

CHINA: PREMIZE, MIZE, DIFICULTĂȚI ȘI RISCURI ALE TRANZIȚIEI DE LA O ECONOMIE BAZATĂ PE PRODUCȚIE, LA UNA ORIENTATĂ SPRE CONSUMATOR

Sarmiza Pencea¹

Institutul de Economie Mondială – Academia Română, București, România

Rezumat

Economia chineză a crescut consistent și accelerat timp de trei decenii fără să intre în vreo situație de criză sau destabilizare gravă și fără să suporte vreo corecție, dar acest fapt nu înseamnă că ea a crescut sănătos și nici că a evitat definitiv corecția, ci dimpotrivă, poate însemna că această corecție este oricând probabilă, riscând să fie cu atât mai dură cu cât este mai tardivă. Performanțele multiple ale Chinei sunt incontestabile, dar chiar mecanismele care au susținut obținerea lor - în primul rând sistemul distorsionat al prețurilor (prețuri controlat mici ale forței de muncă, capitalului, energiei, pamântului, resurselor naturale, monedei naționale, prețuri zero pentru poluare etc.) - au devenit în prezent principala frână în calea dinamismului creșterii și modernizării economice. Excesiv forțată să crească accelerat, economia chineză a generat dezechilibre structurale și bule economice în aproape fiecare sistem al său. Lucrarea de față sintetizează și analizează câteva dintre cele mai periculoase bule economice și relația dintre ele, precum și dificultățile și riscurile asociate trecerii economiei chineze de la dezvoltarea axată pe producție și export, la cea întemeiată pe consumul intern.

Cuvinte cheie: *China, reechilibrare economică, bule economice, dezechilibre structurale, noua normalitate*

Clasificare JEL: O11, O18, O53, P21, P27, R31, R38

1. Introducere: Premisele tranziției - creștere miracol, dezechilibre și bule economice

După decenii de creștere economică accelerată, industrializare, progres tehnologic, urbanizare și modernizare, în urma unui efort de *prindere din urmă* fără egal, China a reușit să cumuleze, rând pe rând, un lung șir de superlative: a devenit cel mai mare exportator al lumii (2009), cel mai mare producător industrial (2010), a doua mare economie a lumii, după Statele Unite, la PIB nominal (2010) și, câțiva ani mai târziu, cea mai mare economie din lume după PIB la PPP (2014); a devenit, totodată, cea mai mare putere comercială² (2012), cel mai important partener comercial în relațiile bilaterale³ (2012), a doua mare piață de consum de pe glob,⁴ după SUA, și o prezență dominantă pe numeroase piețe globale, unde influențează substanțial formarea prețurilor internaționale, fie pe partea cererii, fie pe cea a ofertei. În același

¹ Contact: Dr. Sarmiza Pencea, e-mail: pen_sar@yahoo.com.

² Export+Import

³ China era în 2012 principalul partener comercial al 124 de țări (față de 70 în 2006), depășind SUA, care mai ocupa această poziție doar în relație cu 76 de țări (față de 127 în 2006).

⁴ China este a doua țară după SUA, după cheltuielile de consum ale gospodăriilor [al căror volum total (3 321 mld. USD) e de circa 3,5 ori mai mic decât cel al SUA (11 484 mld. USD)].

timp, China a devenit și unul dintre cei mai mari devoratori de resurse naturale⁵ și principalul poluator al Terrei.

Pe parcursul acestor ani, ajunsă destinație favorită pentru investitori, ca urmare a avantajelor sale de cost și a dimensiunii pieței interne, China a atras investiții străine directe importante, a beneficiat de relocalizări masive de activități, integrându-se în lanțurile globale ale valorii, de cele mai multe ori ca verigă finală, căreia îi revin operațiunile de asamblare, finisare și livrare a mărfurilor către beneficiarii din toate colțurile lumii. Țara s-a transformat astfel, treptat, într-un adevărat *atelier al lumii*, locul unde se produc ieftin mai toate mărfurile de care are nevoie populația globului, ceea ce explică atât supradimensionarea sectorului industrial în structura economiei chineze și preponderența activităților aflate relativ jos pe scara tehnologică, cât și consumul uriaș de resurse, dependența de tehnologiile, cunoașterea și inovațiile occidentale, nivelul excesiv de poluare și degradare a mediului, precum și exporturile de valori mari, din care – fiind vorba încă de o proporție însemnată a comerțului de prelucrare – doar cote limitate rămân efectiv economiei locale.

Această evoluție, cu slăbiciunile structurale pe care le-a generat în timp, este consecința unui model de dezvoltare care asigură o creștere economică accelerată, fiind bazat cu prioritate pe investiții de capital – autohton și străin – și pe satisfacerea cererii externe prin export, reprimând, pe multiple căi, consumul intern: prin menținerea unui *nivel scăzut al salarizării*, prin forțarea *economisirii din precauție*⁶ și *represiune financiară*⁷.

Sistemul controlat de prețuri din economia chineză – salariile mici, în cazul forței de muncă, dobânzile scăzute la capital, cursul subevaluat al RMB, prețurile joase ale resurselor naturale și pământului, sau lipsa oricărui costuri pentru poluarea și degradarea a mediului – a contribuit la subvenționarea masivă a investitorilor, producătorilor și exportatorilor, asigurând competitivitatea ridicată a mărfurilor chinezești pe piețele internaționale. La intern, consecința gravă a prețurilor administrate de stat a constituit-o alocarea distorsionată a resurselor în economie, însoțită de risipă, corupție, ineficiență și crearea de capacități excedentare în industrie, imobiliare și infrastructuri. La extern, în multe dintre economiile lumii – parteneri ale Chinei, sau nu – au dispărut companii și activități care nu au putut face față concurenței chineze, s-au pierdut numeroase locuri de muncă dar, pe de altă parte, importurile ieftine din China au mărit puterea de cumpărare și consumul, ținând inflația la cote joase. În relațiile comerciale bilaterale ale Chinei s-au generat asimetrii, de regulă prin acumularea unor excedente uriașe în China – unde și rezerva valutară a atins niveluri nemaîntâlnite (4 000 mld.

⁵ China reprezintă cote importante din consumul mondial al multor resurse, ca de exemplu: 54% din Al, 50% din Ni, 49 % din cărbune, 48% din Cu, 46% din Zn și Sn, 45% din oțel, 40% din Pb, 23% din Au, 13% din U, dar și 31% din bumbac, 30 din orez, 22% din porumb, 17% din grâu, 10% din zahăr, etc (WEF, 2015; Durden, 2015)

⁶ *Economisire din precauție* = Economisire determinată, ca o formulă de autoprotecție, de insuficiența sau lipsa accesului la unele bunuri publice - sănătate, educație – sau la sisteme de pensii și de ajutor social.

⁷ *Represiune financiară* = Transfer de avuție dinspre gospodării și IMM, către companiile de stat, prin mecanismul dobânzilor, practicat în mod deliberat de către băncile de stat (dobânzi negative la depozite, dobânzi nule sau foarte mici la creditele acordate în mod preferențial firmelor de stat).

USD, în 2014, an de vârf) – în paralel cu cronicizarea deficitelor comerciale pentru cei mai mulți dintre partenerii importatori.

China a reușit pe parcursul a trei decenii o creștere calificată cel mai adesea drept miraculoasă – și, într-adevăr, un ritm mediu de creștere de 10% timp de decenii, într-o țară cu problemele și dimensiunile Chinei, constituie o performanță incontestabilă – dar, experiența anterioară a altor țări demonstrează că asemenea “miracole” sunt însoțite întotdeauna de un cost, având asociate – așa cum arătam mai sus – dezechilibre structurale importante, care mai devreme sau mai târziu, impun corecții dureroase. În cazul particular al Chinei, distorsiunile larg răspândite ale prețurilor sunt responsabile atât pentru “miracolul” creșterii economice accelerate, cât și pentru dezechilibrele și asimetriile relevate și acutizate mai ales după izbucnirea crizei economice globale și adoptarea programului de investiții și stimulare fiscală din 2008-2010 (4 000 mld. RMB / 586 mld. USD), care le-a agravat și exacerbat. Le recuperăm aici, din nou, pe cele mai severe: exces investițional, în paralel cu un consum intern redus; sector de prelucrare supradimensionat, intensiv în resurse și poluant, în paralel cu un sector terțiar anemic și industrii intensive în inovare încă subdezvoltate; dependență excesivă față de piața, tehnologia, cercetarea, *know-how*-ul străine; dezvoltare dezechilibrată în plan geografic, cu diferențe mari între oraș și sat, între regiunile din est și restul țării; o prăpastie tot mai adâncă între venituri, etc.

Mijlocind subvenționarea producției pentru export, distorsiunile din sistemul de prețuri au grevat populația, fapt ce explică o dată în plus atât dominația investițiilor și exportului în formarea PIB, cât și participarea scăzută a consumului la creșterea produsului intern, în ultimele decenii.

