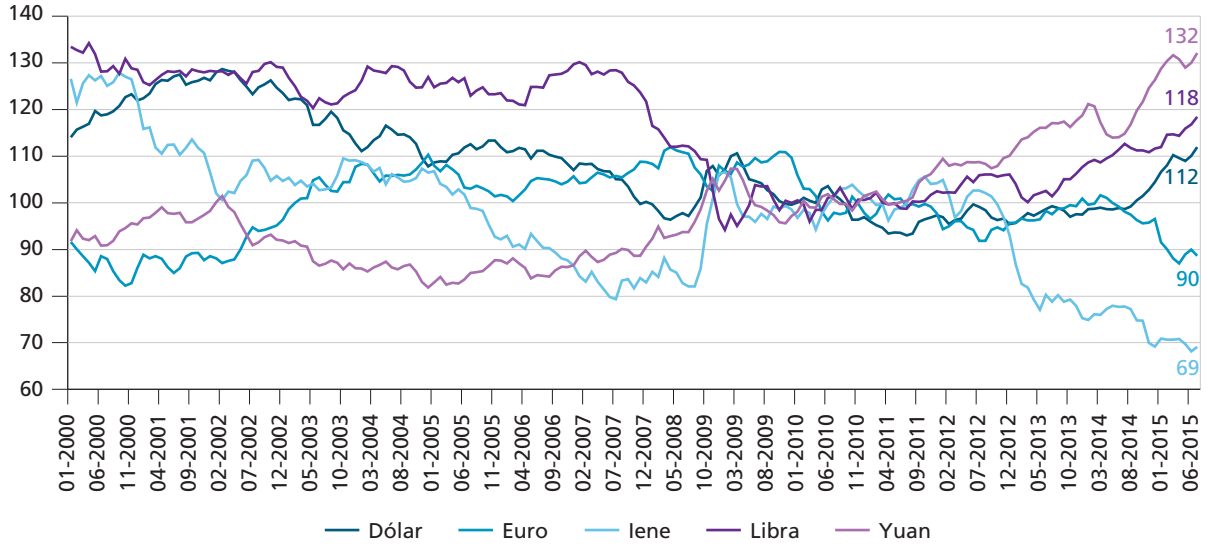
Análises de mercado, porém, talvez estejam superestimando o que ocorre nas bolsas chinesas ao fazer uma analogia equivocada com as bolsas ocidentais, que cumprem um papel de farol das tendências econômicas. O mercado acionário chinês é muito pequeno e irrelevante. Ele não responderia por mais do que 5% da riqueza das famílias chinesas. A maioria de seus investidores, cerca de 80%, seriam pessoas físicas inexperientes, que seguiriam rumores ao tomar decisões, ao contrário dos investidores profissionais dos mercados europeu e norte-americano (Bolsa..., 2015).

2.3 Mudanças na política cambial e perda de competitividade da economia

O problema do yuan é ser moeda inconversível por ter "Estado demais". Entre as maiores economias mundiais, é a única moeda que não se constitui em divisa internacional. As autoridades chinesas percebem a extensão dos problemas que derivam do centralismo governamental de sua política cambial e das limitações de seu sistema financeiro. O fato de não ser uma moeda conduzida pelas regras, o mercado impõe ao yuan sérias limitações (Silva, 2014).

O gráfico 1 sintetiza as taxas médias reais efetivas de câmbio,[2] nos anos 2000, das moedas que conformam a cesta de moedas do FMI: os direitos especiais de saque (DES ou *special drawing rights* – SDR, na sigla em inglês). Resumidamente, considerando como base as médias mensais de 2010, as moedas mais valorizadas, em julho de 2015, foram o yuan (32%), a libra (18%) e o dólar (12%). O euro (-10%) e o iene (-31%) foram as que mais se desvalorizaram.

GRÁFICO 1
Taxas médias reais efetivas de câmbio
(2010 = 100)



Fonte: BIS ([s.d.]).

Uma comparação ao longo do tempo mostra que a moeda chinesa alcançou um ponto de mínimo em dezembro de 2004. A partir de então, ela começou a se valorizar frente ao dólar. Em grande medida, isso ocorreu por conta de fortes pressões norte-americanas contra o intervencionismo governamental e a pouca transparência da política cambial chinesa de relativo atrelamento de sua moeda ao dólar. No período 2008-2010, o atrelamento foi quase perfeito, com as cotações dólar-yuan avançando *pari passu*. Depois disso, a valorização do yuan mais que compensou a valorização do dólar e, também, da libra. Sua maior perda de competitividade deu-se, porém, com relação aos desvalorizados euro, que começou a empreender sua própria política de afrouxamento quantitativo, e iene, a moeda de um país deflacionário, que conseguiu perder mais de 30% de seu valor em termos efetivos desde 2012, um bônus enorme para sua indústria.