Toate economiile sunt ciclice. Pe măsură ce cresc și traversează diferite stadii, ele acumulează „reziduuri” care se cer a fi „salubrizate” pentru a crea loc și condiții prielnice unor inițiative noi, care să genereze un nou ciclu de creștere. Recesiunile, încetinirea creșterii, falimentele, colapsul unor sectoare fac, toate, parte din evoluția normală a economiilor, chiar dacă pe termen scurt acestea pot fi extrem de disruptive și dureroase. În China, pe măsură ce activitățile de prelucrare industrială și export au urcat scara tehnologică și s-au re poziționat în lanțurile valorii, nu s-a produs, simultan, și o necesară asanare a componentelor mai vechi ale economiei, iar interesele locale și regionale au condus la crearea unor capacități industriale excedentare uriașe, mai ales în industria grea. În plus, modelul de guvernare economică bazat pe consens, gândit de Deng Xiaoping astfel încât să nu fie permisă nicio sursă unică de putere, ci “...rețele de influență care se suprapuneau atât de mult încât nu puteau fi cu adevărat schismatice”, a fost foarte performant pentru un timp, dar, începând cu sfârșitul anilor 2000, a contribuit mai degrabă la perpetuarea problemelor structurale “...care pot întârzia sau chiar deturna reformele și evoluția economică.” Astfel, “*Politica consensului i-a permis Chinei să crească, dar nu într-o manieră sănătoasă ...*” (Baker, 2015).

Într-adevăr, economia chineză a crescut consistent și foarte accelerat timp de trei decenii fără să intre în vreo situație de criză sau destabilizare gravă și fără să suporte vreo corecție, dar acest fapt nu înseamnă că ea a crescut sănătos și nici că a evitat definitiv corecția, ci dimpotrivă,

poate însemna că această corecție este încă oricând probabilă, riscând să fie cu atât mai dură cu cât este mai tardivă.

Dacă în 1980, PIB chinez nu era mai mare decât, de pildă, cel taiwanez, însumând puțin sub 200 mld. USD, în prezent acesta a depășit 10 000 mld. USD, fiind de circa 50 de ori mai mare decât era inițial și de 20 de ori mai mare decât produsul intern al Taiwanului, dublat și el între timp (Denoon, 2015). La rândul său, exportul chinez, care fusese cvasi-absent în 1980, ajunsese în 2007, înainte de izbucnirea crizei globale, la 1 200 mld. USD, cota acestuia în PIB săltând în intervalul respectiv de la sub 6%, la un nivel maxim, de aproape 36%, ceea ce echivala cu triplul cotei similare americane, dublul celei nipone și era aproximativ egala celei germane (Stratfor, 2015a). Cu toate acestea, deși creșterile și întregul parcurs economic al Chinei se arătau impresionante, prim ministrul Wen Jiabao lansa, în martie 2007, faimoasa sa caracterizare a stării economiei chineze, pe care o califica drept “*instabilă, dezechilibrată, necoordonată și nesustenabilă.*”

Se poate aprecia, într-adevăr, ***că economia chineză a fost atât de puternic forțată spre creștere accelerată, încât nu doar că a generat inevitabile dezechilibre, dar și că, aproape fiecare sistem al ei cu creștere intens stimulată a dezvoltat o bulă***, iar pentru a se reechilibra și a parcurge cu bine tranziția către un nou model de dezvoltare, aceasta ar trebui ca, mai întâi, să dezamorseze aceste bule economice (Denoon, 2015). Nu este mai puțin adevărat, însă, și că, procesul de reechilibrare însuși poate fi însoțit, uneori, de formarea unor bule economice noi.

Bula economică nr. 1: sectorul exporturilor

După intrarea în OMC (2001), China a putut apăsa foarte puternic pedala exportului, iar acesta a evoluat exploziv, transformând modelul economic bazat pe investiții într-unul având investițiile și exportul ca principale motoare de creștere. Așa cum arătam anterior, creșterea exporturilor a fost susținută atât prin numeroase formule de subvenționare, cât și printr-un curs subevaluat al yuanului. Fără această susținere, acestea nu ar fi putut ajunge să aibă o contribuție la PIB atât de importantă. În aceste condiții, problema care s-a născut în timp și care a ieșit brutal la suprafață cu ocazia declanșării crizei economice globale – când aproape „peste noapte” Chinei i-au căzut simultan toate marile piețe de desfacere (SUA, UE, Japonia) –, este aceea că piețele lumii nu mai puteau, și numai mai pot absorbi uriașele exporturi chineze, care anterior crizei creșteau în medie cu 20% anual. În plus, în condițiile unei cereri externe cvasi-saturate, creditul și subvențiile au generat supracapacități de producție, iar restrângerea acestora ridică atât riscul de a destabiliza piața muncii printr-un șomaj extins, cât și riscul de a prejudicia și mai mult sistemul bancar, oricum împovărat de credite neperformante.

Bula economică nr. 2: sectorul imobiliar

Pentru a susține ritmul înalt de creștere economică anuală, a crea locuri de muncă pentru milioanele de nou intrați anual pe piața muncii și a oferi, pe de altă parte, clasei mijlocii în extindere, atât locuințe în orașe, cât și clădiri noi de birouri, liderii chinezi au încurajat construcțiile imobiliare. Ritmul construcției a depășit însă cu mult capacitatea de absorbție a

pieței și astfel au apărut excedentele, așa-numitele *orașe-fantomă*, sau *elefanți albi*: orașe complet noi, cartiere, locuințe, clădiri de birouri, aeroporturi, etc., nelocuite și nefolosite. Multe dintre aceste construcții, în special clădirile de birouri, dar și alte construcții de uz public, au fost construite fără să existe cerere, doar pentru a forța pe termen scurt creșterea PIB local, cu speranța că pe termen mediu ele vor atrage întreprinzători și activități noi și vor genera creștere economică și prosperitate. Această speranță nu s-a confirmat de foarte multe ori, ba chiar dimpotrivă, finalizate și neutilizate, investițiile respective au ajuns să creeze probleme, impunând costuri importante, măbind povara creditelor neperformante și contribuind la frânarea creșterii.

Este interesant de menționat, în acest context, și faptul că în China numărul de construcții zgârie-nori crește cu repeziciune, depășind atât numărul total al celor construite în SUA și în alte părți ale lumii, cât și, demonstrativ, diferite performanțe arhitectonice, de înălțime, sau de viteză de execuție. ***Istoric, însă, construcția frenetică de zgârie-nori s-a dovedit a fi un indicator corect al formării bulelor economice în preambulul unor crize*** (de ex. SUA-1929, „tigrii asiatici”-1997) (Colombo, 2015).

În contextul represiunii financiare practicate de bănci și al lipsei de soluții alternative pentru păstrarea și securizarea economiilor, investițiile în imobiliare au devenit o variantă tot mai folosită de investire, pentru populație. Pe fondul unei tendințe de creștere a prețurilor, a luat însă amploare febra speculativă, care a accentuat incapacitatea de acces la locuințe a unei părți largi a populației. Măsurile adoptate periodic de către guvern pentru dezamorsarea acestei bule au mai temperat, ușor și doar temporar, piața. În ultimii câțiva ani supraoferta uriașă de spații a determinat și ea un ușor declin al prețurilor (3,7% între 2014-2015), dar nu suficient pentru a aduce piața la echilibru (Denoon, 2015).

Singurul aspect pozitiv în cazul evoluției acestei piețe către spargerea bulei și prăbușirea consecutivă a prețurilor ar fi acela că, investițiile în locuințe fiind în general făcute din economiile gospodăriilor, nu riscă să antreneze și un colaps al activității ipotecare. În schimb, într-un asemenea scenariu, populația investitoare va fi cea care va pierde masiv. Totodată, într-un asemenea caz, spre deosebire de sectorul locuințelor, care nu riscă să antreneze și alte zone ale economiei, sectorul clădirilor de birouri – nefinanțabil din economii private, ci doar prin creditarea cu valori foarte mari – ar genera în mod cert efecte severe asupra sistemului bancar.

Bula economică nr. 3: sectorul infrastructurilor

În ultimele decenii și mai ales în anii ulteriori izbucnirii crizei economice globale, China a construit, într-o adevărată vrie, zeci de mii de kilometri de șosele, autostrăzi, căi ferate (inclusiv cea mai lungă rețea de transport feroviar de mare viteză din lume și linia spre Tibet, aflată la cea mai mare înălțime pe Terra), sute de porturi și aeroporturi noi, poduri (inclusiv cel mai lung pod peste mare), tuneluri în munți, rețele de metrou în orașe, rețele electrice și de telecomunicații pe tot cuprinsul țării. Însă, în timp ce ca urmare a acestei exuberanțe, produsul intern s-a majorat, iar firmele de construcții au acumulat profituri importante, administrațiile

locale s-au încărcat cu povara unor datorii enorme – însumând echivalentul a 3 000 mld. USD –, iar “*cele mai excesiv-exuberante și-au văzut economiile locale slăbite și debalansate către sectorul construcțiilor*” (Reuters, 2015).

Infrastructura excesiv dezvoltată în ultimii ani constituie o distorsiune majoră pentru economia chineză, nu atât prin lipsa justificării necesității, cât prin faptul că facilitățile construite sunt subutilizate, iar costul de oportunitate este foarte ridicat, capitalul respectiv putând să fi avut alte utilizări mult mai productive. Autostrăzile cu taxă, de pildă, au înregistrat pierderi de 25 mld. USD doar în 2014, iar în opinia unui economist, oficial guvernamental, în ultimii cinci ani după 2009, China a „...risipit circa 42 000 mld. RMB (aproximativ 6 800 mld. USD)⁸ în investiții ineficiente, cu agravarea problemei în ultimii doi ani” (Reuters, 2015). Un studiu Mc Kinsey (2016) relevă că în perioada 1992-2013 investițiile chineze destinate dezvoltării infrastructurale au reprezentat în medie 8,6% din PIB, substanțial mai mult decât în cazul altor zone (4,9% în India, 4,1% în Europa de est, câte 2,5% în SUA și Europa occidentală etc.), China cheltuind considerabil mai mult în această direcție decât America de nord și Europa de vest luate împreună.