Essa política prevaleceu até o dia 11 de agosto de 2015, quando o Banco Central – Banco Popular da China (BPC) – desvalorizou o yuan em 1,9%. A nova política buscou ser vista como mais amigável ao mercado, uma vez que o yuan passou a ter sua cotação alinhada com as taxas de fechamento do dia anterior no mercado à vista. Em outras palavras, o BPC passou a refletir no yuan as expectativas dos operadores (*dealers*) de câmbio, que são entre dez e vinte e que incluem bancos domésticos e estrangeiros, acerca do nível em que a moeda deveria estar sendo negociada. Tudo indica, portanto,

2. Taxas médias reais efetivas de câmbio (*effective exchange rate* – EER, na sigla em inglês) são taxas médias geométricas ponderadas por taxas bilaterais de câmbio baseadas em relações de comércio e ajustadas pelos relativos preços ao consumidor, segundo metodologia do Banco de Compensações Internacionais (BIS).

que a nova política visa administrar o yuan de modo a manter estável sua taxa real efetiva de câmbio no longo prazo. Se o dólar continuar a valorizar-se, é de se esperar que o yuan continue a desvalorizar-se com relação ao dólar.

As autoridades governamentais deixaram claro, porém, que proximidade com o mercado não significa rendição; elas mantiveram seu direito de intervir sempre que julgarem necessário. Em face do impacto que a medida causou no mercado, a intervenção deu-se logo em seguida, por meio da venda de dólares e compra de yuan, para evitar que a moeda despencasse. Também foi preciso que o BPC injetasse grandes recursos em fundos de curto e médio prazos no sistema financeiro para compensar o aperto na liquidez. Ainda assim, a desvalorização em três dias foi de cerca de 4%. Manobrar o mercado é perigoso para quem não o conhece com intimidade. Analistas já estimam que essa desvalorização não será suficiente para restaurar a competitividade da economia e que 10% ou 15% de perda estariam mais próximos das necessidades da economia.

3 A POLÍTICA CAMBIAL CHINESA E A REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Uma forma alternativa, talvez fosse melhor dizer "complementar", de tentar entender a desvalorização do yuan está ligada a um tema central da agenda das reformas monetárias mundiais, que é o da composição da moeda escritural do FMI: os DES. Quando o governo chinês tomou as medidas no dia 11 de agosto de 2015, elas buscaram iniciar um processo de recuperação da competitividade de sua moeda. Complementarmente, a promessa de tentar seguir as cotações do mercado, resguardando-se apenas de eventuais ataques especulativos, era a "cereja" do bolo nas discussões que o FMI fará em 2016 para reestruturar a composição dos DES (IMF, 2015e).

Os DES foram criados em 1969, depois de toda uma década de discussões, com o propósito ambicioso de servir de alternativa ao enfraquecido dólar na função de moeda de reserva de valor. O mundo vivenciou, desde então, inúmeras crises e, no processo de suas superações, os DES encolheram para uma fração ínfima das reservas globais, em vez de tornarem-se o principal ativo de reserva do sistema monetário internacional. Williamson (2009) mostrou alguns números: em 1972, os DES representavam 9,5% das reservas globais; em 2007, quando estourou a crise contemporânea, eles não iam além de 0,5%; como parte do processo de superação da crise, houve uma emissão de DES em 2009 pelo FMI, que trouxe sua participação para a casa dos 5,0% das reservas internacionais. Muito pouco, porque isso era apenas o suficiente para servir como moeda escritural restrita aos financiamentos do FMI.

TABELA 1
PIB e DES de saque (2000 e 2014)
(Em US$ bilhões)

	2000	**Total (%)**	2014	**Total (%)**	DES (%)
Mundo	33.182	**100**	77.302	**100**	-
Economias avançadas	26.486	**80**	47.044	**61**	-
G7	21.778	**66**	35.624	**46**	-
Estados Unidos	10.285	**31**	17.419	**23**	44
Zona do Euro	6.484	**20**	13.391	**17**	34
Japão	4.731	**14**	4.616	**6**	11

(Continua)

(Continuação)

	2000	**Total (%)**	2014	**Total (%)**	DES (%)
Reino Unido	1.552	**5**	2.945	**4**	11
Subtotal 1 (Estados Unidos, Zona do Euro, Japão, Reino Unido)	**23.052**	**69**	**38.371**	**50**	**-**
Economias emergentes	6.696	**20**	30.258	**39**	-
China	1.193	**4**	10.380	**13**	-
Subtotal 2 (subtotal 1 + China)	**24.245**	**73**	**48.751**	**63**	**-**

Fonte: IMF (2015b)/WEO Database.

Ao longo dos anos, a composição dos DES sempre foi representada pelas moedas das nações mais avançadas. A tabela 1 mostra que, em 2000, o PIB das economias avançadas representava 80% do produto mundial, enquanto os países em desenvolvimento não passavam de 20%. Em 2014, o quadro era outro: 61% contra 39%, respectivamente. Ao tomar somente o PIB dos países do Grupo dos Sete (G7)[3], cujas moedas formavam a cesta dos DES, esses mesmos números eram de 66%, em 2000, e de 46%, em 2014. Menos de 50%, portanto. O fato novo foi a ascensão da China ao patamar de grande potência no novo milênio, que abriu espaço para as economias emergentes, em geral grandes exportadoras de *commodities*, e que embaralhou toda a lógica do sistema. Em 2014, com Alemanha, França e Itália agregadas na ZE ao lado de outros dezesseis países, o produto mundial representado nos DES não vai além dos 50%. Para voltar a representar perto dos dois terços do produto do início do milênio, é preciso abrir espaço para a moeda chinesa. Essa é a questão.

Por que, então, isso ainda não foi feito? Para responder a esta pergunta, é preciso entender os critérios que o FMI adota para a inclusão de um país na cesta de moedas. São dois esses critérios. O primeiro é o volume de exportações de bens e serviços, calculado em um período de cinco anos. Para o FMI, o critério das exportações é fundamental para determinar se uma moeda representa um papel central na economia global. No período 2000-2007, as exportações chinesas cresceram a uma taxa média anual de 20,0%. Começada a crise, essa taxa média de crescimento reduziu, entre 2008-2014, para 8,5%. Sem qualquer sombra de dúvida, o IMF (2015d) reconhece que a China cumpre esse papel.

O segundo critério é mais complicado. Para ser aceita, a moeda precisa ser "livremente utilizável". Os artigos do Acordo do FMI definem que isso ocorre quando: *i)* a moeda é de fato utilizada para fazer pagamentos em transações internacionais, o que é medido por indicadores como a parcela da moeda nas reservas internacionais, a sua denominação em títulos de dívida internacional e a sua participação nos passivos de bancos internacionais; e *ii)* a moeda é negociada nos principais mercados de câmbio. O assunto é controverso, uma vez que o próprio FMI reconhece que uma: "moeda conversível pode ser amplamente utilizada e amplamente negociada mesmo que ela esteja sujeita a alguma restrição na conta de capital. Por outro lado, uma moeda que é totalmente conversível não é, necessariamente, amplamente utilizada e amplamente negociada" (IMF, 2015d).

A última definição de moedas livremente utilizáveis ocorreu em novembro de 2010 e tornou-se efetiva em janeiro de 2011, quando apenas as quatro atuais atenderam aos dois critérios. Desde aquele ano, porém, três caminhos têm sido trilhados pela China na sua estratégia de conversibilidade administrada do yuan. No primeiro, bancos como o Export-Import Bank of China e o China Development Bank já denominam seus empréstimos em yuan, além de o país ter celebrado vários acordos bilaterais para realização de transações comerciais para troca cambial (*swap*)

3. Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Reino Unido, Itália e Canadá.

em moeda nacional. No segundo, houve maior liberalização para os investidores comprarem e venderem em yuan nos mercados secundários e fecharem contratos de derivativos em Hong Kong, a praça na qual ocorrem as experiências chinesas de desenvolvimento de um mercado de capitais *offshore*. No terceiro, a China vem transformando Shanghai em um centro financeiro internacional, do que decorre um aprofundamento de suas relações financeiras com o exterior (Cintra e Martins, 2013). Esses passos têm elevado a utilização do yuan nas reservas de inúmeros países, na denominação de títulos de dívida e nos passivos bancários.

Quanto ao critério de negociabilidade, a verdade é que o yuan ainda não tem relevância nos mercados de câmbio, conforme tabela 2, embora seja possível especular que a mudança na política cambial feita em 11 de agosto possa permitir uma aceleração desse processo. Levando em conta a visão do FMI de que é mais importante que uma moeda seja amplamente utilizada e negociada, é provável que a não inclusão do yuan nos DES derive mais de sua irrelevância nos mercados globais de moedas do que da existência de controles de capital, ainda que a irrelevância possa derivar destes controles.

TABELA 2
Giro médio diário no mercado global de moedas (abr./2001-abr./2013)
(Em % do giro total nos meses especificados)

Moeda	2001	2004	2007	2010	2013
Pares principais (1)	179	178	173	175	174
Dólar (USD)	90	88	86	85	87
Euro (EUR)	38	37	37	39	33
Iene (JPY)	24	21	17	19	23
Libra (GBP)	13	16	15	13	12
Dólar australiano (AUD)	4	6	7	8	9
Franco suíço (CHF)	6	6	7	6	5
Dólar canadense (CND)	4	4	4	5	5
Outras moedas (2)	21	22	27	25	26
Yuan (CNY)	0	0	0	1	2
Total (1) + (2)[1]	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**

Fonte: BIS (2014).
Nota: [1] A soma é 200% porque cada transação envolve duas moedas.