Cu toate acestea, procesul continuă: pentru a susține creșterea economică, începând din februarie 2014, în China s-au aprobat proiecte noi de infrastructură în valoare totală de încă cel puțin 1 800 mld. RMB (290 mld. USD). În 2015, investițiile chineze în infrastructuri au crescut viguros, cu 17,2%, iar anul 2016 este din nou martorul lansării unor proiecte infrastructurale uriașe, motivate atât de imperativul susținerii ritmului prevăzut al creșterii economice, cât și de nivelurile conjunctural scăzute ale prețurilor materiilor prime și ale dobânzilor. Astfel de pildă, numai în domeniul transportului feroviar de mare viteză, China și-a propus ca până în anul 2030 să aducă rețeaua sa de 19 000 km – deja mai lungă decât suma tuturor rețelelor celorlalte țări ale lumii – la un total de 45 000 km, organizați în opt coridoare nord-sud și opt est-vest, astfel încât să lege toate orașele țării în care locuiesc mai mult de 500 000 de locuitori. Potrivit unor specialiști locali⁹, acest proiect va conduce la crearea unui însemnat excedent de capacitate de transport, simultan cu majorarea corespunzătoare a îndatorării și creșterea dificultății de achitare a creditelor (Caixin, 2016).

Bula economică nr. 4: sectorul creditării

Potrivit cifrelor oficiale, în anul 2015 investițiile încă reprezentau un quantum important (43.3%), deși în scădere, din produsul intern brut chinez (FMI, 2016). Din păcate, problemele pe care au părut să le rezolve acestea în ultimii ani (susținerea creșterii economice, a creării noilor locuri de muncă) încep să pălească în relevanță comparativ cu riscurile pe care le crează

⁸ Circa 6 774 mld. USD, la un curs de 1 USD=6,2 RMB

⁹ Zhao Jiang, profesor la Beijing Jiaotong University (<http://english.caixin.com/2016-07-21/100968874.html>)

și acutizează continuarea investițiilor la proporțiile enunțate, în condițiile unei alocări distorsionate și a creșterii fulminante pe care o imprimă creditării.

Ineficiența investițiilor este una dintre problemele cele mai severe ale economiei chineze devenită tot mai vizibilă și la nivel macroeconomic, unde oricine vede indicatorii se poate întreba de ce investind peste 43% din PIB se obține o creștere din ce în ce mai lentă, pe care tot mai mulți analiști o plasează în marja de 3-5%, și nu la 6,5-7%, unde se situează atât ținta oficială, cât și raportările statistice din primul semestru 2016 (6,7%)? Acest fapt nu poate sugera altceva decât o profitabilitate marginală extrem de scăzută, sau chiar negativă (Wolf, 2015).

Într-adevăr, există calcule care demonstrează că, pe ansamblu, investițiile din economia chineză dau randamente descrescătoare, astfel că, dacă înainte de criză pentru a genera o unitate valorică de produs intern brut erau necesare investiții de 2,5 unități, în prezent sunt deja necesare investiții de 5,5 unități. De aceea, analiștii consideră că ***nu atât datoria în sine este cea mai mare problemă pentru China, cât folosirea acesteia pentru a finanța investiții cu randamente descrescătoare*** (Edwards, 2015).

Din perspectiva agravării ineficienței alocării capitalului, *creșterea îndatorării* în economia chineză este cu atât mai nejustificată, dar fenomenul a luat totuși o amploare fără precedent. Începând din anul 2008, când răspunsul Chinei la amenințările crizei globale a constat în derularea unui uriaș program de investiții și stimulare fiscală – ale cărui consecințe negative nu s-au stins încă nici astăzi – s-a deschis calea unui boom al creditării ce pare de nestăvilit, conturând o periculoasă *bulă a îndatorării*. Dacă în anul 2008, creditarea însuma echivalentul a circa 9 000 mld. USD, în doar câțiva ani, până în 2014, aceasta a ajuns la 26 000 mld. USD (Koyfman, 2015), adică la circa 250-260% din PIB, iar prognozele nu întrevăd atingerea punctului de maxim înainte de anul 2018. ***Sectorul corporatist din China continentală se numără printre cele mai îndatorate din lume, iar în cadrul acestuia, cele mai îndatorate sunt companiile de stat, a căror contribuție la creșterea economică este în continuă contracție.*** Partea pozitivă a acestei situații e dată de faptul că denominarea datoriilor este în yuani și că toate datoriile rezultă din relații de împrumut între unități ale statului, fiind implicit garantate de acesta. Partea negativă și periculoasă a acestei stări de fapt decurge atât din nivelul ridicat de dependență a economiei față de credite (întrucât companiile, cu profituri în declin, sunt continuu forțate să facă datorii noi pentru plata serviciului datoriilor vechi), cât și din ritmul accelerat de creștere a îndatorării, care a dus la formarea ***cele mai mari bule a datoriilor din lume, din toate timpurile*** (Edwards, 2015) și din riscul tot mai ridicat de nerambursare a acestor datorii.

Totodată, potrivit lui Pettis (2015), în economie există o *relație care se autosusține, între creșterea îndatorării și declinul creșterii economice*, relație care va fi foarte greu de demontat de către administrația președintelui Xi Jinping. Pe acest temei, Pettis prognozează că ritmul creșterii economice în China va scădea abrupt și că, fără un transfer masiv (dar improbabil) de avuție dinspre sectorul de stat spre cel al gospodăriilor, creșterea medie anuală a PIB nu va putea depăși 3-4% în mandatul președintelui Xi Jinping. În același timp, Michael Pettis apreciază că nu există riscul izbucnirii unei crize financiare în China decât în situația în

care creșterea PIB și a datoriilor rămân la nivelurile curente pentru încă timp de maximum 3-4 ani și susține că un nivel ridicat al îndatorării nu conduce neapărat la o criză – care s-ar putea dovedi preferabilă, pentru că ar forța reforme și soluții dure, dar necesare, deschizând până la urmă calea unui nou ciclu de creștere – ci poate conduce la instalarea pe termen lung a unei stări de „*stres financiar*” cu efecte mult mai severe, care se pot extinde pe multe decenii, plafonând dezvoltarea.

Bula economică nr. 5: Bursele de valori

Bulele speculative sunt un fenomen des întâlnit pe piețele financiare, iar bursele de valori chinezești s-au aflat în 2014-2015 într-o asemenea bulă. Într-o piață imatură și neexperimentată precum cea chineză, în care investitori individuali neavizați intră și tranzacționează instinctual, fără vreun calcul bazat pe informații pertinente, ci mai degrabă după cum se propagă în mulțime o stare sau alta, suișurile și coborâșurile cotațiilor pot fi ample și neașteptate. Cu atât mai mult intervențiile repetate ale unui guvern care vrea să dirijeze mersul unei asemenea piețe pot conduce la efecte nescontate, care riscă să nu mai poată fi stăpânite. Un asemenea episod s-a petrecut în iunie-iulie 2015, când, după 12 luni de creștere exuberantă, bursele de valori chineze au intrat brusc în declin, stârnind panică printre investitori și emoție în cercurile analiștilor internaționali. Bula speculativă s-a spart.

Continuând trendul instaurat încă din vara anului precedent, *bursele de valori chineze*¹⁰ înregistraseră în prima parte a anului 2015 creșteri spectaculoase: Bursa din Shanghai crescuse până în iunie cu 40%, iar cea din Shenzhen, mai mică, dar cu pondere mai mare a operațiunilor speculative, cu 90% (Swanson, 2015). În decursul ultimelor 12 luni anterioare lunii iunie 2015, bursa din Shanghai a crescut cu peste 150%, astfel încât în iunie tranzacționa la cel mai înalt nivel post-criza financiară globală (Stewart, 2015). Pe ansamblu, în intervalul celor 12 luni de creștere exuberantă, aceste piețe au “creat” o valoare de circa 6 500 mld. USD, egală cu circa 70% din produsul intern brut chinez și suficientă, de pildă, pentru a da fiecărui cetățean al globului câte 900 USD, sau pentru a plăti de 20 de ori datoria Greciei (Swanson, 2015). O asemenea creștere, exprimată în dolari, nu a mai fost niciodată înregistrată de vreo bursă din lume pe parcursul a doar 12 luni. În plus, urmare majorării continue a indicilor bursieri, volumele tranzacționate de bursele chineze au crescut la rândul lor foarte accelerat, în ultimele luni din semestrul I/2015 depășind, în anumite momente, volumul cumulată al tuturor celorlalte burse din lume (Stewart, 2015).

Asemenea evoluții excesive semnaleză dezvoltarea rapidă a unei bule speculative¹¹ de proporții uriașe, care mai devreme sau mai târziu se sparge, impunând o inevitabilă și dură

¹⁰ Notă: Dacă nu se precizează altfel, în această lucrare ne referim doar la bursele de valori continentale, din Shanghai și Shenzhen. Bursa din Hong Kong nu este inclusă în comentariu.