O FMI explicitamente reconhece que "desde que a China continua a ser o único não membro da cesta do DES que satisfaz o critério de exportação, a [próxima] revisão focará na importância do renmimbi como uma moeda livremente utilizável" (IMF, 2015d). Há muito espaço para argumentação no próximo encontro, que ocorrerá em 2016.

4 REPERCUSSÕES INTERNAS E EXTERNAS DA MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL CHINESA

Apresentamos a seguir uma análise dos impactos do ajustamento da política cambial chinesa, com ênfase sobre a economia interna do país, os demais países emergentes, os Estados Unidos e a governança mundial.

4.1 Impactos para a economia chinesa

No caso dos impactos internos na China, apesar de os principais analistas salientarem as peculiaridades do mercado de ações, que não teria a relevância de seus congêneres no ocidente, o que chamou a atenção foi o fato de as autoridades aportarem um volume expressivo de recursos para tentar deter o colapso da bolha. Já no que diz respeito ao conjunto de medidas econômicas tomadas desde o fim do ano passado, o BPC efetuou cortes nas taxas de juros e nos depósitos compulsórios e introduziu estímulos fiscais. A alteração da política cambial aponta para a possibilidade de internacionalização do yuan, com o governo buscando uma abertura controlada da conta de capital e procurando depreciar sua moeda para excluir a valorização do dólar. Esses passos apontam para a necessidade de dar apoio ao nível de atividade e de liquidez do mercado. Entretanto, isso também dá crédito àqueles que acreditam que o país está encontrando dificuldades em entender o que ocorre em seu próprio mercado e que o cenário econômico é mais complexo que o esperado.

O grande nó gira em torno do tamanho da freada esperada na economia e, consequentemente, se haverá ou não um colapso econômico.

O IMF (2015a), por exemplo, afirma que, para combater a grande queda na demanda externa ocorrida no início da crise financeira global, o governo chinês implantou políticas voltadas a encorajar um tipo de investimento intensivo em crédito. Isso estimulou um *boom* na construção civil e provocou uma duplicação da razão percentual dívida/PIB de 100% para mais de 200% do PIB. Nesse processo, dois terços do aumento do crédito foram propiciados pelo pouco regulamentado sistema financeiro paralelo. Essa estratégia criou vulnerabilidades, como foi o caso dos estoques crescentes de imóveis não vendidos, que levaram a uma queda em seus preços superior a 5% no início de 2015, que coincidiu com o firme declínio da produtividade causada pela ineficiente alocação do investimento. Como resultado, o crescimento potencial da economia caiu, assim como cresceram as vulnerabilidades no setor imobiliário e de crédito.

Apesar disso, os gastos dos governos locais com infraestrutura e manutenção dos níveis de consumo privado permitiram apoio ao crescimento econômico e aumento nos salários reais. Atividade mais fraca e queda no preço mundial das *commodities* moderaram a inflação e melhoraram os saldos em conta-corrente. Por tudo isso, as projeções de crescimento do produto foram de 6,8%, em 2015, e 6,3%, em 2016. Em 2017, dependendo do grau de implantação de reformas reorientadoras da economia, o PIB poderá crescer 6,0% e estabilizar-se daí por diante.

Em 22 de julho de 2015, a Diretoria Executiva do FMI finalmente concluiu as consultas do Artigo IV com a China.[4] Os dados vieram a público dias depois (IMF, 2015c; 2015d); neles afirma-se que a "China está transitando para um novo normal, com um crescimento em queda, mas estável e mais sustentável". Foi mantida a previsão de crescimento de 6,8% para 2015 e foram sugeridas reformas para a redução das vulnerabilidades. Na esfera estrutural, seria necessário implantar reformas fiscais e financeiras nas empresas estatais e no setor externo. Uma virada no rumo de priorizar o consumo interno passaria, necessariamente, por um sistema financeiro mais aberto ao mercado, por melhorias nas finanças dos governos locais e por avançar para um regime de taxa de câmbio flutuante nos próximos dois a três anos.

4. Essas consultas bilaterais com os países-membros ocorrem, usualmente, a cada ano. Uma equipe do FMI visita o país, levanta dados econômicos e financeiros, discute com membros do governo nacional e prepara um relatório, que é apresentado à Diretoria Executiva. Cabe a esta aprovar o documento.