¹¹ Într-un sondaj efectuat de banca America Merrill Lynch, 7 din 10 investitori globali considerau că bursa de valori chineză este într-o bulă (<http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/is-the-chinese-stock-market-bubble-about-to-burst-10346773.html>)

corecție a cotațiilor. În cazul de față, corecția – sau cel puțin o parte a ei – a intervenit după 12 iunie 2015, când bursele de valori chineze și-au început declinul vertiginos. În numai trei săptămâni bursa din Shanghai a scăzut cu 30%, iar cea din Shenzen cu 42% (Uren, 2015) ceea ce a condus, în mai puțin de o lună, la pierderi de circa 3 000 mld. USD. Totuși, în contextul creșterii puternice din cele 12 luni precedente, corecția din iunie-iulie a menținut încă acțiuni supraevaluate, iar pe ansamblu indicii bursieri compoziți au rămas încă mult deasupra nivelurilor avute în urmă cu un an. Treptat, însă, spre mai 2016, urmând câtorva pusee turbulente mai mici (mai ales octombrie 2015 și ianuarie-februarie 2016) și pe fondul intervențiilor guvernamentale (a căror adecvare e foarte discutabilă), cotațiile au continuat să coboare (*bear market*) revenit la nivelurile anterioare perioadei de creștere exuberantă (*bull market*).

Bursele chineze Shanghai-Shenzen au devenit în această perioadă piețele cele mai volatile din lume (Swanson, 2015), prin evoluția lor stârnind îngrijorare cu privire la gravitatea și amploarea implicațiilor negative pe care le pot genera și la potențialul de a declanșa o recesiune globală. Încercând să stopeze căderea cotațiilor și să limiteze consecințele interne și externe generate de aceasta, guvernul chinez a intervenit masiv cu o serie de măsuri care au stabilizat, în cele din urmă, piața, dar au și ridicat numeroase întrebări privind justificarea unei asemenea intervenții și gradul real de angajament al conducerii chineze în reforme care să consfințească rolul decisiv al pieței în stabilirea prețurilor și în alocare.

Episoadele de creștere/cădere, chiar abrupte, a cotațiilor bursiere (*boom and bust*) fac parte din manifestările firești ale acestor tipuri de piețe și pot fi mai frecvente în cazul piețelor imature, neexperimentate, precum cea chineză. Unul dintre motivele boom-ului bursei chinezești de valori îl constituie *expansiunea extraordinară a creditului din ultimii ani*, începând chiar din perioada crizei financiare și economice globale. O bună parte a programului de stimulare aplicat atunci a provenit din credite interne și s-a regăsit parțial și în speculații bursiere. Pentru susținerea creșterii economice expansiunea monetară a continuat și ulterior, inclusiv în anii 2013-2014, când s-au aplicat mini programe de stimulare economică ce au inclus și încurajarea creditării prin reduceri succesive ale ratei dobânzii și ale ratei rezervelor obligatorii. Potrivit expertului Derek Scissors, de la American Enterprise Institute, la sfârșitul anului 2014, în China, *masa monetară M2* – care cuprinde totalul banilor aflați la un moment dat în circulație – însuma 20 000 mld. USD, fiind cu 70% mai mare decât cea americană (Swanson, 2015). Precum se întâmplă adesea și în unele economii dezvoltate (SUA, UK), expansiunea monetară a urmărit stimularea economiei, dar a ajuns în cele din urmă să alimenteze speculațiile bursiere.

Pe de altă parte, în contextul reglementărilor restrictive din ultimii ani vizând dezamorsarea bulei imobiliare din economia chineză și urmare evoluțiilor nefavorabile de pe piața imobiliară marcată de exces investițional, exces de capacități, vânzări și prețuri în declin,

s-a produs o reorientare a micilor investitori individuali dinspre investițiile în imobiliare, efectuate în mod obișnuit pentru securizarea economiilor, spre investițiile cu randamente mult mai atractive, de la burse. Această reorientare a devenit și ea unul dintre factorii de susținere a avântului burselor de valori chineze.

O altă tendință care a încurajat creșterea accelerată a burselor (*bull market*) din Shanghai și Shenzhen și dezvoltarea unei bule speculative a constituit-o *amplarea luată de împrumuturile în marjă* (margin lending/debt)¹² care au permis aproape oricui accesul ca investitor la bursă. Valoarea împrumuturilor în marjă a crescut de peste trei ori în numai un an (semestrul 2/2014-semestrul 1/2015), accentuând, în opinia analiștilor, riscul unui crah al bursei de valori, datorită potențialului lor de a accelera căderea cotațiilor odată ce acestea au intrat în declin (Swanson, 2015).

Un rol important în evoluția abruptă a burselor de valori din China continentală l-a jucat totodată și *structura particulară a investitorilor la aceste burse*. Astfel, dacă în cazul burselor occidentale de valori predomină investitorii instituționali, în cazul burselor chinezești ponderea cea mai mare (peste 85%) revine investitorilor individuali (*retail investors*), care sunt, cel mai adesea, total lipsiți de experiență în acest domeniu (Rui, 2015). Seduși de randamentele spectaculoase ale acțiunilor cotate la burse și de perspectiva unei îmbogățiri rapide, dar încurajați și de unele măsuri guvernamentale și de discursurile stimulative ale liderilor lor, interpretate drept garanții, tot mai mulți cetățeni chinezi, majoritatea lipsiți de educație, pregătire în domeniu și informații adecvate, și-au investit, sau, mai degrabă, și-au jucat economiile la ruleta burselor, iar mulți dintre aceștia au făcut și împrumuturi în marjă, sau chiar și-au ipotecat casele pentru a putea specula la bursă. Potrivit Reuters, în lunile mai-iunie 2015, săptămânal, circa 1,4 milioane noi investitori individuali, total neavizați și neexperimentați, își deschideau conturi de titluri de plasament la bursele din Shanghai și Shenzhen. Dintre aceștia, potrivit unui sondaj, cei mai mulți (două treimi) încă nu-și terminaseră liceul, sau erau simplii fermieri (Swanson, 2015) și numai 6% aveau studii superioare (Rui, 2015).

În condițiile în care economia chineză a dat și dă în continuare semnale puternice de încetinire a creșterii pe fondul unor ample eforturi de restructurare, reechilibrare economică și schimbare a modelului de dezvoltare, *evoluția burselor de valori locale relevă o totală decuplare a acestora față de economia reală și pune în evidență rolul minor jucat de ele în finanțarea economiei*, în timp ce investitorii individuali locali privesc bursele mai degrabă ca pe niște cazinouri unde se pot multiplica rapid banii, fie cei proprii, fie cei împrumutați.

În interpretarea unora dintre analiști, bursele în creștere accelerată (bull market) au fost rezultatul deliberat al unei strategii guvernamentale ce urmărea folosirea acestora pentru

¹² Margin lending/împrumut în marjă – împrumuturi luate de către investitorii la bursă de la brokeri sau bănci tip shadow banking pentru a cumpăra/specula hârtii de valoare. Ei acceptă ca, în situația în care prețul acestora scade sub un anumit nivel, brokerul să ceară (margin call) o sumă suplimentară de bani sau alte colaterale la împrumutul dat. De multe ori, pentru a-și achita aceste sume suplimentare, investitorii sunt nevoiți să vândă o parte din acțiunile deținute, ceea ce contribuie la accelerarea căderii prețului acestora, agravând în continuare evoluția propriei investiții și a indicilor bursieri.

dezamorsarea bulei imobiliare, sprijinirea reformei companiilor de stat, stimularea inovării, a dezvoltării serviciilor (mai ales financiare) și, pe toate aceste căi, susținerea creșterii economice (Rui, 2015). Guvernul a emis legi care au liberalizat bursa de valori, au înlesnit accesul diferitelor fonduri locale la investiții în burse și au dat firmelor, pentru prima dată, dreptul să emită și să ofere public acțiuni (Allen, 2015). Urmare acestor reglementări, în numai șase luni un număr record de companii s-au listat la bursele din Shanghai și Shenzhen, rezervate investitorilor locali. În paralel, banca centrală a relaxat politica monetară, încurajând investitorii prin ieftinirea creditului, în timp ce Comisia pentru Reglementarea Valorilor Mobiliare (China Securities Regulatory Commission) a închis ochii la explozia împrumuturilor în marjă, inclusiv a celor luate prin sistemul bancar din umbră (*shadow banking*). Randamentele foarte ridicate ale celor două burse au atras tot mai mulți speculatori, tot mai multe tranzacții, conducând spre dezvoltarea bulei speculative. *Se poate astfel spune că expansiunea dramatică a bursei chineze de valori a fost propulsată prin intervenție, favorizată conjunctural și neîntemeiată pe fundamente economice, fiind, ca atare, nesustenabilă și ajungând, totodată, să fie deturnată de la scopul legat de reformă și creștere urmărit de guvern, spre goana după câștig individual rapid, obținut prin speculații* (Rui, 2015).

*O a doua secvență a intervenției guvernamentale prin măsuri menite să tempereze, de astă dată, expandarea bulei speculative a titlurilor de valoare și riscurile asociate acestora a contribuit în fapt la declanșarea căderii accelerate a valorii activelor (bear market) și instalarea panicii. Înăspriind reglementările cu privire la împrumuturile și tranzacționarea în marjă - în condițiile în care supraevaluarea titlurilor devenise tot mai evidentă și pe piață se insinua teama că acestea erau deja nesustenabile - guvernul a oferit scânteia care a declanșat corecția pieței. Cotațiile au început să scadă, au urmat apeluri în marjă (*margin calls*), creșterea rapidă a vânzărilor de titluri, panică, accelerarea și mai mare a declinului cotațiilor* (Allen, 2015). Pentru a stopa acest parcurs periculos, guvernul a intervenit dinnou cu seturi de măsuri de stabilizare, care în primă instanță au mărit panica, accelerând căderea, dar ulterior au reușit să calmeze piața.

Intervenția masivă, cu multiple instrumente (Pencea, 2015a), a guvernului chinez, a reușit să stabilizeze în cele din urmă piața, demonstrând că, dincolo de oscilațiile nervoase ale bursei, economia chineză este un organism solid, care poate face față unor asemenea pusee, iar statul dispune de suficiente resurse și instrumente pentru a stăpâni episoade precum acesta. Nu mai puțin adevărat este însă și faptul că asemenea situații repun pe tapet necesitatea reformării sistemului financiar chinez, care este încă prea puternic dominat de stat și de practici lipsite de transparență.

Episoade precum acesta constituie manifestări în mare măsură firești într-o economie în transformare în care capitalismul capătă o pondere tot mai mare și fac parte, în cele din urmă, din procesul de învățare pe care îl parcurge economia și societatea chineză în căutarea drumului spre prosperitate. Pentru guvernul chinez și pentru investitorii locali există cel puțin o lecție foarte importantă de învățat în urma acestui episod al inflamării și spargerii unei bule economice, aceea că bursele sunt destinate finanțării pe termen lung, nu speculațiilor, iar forța

pieței libere trebuie respectată. Excesul intervenționist din partea guvernului, dar și excesul de investiții speculative deturneză și denaturează rolul bursei de a stabili premii de risc și prețuri, ca semnale prețioase pentru o alocare optimizată a resurselor în economie.

Bula economică nr. 6: Firmele de stat

Deși nu mai reprezintă cea mai mare parte a economiei, companiile de stat încă realizează circa 40% din PIB, funcționând în zeci de industrii și asigurând locuri de muncă pentru zeci de milioane de cetățeni. De cele mai multe ori acestea sunt companii foarte mari, care dețin poziții de monopol sau oligopol și care, manifestând numeroase rigidități, au probleme de adaptare la evoluțiile piețelor. Pe acest fond, coroborat cu accesul preferențial la credite ieftine, diferitele înlesniri și scutiriri de obligații de care se bucură, slaba responsabilizare pentru felul în care folosesc fondurile primite, sau pentru performanțele lor tehnico-economice, ***companiile de stat sunt mai inflexibile, mai puțin creative și mai slab performante decât cele private, ceea ce constituie o problemă serioasă pentru economie, cu atât mai mult cu cât ele sunt, totodată, și cele mai îndatorate dintre societăți.*** În optica lui Denoon (2015), ***inflexibilitatea lor recomandă companiile de stat pentru includerea în lista surselor celor mai probabile de a genera bule economice.***

Din perspectiva managementului lor, trebuie arătat că aceste companii sunt conduse de importanți lideri de partid și apropiați ai cercului puterii, constituind sursa îmbogățirii și consolidării puterii acestora. De aceea, restructurarea și redimensionarea lor, nemaivorbind de lichidarea vreunora dintre ele, va fi greu de acceptat și realizat. În consecință, lipsa competitivității lor internaționale reale și îndatorarea excesivă vor aduce, probabil, aceste firme, în situația de a fi salvate de stat (Denoon, 2015), un mecanism cunoscut, de altfel, și pe alte meridiane, prin care sunt socializate pierderile, după ce de profituri au beneficiat doar niște aleși.

Dacă în mandatul său, premierul Zhu Rongji a avut atât curajul, cât și puterea de a privatiza masiv, a ajusta și consolida sectorul companiilor de stat¹³, deschizându-i drumul spre eficientizare, administrațiile care s-au succedat ulterior la guvernare au diluat rezultatul eforturilor acestuia și au permis acestor companii să revină la vechile dimensiuni și metehne. Ca și în cazul bulelor din imobiliare sau infrastructuri, și în privința sectorului de stat și a distorsiunilor pe care le determină acesta în economie soluțiile sunt în general cunoscute, dar ele sunt greu de aplicat și întâmpină opoziții puternice. Ca atare, rămâne de văzut în ce măsură actualii lideri le vor putea impune.

Bulele economice nr. 7 și nr. 8: Investițiile excentrice și consumul de lux

Când banii ieftini abundă într-o economie, când averile uriașe s-au acumulat fără efort, când anumite categorii sociale ating etapa în care fie simt că trebuie să-și demonstreze traiul

¹³ Între anii 2001-2004, numărul de companii de stat a fost redus cu 48% (Colombo, 2015)

abundent și poziția socială nou câștigată, fie chiar au depășit această etapă și caută să se remarcă prin gesturi ieșite din comun, atunci tind să crească exponențial anumite segmente de activități precum *consumul de lux și/sau investițiile unicate sau chiar excentrice*, în țară, dar, tot mai mult, și în străinătate. China a devenit o piață importantă pentru produse de lux și mărci exclusiviste – produse de modă, bijuterii, mașini sofisticate produse în serii foarte scurte, voiaje scumpe în zone exotice, etc. – dar și o sursă pentru investiții externe de valori ridicate în obiecte de artă, castele, hoteluri și stațiuni de lux, diverse clădiri celebre prin valoarea lor istorică și/sau arhitectonică.

Aceste vânzări implică prețuri mari și în creștere, semnalând situația formării rapide a unor bule economice, pe care ne permitem să le numim “*de nișă*” - *luxury bubbles / bule ale luxului; art bubbles / bule ale pieței de artă; wine bubble / bulă a vinului*, etc. – fapt pentru care ***explozia consumului de lux este considerată chiar un indicator destul de corect al apariției unor bule în economie***. Acestor situații li se mai adaugă și cea a cheltuielilor și investițiilor excentrice, care generează așa-numitele *bubble drunk / bule generate de minți amețite* (într-o traducere foarte liberă): tortul de nuntă de aproape o jumătate de million de dolari, sticla de whiskey rar și vechi luată cu 200 000 USD dintr-un duty free din Singapore, taxa de 800 USD pentru folosirea toaletei într-un club exclusivist, proiectele copierii integrale pe tărâm chinezesc a unor localități austriece, americane sau britanice (Colombo, 2015). Toate ***acestea semnalează un exces de bani obținuți ușor, a căror valoare în scădere se reflectă în prețuri explozive, chiar absurde și oricum nesustenabile, așa încât, când acestea vor atinge un punct limită, un stimul minor le va putea atrage prăbușirea, odată cu spargerea bulei inflamate peste măsură***.

Bula economică nr. 9: Comerțul electronic?

China se află în plină revoluție digitală, iar desfășurarea acesteia este extrem de rapidă. Cu vânzări totale de peste 314 miliarde USD reprezentând deja 35% din comerțul electronic global, în anul 2013 China a detronat Statele Unite (255 miliarde USD), plasându-se în vârful ierarhiei mondiale a comerțului online. De atunci ocupă această poziție în continuare, și, date fiind premisele puternice care susțin expansiunea pe mai departe a sectorului, este foarte probabil ca supremația ei în acest domeniu să nu fie amenințată prea curând. Este în prezent atât țara cu cel mai mare număr de utilizatori de internet (705,9 milioane în 2015, reprezentând 21,1% din totalul mondial, și 721,4 milioane estimări pentru 2016), cât și cea mai mare piață pentru comerț electronic (589,6 miliarde USD, în 2015) (ILS, 2016) (Internet Retailer, 2016). Piața chineză de retail online este cu 40% mai mare decât cea americană, iar împreună cu aceasta reprezintă peste 55% din comerțul electronic mondial total (De Bie, 2015).

Toată această expansiune s-a produs într-un timp extrem de comprimat, în cei doar câțiva ani scurși între 2008-2013, în care ritmul mediu anual de creștere a comerțului electronic a depășit și +70%, urmând a se tempera până în anul 2017 la o creștere medie anuală, încă importantă, de +25%. Companiile din offline, dar și firme complet noi au condițiile, motivația și susținerea guvernului prin reglementări, pentru a trece total sau parțial, sau a iniția activități

noi în mediul electronic. Guvernul speră că prin încurajarea comerțului electronic va stimula atât consumul, cât și exportul, susținând simultan două componente ale creșterii PIB și totodată dezintermedierea economiei și orientarea ei către activități în ascensiune și cu valoare adăugată mai mare. Pentru companii, fie ele deja active, fie start-up-uri, piața pare deosebit de promițătoare, așa că sunt întrunite condițiile unei evoluții tot mai efervescente.

Întrebarea care se conturează este dacă și când se va putea sesiza virajul acestei evoluții benigne către formarea unei bule a comerțului online în China. Experiența istorică practică demonstrează că la debut toate marile bule economice sunt activități complet legitime, a căror dezvoltare explozivă are impact pozitiv asupra creșterii economice. În SUA anilor 1920 (*the Roaring Twenties*), dezvoltarea radioului, a industriei automobilului și a sistemului producției de masă au generat atât boom-ul economic, cât și bula a cărei spargere a precedat marea criză din 1929. Bula economică din Japonia anilor 1980 a luat amploare pe seama miracolului economic postbelic susținut de răspândirea cuceririlor din sfera electronicii și a tehnologiilor de prelucrare industrială. Bula dot.com a evoluat pe fundalul dezvoltării erei informaticii, care a revoluționat societatea în nenumărate moduri, dar a creat și oportunitatea formării unei bule periculoase.