A visão otimista do FMI segue a mesma direção de analistas como Stephen Roach, ex-presidente do Morgan Stanley Asia e atual economista-chefe do grupo (Roach, 2015b). Para ele, também não deve haver uma quebra na economia chinesa. O receio de grave recessão na China estaria vastamente superestimado. Basicamente, o país estaria transitando para um "novo normal" de uma economia manufatureira e de construção para uma de serviços. Em 2014, por exemplo, a participação dos serviços no PIB atingiu 48,2% e cresceu 8,4% anualmente na primeira metade de 2015, bem acima dos 42,6% da manufatura e construção, que cresceu 6,1% no mesmo período. Apesar do dinamismo do processo, esses números ainda estão bem abaixo dos 60,0%-65,0% da típica participação dos serviços em economias de mercado (Roach, 2015a).

Em certo sentido, os serviços seriam a "infraestrutura" de uma sociedade de consumo. No caso da China, uma emergente classe média estaria demandando serviços básicos de utilidade pública, de comunicações, de sistemas de saúde e financeiros. Um ponto importante é que, como os serviços são trabalho-intensivos, na China eles requerem cerca de 30% mais empregos por unidade de produto do que em uma economia capital-intensiva manufatureira e de construção.

Em grande medida por essa razão, a tendência do emprego manteve-se em níveis bem superiores aos esperados em face da desaceleração econômica. O crescimento dos empregos urbanos foi, na média, um pouco acima de 13 milhões em 2013-2014, bem superior aos 10 milhões da meta governamental. Além disso, os serviços também seriam o ingrediente que torna a estratégia de urbanização muito efetiva. Hoje, por volta de 55% da população vivem em cidades, quando esta porcentagem não passava de 20% em 1978. E esses números podem subir para algo entre 65%-70% nos próximos quinze anos. Ou seja, o que vem sustentando o crescimento são cidades novas e expansionistas, com economia baseada nos empregos em serviços que, por sua vez, potencializam o poder de compra do consumidor relativamente ao que ele tinha na área rural.

Contra essa corrente de pensamento, Pettis (2015) adota uma abordagem pós-keynesiana, que incorpora elementos de Minsky para fazer uma crítica da dinâmica do excessivo endividamento da economia chinesa, uma questão subestimada pelas correntes dominantes de análise.

Em primeiro lugar, é importante destacar que ele concorda com as opiniões de que não deve haver uma crise financeira na China, por, pelo menos, quatro motivos: porque países com alta taxa de poupança podem sustentar maiores níveis de dívida; porque a maior parte dessa dívida é denominada em moeda nacional; porque a parte mais significativa dessa dívida foi feita por meio de empréstimos de bancos que são financiados inteiramente por depósitos; e, finalmente, porque o governo tem enorme capacidade de aumentar a liquidez bancária, se isso for necessário (Pettis, 2015).

Não parece provável a Pettis (2015) que ocorra um colapso bancário, da mesma forma que não houve quebra do sistema bancário japonês entre o fim dos anos 1980 e começo dos anos 1990. A "quebra" japonesa deu-se na estagnação da economia que já dura 25 anos. Em entrevista à Folha de São Paulo (Ninio e Mello, 2015), Pettis cita outros casos de países que viveram "milagres econômicos", mas que tiveram de enfrentar ajustes pesados por conta de processos de endividamento explosivo: a União Soviética nos anos 1950 e o Brasil nos anos 1960 e 1970. O seu ponto é, então, que um alto grau de endividamento não é irrelevante, na China ou em qualquer outro país.

O modelo de crescimento rápido chinês, que perdura por mais de trinta anos, foi sustentado por altas taxas de investimento, combinadas com mercados de crédito que praticaram taxas de juros muito baixas, que tornaram a tomada de empréstimos quase inevitável, mas que já estariam restringindo a política econômica.

Dívida e volatilidade seriam procíclicas, se assim o problema pode ser colocado. Na fase expansionista do modelo, maior dívida induz maior crescimento; na fase de descenso, maior dívida induz quedas mais fortes no crescimento.

A China estruturou sua economia de modo que o excessivo endividamento não foi uma escolha, mas sim uma consequência das restrições institucionais internas. Agora, ela precisa reequilibrá-la, porque a estrutura dos balanços de suas empresas, assim entendida a relação entre os retornos esperados dos ativos e a composição e o custo de seus passivos, está fortemente pressionada pelo alto nível de endividamento, que exacerba a volatilidade. Além disso, altos níveis de endividamento podem afetar adversamente o crescimento, porque há muita incerteza acerca de como o serviço da dívida será distribuído entre os diferentes setores ou grupos, na forma de impostos diretos e indiretos (inflação ou depreciação) ou redução de salários e consumo.