„Faptul că toate aceste perioade de expansiune economică au pornit legitim nu le-a împiedicat să evolueze către bule care s-au spart, în cele din urmă, cu efecte dezastruoase.” (Colombo, 2015). Din păcate identificarea din vreme a cursului spre formarea unei bule economice rămâne dificilă și uneori chiar și recunoașterea unei bule deja existente constituie o problemă. Tot dificilă și plină de riscuri este și dezamorsarea acestora, mai ales atunci când ființează mai multe simultan, eventual correlate, așa cum se întâmplă în China actuală. Campania anti-corupție a președintelui Xi a înregistrat ceva succese în restrângerea unora dintre aceste bule, dar rezolvarea tuturor ar crea mari riscuri, în primul rând pentru partidul comunist, iar acest fapt face improbabilă o abordare atât de radicală. Pe de altă parte, toată expunerea de mai sus relevă fără putere de tăgadă o serie de mari vulnerabilități ale economiei chineze, care pot deveni pietre de încercare dificile în mersul acesteia pe calea reformelor pentru reechilibrare economică, performanță, competitivitate și nivel de trai în creștere în țara cu cea mai mare populație de pe glob. Și atunci ele nu vor mai putea fi evitate.

2. Noua normalitate și mizele ei

2.1 Criza globală – catalizator al reformelor

Nicio strategie sau model de dezvoltare, oricât de performant, nu poate fi urmat la nesfârșit, așteptând repetarea continuă, pe o nouă spirală, a *miracolului* creșterii. Modelul economic bazat pe investiții și export a servit foarte bine, sub multe aspecte, economia chineză, în efortul *prinderii din urmă* a țărilor dezvoltate, dar și-a atins în mod evident limitele. Situația nu este nouă și nici necunoscută liderilor chinezi întrucât semnalele receptate din economie, și anterior, și mai ales după declanșarea crizei economice globale, indică de ani buni, cu claritate, o evoluție tot mai dezechilibrată, mai nesustenabilă și mai plină de riscuri, așa cum reiese și din

tabloul schițat mai sus. Toate cele prezentate până în acest punct vorbesc, până la urmă, despre un model de dezvoltare perimat, devenit puternic inadecvat situației actuale a economiei chineze, un model care, după ce a fost util și benefic economiei chineze, a ajuns în etapa în care îi face mai degrabă rău. Ca atare trebuie schimbat (Pencea, 2015b).

Conform lui Pettis, “*O creștere accelerată este întotdeauna dezechilibrată, și, în cele din urmă, sensul ei trebuie inversat.*” De obicei țările reușesc să pună în practică politici inteligente, dar eșuează atunci când ar trebui să le schimbe pentru că au devenit nefuncționale. Politicile bune dezvoltă instituții de care beneficiază anumite grupuri de interese, iar acestea, devenite foarte puternice politic, se opun schimbării. Este ceea ce s-a întâmplat în toate țările care au trăit *miracolul creșterii prin investiții* și se întâmplă și în China (Huebscher, 2015).

Deși liderii chinezi au inclus reechilibrarea economică printre obiectivele majore ale planurilor cincinale, atât în 2006-2010, cât și în 2011-2015, pașii făcuți în direcția reformării modelului economic au fost mai degrabă ne semnificativi înainte de schimbarea conducerii țării, în 2013. Până atunci, deși obiectivele majore pe termen lung privind stimularea consumului intern, dezvoltarea sectorului serviciilor cu valoare adăugată ridicată, asigurarea ascensiunii pe scara tehnologică a sectorului de prelucrare industrială, fuseseră clar formulate și catalogate drept cruciale, nu deveniseră în realitate altceva decât ceea ce le spunea chiar numele, *obiective pe termen lung*, în timp ce preocupările curente se legau mai degrabă de asigurarea locurilor de muncă și a liniștii sociale pe care reformele economice menite să ducă la schimbarea modelului de dezvoltare le-ar fi subminat (Stratfor, 2015).

Criza globală a schimbat brusc această atitudine, forțând China să accelereze schimbarea unui model puternic înrădăcinat în reprimarea sistematică a consumului privat, cu un altul, diametral opus conceptual, care mizează tocmai pe activarea consumului gospodăriilor. Schimbând complet și brusc întreg contextul internațional, criza a pus în lumină faptul că nu se traversează doar o scută convulsie economică declanșată într-una din marile economii ale lumii, ci că, pentru toată lumea occidentală avansată a debutat o perioadă de creștere foarte lentă și chiar stagnare, care se va putea întinde pe foarte mulți ani. În aceste condiții, în cazul Chinei - puternic integrată mediului economic internațional și cu mare expunere către cel occidental - măsurile intervenționiste din timpul crizei trebuiau să fie urmate de strategii mult mai ambițioase și mai riscante de reformă profundă.

Totodată, criza impunea și constrângeri severe de timp în privința transformărilor ce aveau să fie întreprinse, a căror scară era și încă este, evident, enormă. Potrivit analiștilor Stratfor, “*Dacă China ar fi putut face gradual trecerea de la situația de economie exportatoare de mărfuri ieftine, la cea de economie bazată pe consum, într-un context de creștere globală puternică, situația sa economică și probabil și cea socială și politică ar fi fost diferite astăzi. Ceea ce este acum China, presiunile unice și riscurile pe care le întâmpină au fost, sub multe aspecte, forjate între anii 2008-2009 de evenimente și motivații interne ale Chinei. ...moștenirea perioadei 2008-2009 și deciziile pe care liderii chinezi au fost forțați să le adopte atunci sunt impregnate, practic, în toate aspectele politicii economice actuale, inclusiv în comportamentul și interesele sale internaționale.*” (Stratfor, 2015). Desigur, o tranziție graduală, într-un mediu

global prielnic ar fi fost, poate, preferabilă, dar chiar s-ar fi produs? Realitatea ne arată că într-un mediu mult mai blând decât astăzi, deși conștienți de necesitatea schimbării, liderii chinezi nu au făcut, defapt, aproape nimic.

2.2 “Noua normalitate” cu caracteristici chinezești: care sunt mizele?

Declinul ritmului de creștere al economiei chineze este evident, incontestabil și, în cele din urmă, firesc și chiar dezirabil. Față de un moment de vârf, nu prea îndepărtat în timp, când acesta depășea 14% (2007), în 2014 el a ajuns aproape la jumătate (7,3%), iar tendința descendentă continua (6,9%, 2015, 6,7% sem.1/2016). Dacă numeroși analiști și chiar economiști celebri, precum Paul Krugman, își manifestau pesimismul afirmând că economia chineză e „...pe cale să se lovească de Marele Zid”, mulți alții, și printre ei desigur și liderii chinezi, văd în acest declin „noua normalitate”, o sintagmă preluată de președintele Xi de la Mohamed El-Erian¹⁴, dar adaptată conceptual situației actuale a economiei chineze.

Produsul intern brut chinez a depășit, începând din 2014, 10 000 mld. USD, iar o creștere anuală de 10% ar însemna ca în 2015 să mai fi adăugat acestei sume încă 1000 mld. USD, o sumă cu mult mai mare decât întregul PIB al unor țări bogate. O asemenea creștere este clar nesustenabilă, dacă ne gândim chiar și numai ce înseamnă ea în consum de resurse, sau ca impact asupra mediului. Evident, nu există alt drum decât acela al unei creșteri economice mai temperate, cu atât mai mult cu cât, un ritm anual al PIB de 6-7% în anii următori echivalează în termeni reali cu plusuri mult mai consistente decât cele asigurate prin creșterile de 10% înregistrate anual cu un deceniu, două în urmă. În plus, îmbătrânirea populației și epuizarea dividendului demografic, împovărarea cu datorii a companiilor și a administrațiilor locale, creditele neperformante care grevează băncile, unitățile industriale îmbătrânite și poluante, corupția endemică și presiunile grupurilor de interese, constituie toate o moștenire grea, care frânează creșterea și face reechilibrarea economică extrem de dificilă (Arredy & Wei, 2015).

Pe de altă parte, decelerarea creșterii este un proces nu doar obiectiv, ci și dezirabil, urmărit în mod deliberat prin politici, dintr-o dublă perspectivă (BIRD, 2015). Pe termen scurt, el reflectă rezultatul politicilor ce vizează încetinirea creșterii creditului, punerea sub control a sistemului bancar din umbră (*shadow banking*), limitarea îndatorării administrațiilor locale și reducerea capacităților excedentare din industrie, politici adresate, prin urmare, vulnerabilităților exacerbate după criza financiară din 2008. Pe termen mediu, o creștere economică mai lentă este o opțiune adecvată transferului gradual de accent de la prelucrarea industrială la servicii, de la investiții la consum și de la export la consumul intern, în cadrul modelului economic chinez.

Ceea ce intervine nou în dezbaterea internațională despre creșterea economică a Chinei – un proces cu impact direct asupra multor economii naționale și a celei globale în ansamblul

¹⁴ Mohamed El-Erian, CEO al firmei de investiții globale PIMCO, a lansat termenul de „nouă normalitate” pentru a descrie refacerea dureroasă a occidentului în urma crizei economice globale izbucnite în 2008.

său – este o neîncredere tot mai mare și mai fățiș exprimată față de cifrele oficiale chineze și, pe cale de consecință, dezvoltarea unei adevărate “industrii” paralele (*cottage industry*¹⁵), care calculează prin diferite metode care ar putea fi în realitate valoarea acestui indicator. Ceea ce merită să fie remarcat, indiferent de metodele practicate și de corelațiile făcute, este un fapt care dă categoric de gândit: mai toate rezultatele obținute de diferiți analiști, centre de cercetare sau profesori, se situează în marja de 3-4% pentru diferite perioade-test din 2015, adică aproximativ la jumătatea cifrelor anunțate oficial.¹⁶

În mai 2014, Xi Jinping a lansat sintagma *noii normalități* a economiei chineze - devenită între timp o mantra a momentului – acordându-i un înțeles diferit: acela al unei reechilibrări economice cruciale pentru China, care presupune ritmuri mai sustenabile de creștere, o diversificare a economiei către activități cu valoare adăugată mai mare, cu accent pe aspectele calitative și inovative ale acestora și urmărind o distribuție mai echitabilă a beneficiilor creșterii în rândul populației. Totodată, în înțelesul dat de președinte, noua normalitate înseamnă pentru China și riscuri noi, ce reclamă noi reforme, o administrație mai eficientă și instaurarea *domniei legii*, iar în centrul strategiei pentru o creștere moderată și sustenabilă, acesta plasează modernizarea structurii economice și inovarea, în condițiile asigurării unui *rol decisiv* al piețelor în alocarea resurselor și asigurarea creșterii economice.

În concepția liderilor chinezi, mizele în jurul cărora se structurează perioada *noii normalități* - încare economia este de așteptat să tranziteze către un alt model de dezvoltare, în condițiile decelerării creșterii și reformării profunde a fundamentelor economice – se referă cel puțin următoarele aspecte (Pencea, 2015b):

(i) Schimbări în relația guvern/piață cu impact semnificativ asupra alocării resurselor în economie, în sensul în care piața va căpăta un „*rol decisiv*” în acest proces, în timp ce guvernul va face un pas înapoi, concentrându-se, în schimb, pe menținerea ordinii sociale, reglementare, corectarea eșecurilor pieței și promovarea reformelor;

(ii) Guvernare pe baza legii, nu prin intermediul relațiilor informale dintre mediul de afaceri, diveși oficiali și instituții ale statului (*guanxi*) (Xingdong, 2015) și continuarea luptei anti-corupție;

(iii) Ritmuri de creștere mai joase, abandonarea preocupării pentru stabilirea și urmărirea țintelor cantitative și focusarea pe sursele noi de obținere a calității creșterii și a avantajelor competitive;

(iv) Reducerea cotei investițiilor interne în PIB, creșterea pe mai departe a investițiilor chineze în străinătate și încurajarea internaționalizării companiilor autohtone;

¹⁵ *cottage industry* = industrie artizanală

¹⁶ De pildă: Lombard Street Q2/2015: 3,7% (oficial 7%); Conference Board/Hitotubashi: 2015 3,8% (oficial: în jurul a 7%); Capital Economic/ firmă londoneză de cercetare: Iulie 2015: 4,1% (Arredy & Wei, 2015)

(v) Îmbunătățirea distribuției avuției de o manieră mult mai echitabilă, ca precondiție a creșterii consumului;

(vi) Conceperea și punerea în operă a numeroaselor reforme, dificile și complex interconectate, pe care le reclamă procesul de reechilibrare a dezvoltării în plan economic, social și geografic.

Oficialii chinezi pretind că în condițiile noii normalități economia va deveni mai sănătoasă și mai dreaptă, cu o structură optimizată, calitate îmbunătățită, bunăstare socială ameliorată și “...*va face progrese în refacerea mediului natural după decenii de poluare nesăbuită*” (Kaiman & Stewart, 2015).

Strategia îndrăzneță a noii conduceri chineze lansată la finele anului 2013 și toate celelalte strategii și politici ulterioare ale *noii normalități*, ar trebui să reseteze funcționalitatea economică, sustenabilitatea și dinamismul creșterii și să evite atât o aterizare brutală a economiei, cât și blocajul ei în *capcana venitului mediu*.

Spre deosebire de predecesorii săi, președintele Xi Jinping și-a asumat controlul economiei, domeniu de responsabilitate tradițional al premierului, dar până în prezent – apreciază unii analiști – ideile sale economice au rămas doar simple exprimări politice, fără a se transfera în acțiuni concrete. El și-a folosit mai degrabă energia în lupta anti-corupție, dezvoltarea armatei, a relațiilor externe și susținerea puterii partidului (Arredy & Wei, 2015). Asemenea critici, încă rare, este de așteptat că se vor înmulți pe măsură ce rezultatele obținute de administrația actuală vor fi tot mai greu de aliniat expectațiilor. Potrivit demonstrațiilor lui Pettis, explozia îndatorării în paralel cu declinul creșterii economice erau procese inevitabile în condițiile economice date, iar dificultatea demontării relației de autoalimentare dintre cele două e cu mult subestimată. „*Aceste evoluții s-ar fi produs oricum, indiferent ce ar fi făcut administrația lui Xi – spune Pettis – iar administrația va fi acuzată, cu totul pe nedrept, de incompetență.*” (Pettis, 2015).

3. Provocările și riscurile reechilibrării economice

În fața noilor lideri chinezi se află trei mari grupuri de probleme de rezolvat pe cât posibil cu mai multă abilitate și celeritate: (i) soluții pentru moștenirea rezultată din excesele financiare ale trecutului, fără a declanșa o criză financiară; (ii) reformarea economiei astfel încât dependența acesteia față de investiții de mare volum să scadă substanțial, în paralel cu sporirea dependenței ei față de consumul intern privat și public, de bunuri și servicii; (iii) realizarea tuturor celor necesare rezolvării punctelor (i) și (ii), simultan cu susținerea dinamismului cererii agregate (sau, altfel spus, fără ca aceasta să aibă de suferit).

Liderii chinezi nu par să fi pus la punct o cale de a rezolva cu bine această triplă provocare (Wolf, 2015a). Modul inadecvat în care autoritățile chineze au reacționat la convulsiile bursiere din iulie 2015 și deciziile insuficient pregătite din august privind devalorizarea yuanului au demonstrat o stângăcie neașteptată, care a surprins negativ

comunitatea internațională și a zguduit încrederea acesteia în capacitatea liderilor chinezi de a administra în bune condiții o tranziție deosebit de dificilă și riscantă, atât pentru China, cât și pentru restul lumii.

Acesta este și unul dintre motivele pentru care, suspiciuni mai vechi legate de inexactitatea statisticilor chineze și a indicatorilor oficiali anunțați de autorități sunt în prezent exacerbate, iar mulți dintre cei care urmăresc evoluțiile din această țară văd aici un risc important, temându-se că decelerarea creșterii este mult mai rapidă decât era de așteptat și decât recunosc autoritățile chineze că ar fi, suspectându-le că ar fi scăpat într-o anumită măsură controlul asupra mersului economiei. Aceste temeri iau o amploare cu atât mai mare cu cât se știe că, de regulă, orice economie emergentă este foarte greu de scos, fără turbulențe importante, de pe un traseu nesustenabil (dependența de pârție), iar guvernele aflate într-o atare situație trebuie să aibă abilitatea de a reacționa în așa fel încât să nu sporească prin acțiunea lor dezechilibrele interne și globale (Wolf, 2015b).

Marea provocare economică dar și politică ce revine guvernului chinez în perioada actuală ține de felul în care acesta va putea găsi, fără traversarea unei corecții destabilizatoare majore, calea tranziției de la o economie pusă în mișcare timp de decenii prin aport de inputuri, spre o economie propulsată de puterea de cumpărare a cetățenului de rând (Stratfor, 2014). În același sens, Wolf consideră că cea mai serioasă preocupare a analiștilor ar trebui îndreptată nu spre evenimente punctuale puțin relevante, ci către capacitatea autorităților chineze de a asigura tranziția de la o economie propulsată prin investiții, la una dominată de consum, susținând, în același timp, creșterea cererii agregate. „*Dacă vor reuși acest lucru – afirmă el - atunci și economia va putea susține creșteri de 6-7%. Dacă nu vor reuși, atunci va apărea amenințarea instabilității economice și politice*” (Wolf, 2015a). Dintr-o perspectivă mai optimistă, Zilobotti (2015) apreciază că, dacă totul merge bine în privința reformelor, China va putea crește cu 5-6% anual pe parcursul următorului deceniu, ceea ce ar aduce populația acesteia la un nivel mediu de trai asemănător celui din Portugalia sau Polonia de azi, în timp ce coasta estică va fi, în acest scenariu, la fel de dezvoltată și cu un standard egal celui din țările vest-europene cele mai dezvoltate în prezent. Cu alte cuvinte, *visul chinez* s-ar putea materializa! În schimb, Pettis are convingerea că, dacă creșterea îndatorării continuă ca și până în prezent pentru încă trei, patru ani, atunci creșterea PIB nu va mai putea depăși 3-4% anual.