Por conta dessa necessidade de reestruturação da economia, Pettis acredita que o crescimento do PIB deve continuar a cair paulatinamente até atingir 3% a 4%, em algum momento até 2022, o que está muito distante das previsões otimistas dos analistas de mercado (Lima e Watanabe, 2015).

4.2 Impactos para as economias emergentes

No caso dos países emergentes, é mais do que óbvio que o impacto da mudança na política cambial é forte. A expressiva queda nos preços das *commodities* minerais, florestais e agrícolas, em especial o petróleo, já vinha castigando suas economias desde um ponto de máximo em 2011 e, consequentemente, aumentando a aversão ao risco de ativos emergentes. Para 2015, a previsão da consultoria GO Associados (Silveira, Ferrazoli e Moreira, 2015) é de outra forte retração. Um crescimento mais lento da China e a queda do yuan vieram somar-se ao desalento que toma conta dos emergentes. Os primeiros a reagir à medida chinesa foram emergentes da Ásia (Cazaquistão e Vietná), que iniciaram processos de desvalorização de suas moedas, mas outros seguiram o mesmo caminho nos dias seguintes. Não somos diferentes na América Latina. O enfraquecimento do yuan favorece as exportações e dificulta as importações da China. Os países de nossa região serão crescentemente afetados por essa nova medida, que pode provocar novas quedas nos preços das nossas *commodities* de exportação.

O impacto sobre as exportações brasileiras para a China já está sendo forte e muito concentrado em soja e minério de ferro, mas o comportamento futuro vai depender do que ocorrer com a cotação de nossa moeda, o real. Com o real desvalorizando-se mais frente ao dólar do que o yuan, as perdas podem ser limitadas. No período janeiro-agosto de 2015, por exemplo, as exportações de soja responderam por 53% do total e o minério de ferro por 16%; ou seja, esses dois setores acumularam cerca de 70% do total de nossas exportações (CEBC, 2015). As perspectivas para o futuro de nosso comércio com esses produtos, porém, são basicamente opostas.

À medida que a China acelera sua transição para uma economia dinamizada pelo consumo de seus habitantes e não mais pelo investimento em projetos de infraestrutura e construção civil, já está havendo uma desaceleração nas taxas de crescimento de seu produto. Para instituições multilaterais e analistas aqui comentados, o crescimento anual pode cair para um máximo de 7%, mas também pode enfrentar dificuldades mais significativas, caso em que o ritmo pode cair para 3% a 4%. Apesar disso, como analisa Pettis (Lima e Watanabe, 2015), a nova estratégia implica o crescimento da renda das famílias a taxas superiores às do produto: algo entre 5% e 6% ao ano.

Para o segmento de minério de ferro, esse é um quadro perturbador ainda que lógico, porque a China é o maior importador do Brasil e seus investimentos estão em desaceleração. Os impactos já estão ocorrendo e são expressivos: entre janeiro-agosto de 2015 e igual período do ano anterior, as exportações caíram 4% em quantidade, mas 53% em valor; dos US$ 8,6 bilhões de 2014 para US$ 4 bilhões neste ano até agosto.

Para o segmento da soja, o quadro é menos desanimador: nos mesmos períodos acima, os preços caíram 14%, mas as quantidades também subiram 14%; dos US$ 15,6 bilhões de 2014 para US$ 13,4 bilhões neste ano até agosto. Uma perda menor no segmento mais importante. As perspectivas podem, inclusive, melhorar, porque o setor de carne bovina, grande consumidor de soja, tem apresentado crescimento expressivo desde a negociação e a formalização de acordo de abertura do mercado chinês ao produto brasileiro, entre maio e junho de 2015. Por ora, a carne bovina congelada não representa mais do que 0,6% das exportações brasileiras para a China, mas há um amplo espaço de crescimento neste segmento, com implicações positivas para o complexo soja (CEBC, 2015).

4.3 Impactos para a economia americana

No caso dos Estados Unidos, é intensa a relação de trocas com a China, que responde por 7% das exportações e por 21% das importações norte-americanas. A recente expansão econômica nos Estados Unidos tem sido moderada e basicamente impulsionada por mudanças estruturais. A partir de 2013, a combinação de um dólar desvalorizado, em termos reais, com mudança na matriz energética (exploração do gás e óleo de xisto, além da queda nos preços do petróleo) e com salários domésticos menos pressionados, por conta da relocalização industrial na Ásia, apontou para um renascimento generalizado e para a internalização de uma indústria americana de alta produtividade (Silva, 2014). Não se pode esquecer, no entanto, do grande apoio dado pelo Sistema de Reserva Federal (em inglês, Federal Reserve System – Fed), que vem mantendo as taxas de juros perto de zero desde dezembro de 2008 e que efetuou inúmeras rodadas de afrouxamento monetário (China..., 2015).

Em 2015, a recuperação econômica ficou mais complexa. A desvalorização do yuan pode afetar as empresas norte-americanas, particularmente porque a tendência altista do dólar já começa a prejudicar seu comércio externo. Preocupa também o fato de a China estar se encaminhando para uma abertura de sua conta de capital, aliás uma exigência de longa data dos Estados Unidos. Seria irônico que isso ocorresse em prazo relativamente curto, caso ela provocasse uma forte queda na cotação do yuan frente ao dólar. Seria como que um "tiro no pé" da economia americana. Havia temores, finalmente, de que um eventual aumento na taxa básica de juros de curto prazo pelo Fed, que era esperada para setembro, pudesse afetar o valor dos ativos das empresas. Por tudo isso, a mudança da política do Fed pode não se realizar tão cedo quanto se esperava.

4.4 Impactos para a governança econômica global

No caso dos impactos na governança mundial, a política cambial chinesa insere-se em uma agenda de reforma do sistema monetário internacional, que envolve o Grupo dos Vinte (G20)[5] e o FMI. Desde a década de 1960, discute-se, na Diretoria Executiva do FMI, o que fazer para

5. O G20 é composto pelos países do G7, pela União Europeia e por mais 12 países, que compõem os principais mercados emergentes: Argentina, Brasil, China, Índia, Rússia, Indonésia, México, África do Sul, Turquia, Arábia Saudita, Austrália e Coreia do Sul. O PIB do grupo é superior a 85% do PIB mundial.

dar mais estabilidade à moeda mundial em sua função de reserva de valor. Muita tinta se gastou e praticamente nada mudou, porque a questão monetária é, antes de tudo, uma questão de poder. A moeda, no caso o dólar, é um símbolo do poder econômico, político e militar dos Estados Unidos. Por isso, mesmo nas épocas de fragilização do dólar, todas as tentativas de sua substituição pelos DES deram em nada.

É, então, importante para a China fazer parte da cesta de moedas do FMI?

No curto prazo, certamente não é fundamental, particularmente porque o fortalecimento do dólar aprofunda a constatação de que ele é o porto seguro para momentos de crise. Em uma perspectiva de prazos mais largos, é importante como reafirmação de sua estratégia de ocupar espaço central na economia mundial e participar dos grandes arranjos monetários que podem ocorrer em momentos de crise em um mundo sem um poder hegemônico.

Na verdade, a participação do yuan nos DES é mais importante para os próprios organismos multilaterais por uma simples questão de legitimidade. O peso do G7, inferior a 50% do total mundial em 2014 (tabela 1), não o autoriza mais a representar os destinos do mundo, sem considerar a crescente importância relativa dos países emergentes (39%), aí incluído o peso da economia chinesa (13%). Por isso mesmo, o G20 assumiu o papel de foro mais representativo nas discussões acerca dos rumos econômicos e financeiros de um mundo em profunda crise. Só na hipótese de uma total falta de rumo pode-se imaginar, portanto, a China sub-representada na esfera monetária. E para mostrar que dispõe de amplo arsenal de instrumentos à disposição, a China vem desenvolvendo uma série de novas instituições financeiras e de financiamento ao desenvolvimento à margem das "irmãs de Bretton Woods". Apenas como exemplos, na esfera de atuação do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (Brics), foram criados um fundo monetário, o Acordo Contingente de Reservas (do inglês Contingent Reserve Arrangement – CRA) e um banco de desenvolvimento, o Novo Banco de Desenvolvimento (do inglês New Development Bank – NDB). Na Ásia, foi criado o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura (do inglês Asian Infrastructure Investment Bank – AIIB), que atraiu cerca de quarenta países interessados em participar, aí incluídos Reino Unido, França, Alemanha, Itália, Suíça, Coreia do Sul e Austrália, além do Brasil, da Rússia e da Índia.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tendo em vista as consequências do ajustamento da economia chinesa para os países emergentes apontadas neste trabalho, é importante destacar os impactos prováveis sobre a economia brasileira. A lógica aponta para perdas maiores nos segmentos de produtos minerais por conta da mudança no regime de investimentos da China, mas nem tudo serão perdas. É bastante provável que um crescimento mais baixo do produto apresente como contrapartida um crescimento mais sólido na renda familiar do país asiático. As *commodities* agrícolas gozarão, neste caso, de boas oportunidades de vendas para um país sedento de proteína animal.

O mais importante é que cabe ao Brasil direcionar seus esforços para aprofundamento nos mercados externos, dada a forte contribuição representada pela desvalorização em curso do real. Um objetivo deve ser o de impedir que o país volte a valorizar sua moeda, que, em boa medida, explicou a derrocada da indústria, a deterioração das contas externas e o baixo crescimento do produto.

Finalizando, os tempos estão mais para dificuldades do que para facilidades, sejam elas associadas à política monetária dos Estados Unidos, ao baixo crescimento da Europa ou à desaceleração chinesa. A reflexão que inicia este trabalho é interessante, porque destaca elementos centrais da crise econômica global: o capitalismo financeiro tem se aprofundado, com a persistente busca de liquidez e o consequente curto prazo nas decisões econômicas, que levam à situação em que "dinheiro não falta no mundo, o que falta é sentido". É no mar de liquidez que transborda em todos os mercados que se deve procurar a origem das bolhas que estouram mundo afora. "A verdadeira bolha não é a China, mas sim o ocidente". A brutal expansão monetária em virtude das políticas de afrouxamento quantitativo dos Bancos Centrais dos Estados Unidos, do Japão e da Europa "perdeu qualquer tipo de critério há algum tempo" (Dados... 2015).

REFERÊNCIAS

AJUSTE chinês também terá lado positivo para Brasil. **Valor Econômico**, 25 set. 2015.

ANDERLINI, Jamil. Governo chinês suspende compra de ações após gastar cerca de US$ 200 bilhões. **Financial Times de Pequim**, 1 set. 2015.

BIS – BANCO DE COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS. **Taxas de câmbio efetivas reais**. [s.l.]: [s.d.].

_____. **BIS Triennial Central Bank Survey – global foreign exchange markets in 2013**. [s.l.]: [s.n.], Feb. 2014.

BOLSA chinesa cai mais de 8% em meio a temor sobre desaceleração. **G1**, São Paulo, 24 ago. 2015. Disponível em: <http://goo.gl/4c74eC>.

CEBC – COMÉRCIO EMPRESARIAL BRASIL-CHINA. **CEBC alerta**: atualização dos principais indicadores comerciais e econômicos do relacionamento Brasil-China. [s.l.]: CEBC, set. 2015. (Informativo, n. 37).

CHINA pode frear expansão já moderada dos EUA. **Valor Econômico**, 26 ago. 2015.

CINTRA, Marcos; MARTINS, Aline. O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional. *In*: CINTRA, Marcos; MARTINS, Aline (Orgs.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013.

DADOS da China indicam desaceleração maior que o PIB oficial; veja análises. **Folha de S. Paulo**, 24 ago. 2015. Caderno Mercado. Disponível em: <http://goo.gl/6ytazs>.

FMI mantém atual cesta de reserva até setembro de 2016, sem yuan. **Valor Econômico**, 19 ago. 2015. Disponível em: <http://goo.gl/Ev7UtT>.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Regional economic outlook, Asia and Pacific, stabilizing and outperforming other regions**. Washington: IMF, Apr. 2015a.

_____. **World Economic Outlook Database**. Washington: IMF, Apr. 2015b.

_____. **Staff Report for the 2015 Article IV Consultation**. Washington: IMF, Jul. 2015c. (IMF Country Report, n. 15/234).

_____. **IMF executive board concludes 2015 – Article IV – consultation with the people's Republic of China**. Washington: IMF, Aug. 2015d. (Press Release, n. 15/380).

_____. **Review of the special drawing rights (SDR) currency basket**. Washington: IMF, Aug. 2015e.

KRUGMAN, Paul. Os imperadores nus da China. **Estadão**, 31 jul. 2015. Disponível em: <http://goo.gl/Z17z64>.

LIMA, Flavia; WATANABE, Marta. Preço alto das commodities é como cocaína, diz Pettis. **Valor Econômico**, 25 set. 2015.

NINIO, Marcelo; MELLO, Patrícia Campos. O milagre chinês de anos atrás não existe mais, diz especialista em China. **Folha de São Paulo**, 30 ago. 2015. Caderno Mercado. Disponível em: <http://goo.gl/3XVwAE>.

PETTIS, Michael. If we don't understand both sides of China's balance sheet, we understand neither. **China Financial Markets**, 1º set. 2015. Disponível em: <http://goo.gl/SAEEIx>.

ROACH, Stephen. China's new normal and America's old habits. **Project Syndicate**, 30 mar. 2015a. Disponível em: <http://goo.gl/XSZGhQ>.

_____. China's complexity problem. **Project Syndicate**, 25 ago. 2015b. Disponível em: <http://goo.gl/Ke0xfY>.

SILVA, Luiz Afonso Simoens. **Moeda e crise econômica global**. São Paulo: Editora Unesp, 2014.

SILVEIRA, Fabio; FERRAZOLI, Amabile; MOREIRA, Denise. Cenário macrossetorial. **GO Associados**, São Paulo, ago. 2015.

WILLIAMSON, John. **Understanding special drawing rights (SDRs)**. Washington: Peterson Institute, Jun. 2009.