China își propune să redimensioneze componentele PIB – “*să reformeze cifrele*”, potrivit lui John Minnich – încercând, pe de o parte, să pornească de la un consum cu pondere foarte scăzută în PIB (34-35%) pe care să-l ridice foarte mult, iar pe de altă parte, să reducă, simultan, dependența extrem de mare a economiei față de investiții (47-48% din PIB), proces a cărui înfăptuire a durat decenii în alte țări, dar pe care China încearcă să-l realizeze în timp extrem de scurt, de numai câțiva ani. Mai mult, susține Minnich, ceea ce urmează să se încerce nu este doar schimbarea ponderii componentelor PIB, ci și a modului în care componentele regionale ale economiei Chinei funcționează împreună. În acest sens, prin investiții în infrastructuri și urbanizare, guvernul se străduiește deja de câțiva ani să implice mai mult în economie cele aproape 700 de milioane de locuitori din regiunile centrale și vestice ale țării în

speranța că va pune astfel bazele „...unei economii întemeiate pe consum și valoare adăugată ridicată, unificată la nivel național.” (Stratfor, 2014)

Reformarea cifrelor, cum o numește Minnich, nu este, însă, un lucru simplu de realizat. *Investițiile*, de pildă, nu pot scădea prea mult și prea brusc, fără să genereze efecte negative interne și externe importante. În plus, însăși aplicarea unora dintre strategiile de reformă și reechilibrare economică presupune investiții noi (pentru dezafectarea unor capacități productive uzate moral, pentru limitarea excedentului din anumite industrii, dezvoltarea serviciilor, a cercetării-dezvoltării și activităților inovative, a bunurilor publice, pentru depoluare și industrii verzi, pentru orice fel de modernizări, etc.) ceea ce înseamnă că vor exista presiuni care vor forța în sus, în mod obiectiv, cheltuielile cu investițiile. La toate acestea se adaugă și presiunile subiective, ale grupurilor de interese care au profitat în trecut de boom-ul investițional pentru a se îmbogăți și nu vor admite cu ușurință o schimbare de trend, ci, dimpotrivă, vor presa pentru noi și noi proiecte.

În fine, după cum constatăm din evoluțiile curente, guvernul încă mai apelează substanțial la programe de stimulare investițională pentru a susține creșterea, iar banca centrală reduce în mod repetat rata depozitelor obligatorii și dobânzile de referință pentru a-i stimula pe întreprinzători să investească. În aceste condiții investițiile, încă reprezintă peste 43% din PIB, una dintre cele mai ridicate cote din lume și nu-și vor scădea foarte rapid participarea la creșterea economiei chineze. Impactul acestui trend se va regăsi, din păcate, și în continuarea ascensiunii aproape nestăvilite a creditului și îndatorării.

Pe de altă parte, într-o economie dinamică, structurată ca un sistem de organisme și rețele interconectate, dificultatea ajustării modelului economic rezultă și din faptul că oricare dintre măsurile de reformă riscă să declanșeze efecte nedorite în lanț, în alte zone ale economiei. Astfel, reducerea investițiilor într-o ramură poate presa reformarea unor industrii din amonte, împovărate de excedente de capacități productive (ca, de pildă, industriile oțelului, cimentului, aluminiului, sticlei, etc.), eventual dotate cu tehnologii uzate moral și/sau fizic. Restructurarea acestora va genera șomaj și nemulțumiri sociale, urmând ca, mai departe, pierderea locurilor de muncă să se reflecte în reducerea veniturilor disponibile ale familiilor disponibilizate și, în cele din urmă, în reducerea consumului acestora, obținându-se în final un efect contrar celui urmărit, respectiv reducerea cererii agregate și a rolului consumului ca motor al creșterii. În cele din urmă, reducerea consumului poate determina chiar și reactivarea dependenței față de export, din nou inversul scopului urmărit de strategiile de reechilibrare.

Creșterea consumului ca pondere în PIB nu este nici ea mai simplu de obținut, fapt demonstrat de realitatea deceniilor trecute, când consumul a crescut permanent cu 7-8% anual, dar, acest ritm, situându-se sub cel al creșterii PIB (10%), a făcut ca participarea consumului la formarea PIB să intre în declin (ca pondere), ajungând la unul dintre cele mai joase niveluri din lume (34%). Populația nu poate fi forțată să consume și chiar stimularea consumului prin creșterea veniturilor disponibile – măbind salariile, pensiile, dobânzile la depozitele de economii, acordând înlesniri fiscale, etc. –, sau prin asigurarea accesului cât mai multora la

consumul unor bunuri publice gratuite (învățământ, sănătate), nu se reflectă imediat și nici proporțional în sporirea consumului.

Cu toate acestea, în ultimii ani, deși ponderea sa în PIB oscilează la niveluri încă joase (36%-37%) consumul populației a tins să crească destul de semnificativ în valori absolute, iar nivelul de trai s-a ameliorat mult, mai ales în orașe, unde este masată clasa mijlocie în formare. Din păcate, această creștere nu este încă suficientă pentru a compensa reducerile pe partea investițiilor și a exportului net, astfel încât consumul intern să devină motorul principal al unei creșteri sustenabile pe termen lung. Aceasta este una dintre marile preocupări care frământă conducerea chineză. Îngrijorarea lor în legătură cu o *cerere agregată deficitară* constituie, pe bună dreptate, încă din 2008, anul căderii simultane a principalelor piețe de export ale Chinei, una dintre marile obsesii ale politicii economice și cauza boom-ului investițional alimentat prin credit care a urmat izbucnirii crizei economice globale. Opțiune care s-a dovedit nesustenabilă și, din păcate, potențial periculoasă pe termen lung (Wolf, 2015a).

Creșterea consumului privat poate deveni cel mai important motor al creșterii PIB, dar pentru asta sunt necesare schimbări în economie care să genereze mai multe locuri de muncă și să reducă *economisirea din precauție*, cauzată pe de o parte de insuficiența, inadecvarea și costul serviciilor publice (educație, sănătate), iar pe de altă parte, de lipsa, sau subdezvoltarea sistemelor de asigurări sociale și pensii.

Într-un alt plan, *căderea prețurilor la locuințe prin spargerea bulei imobiliare* constituie unul dintre riscurile potențiale majore, atât pentru economia reală, cât și pentru sectorul financiar-bancar, deși acesta din urmă este oarecum protejat de o contagiune dinspre piața locuințelor, dată fiind subdezvoltarea sectorului ipotecar. Efectul s-ar putea însă propaga, foarte rapid, către multe dintre industriile care au investit în construcții rezidențiale și care ar putea rămâne încărcate, într-un asemenea scenariu, cu mari suprafețe construite, excedentare. Pe de altă parte, prăbușirea prețurilor la imobiliare poate contamina, totuși, și băncile, pe filiera creditării, mai ales pe segmentul imobieliarelor scumpe, de tipul blocurilor de birouri, hotelurilor, mall-urilor, sau altor construcții publice de mari proporții, care nu pot fi realizate fără finanțare prin bănci. Dată fiind contribuția importantă a sectorului imobiliar în PIB chinez (circa 15%), o asemenea situație s-ar reflecta cu siguranță în decelerarea suplimentară a creșterii economice, cu șirul ei de consecințe interne și externe nedorite.

Nivelul înalt al îndatorării constituie poate riscul cel mai ridicat, „...fiind emblematic pentru tensiunile inerente din modelul dezechilibrat și nesustenabil chinez.” (Prasad, 2015). Cum mare parte din datoria chineză – estimată la 250%-260%, sau chiar 282% din PIB, după unele surse (McKinsey, 2015¹⁷) – este finanțată din economisirea internă, ea nu este atât o sursă directă de riscuri de criză în sistem, cât, mai degrabă, o sursă de ineficiențe și risipă în utilizarea capitalului împrumutat, rezultate din sistemului viciat de alocare. Cum statul este cel care, în cele mai multe dintre situații, este el însuși proprietarul părților la un contract de creditare

¹⁷ Structura estimată a datoriilor este după cum urmează (2014): Guvern:55% din PIB; Instituții financiare:65% din PIB; Corporații non-financiare:125% din PIB; Gospodării:38% din PIB (McKinsey, 2015).

neperformant – adică atât al creditorilor, cât și al datornicilor acestora – Prasad (2015) consideră că riscul unui șoc financiar capabil să declanșeze în economie reacții în cascadă – criză financiară, falimente, șomaj, colapsul creșterii, etc - și să contamineze și sistemele din afara ei, este puțin probabil. Pe de altă parte, Pettis susține că expansiunea nesustenabilă a creditului trebuie încetinită, pentru că cea mai mare parte a acestuia merge în investiții, a căror pondere în PIB a ajuns deja la niveluri extrem de înalte, care complică tranziția. În plus – adaugă el, citându-l pe Hyman Minsky – „Țările supra-îndatorate niciodată nu par a crește”, deoarece dependența față de îndatorare pentru a investi conduce la crearea unui mediu economic extrem de volatil (Huebscher, 2015).

Cele câteva aspecte prezentate mai sus sunt departe de a epuiza subiectul, dar pot totuși da o imagine despre complexitatea procesului de reechilibrare economică prin schimbarea modelului de dezvoltare, pot sugera amploarea provocărilor și gravitatea riscurilor pe care le presupune aplicarea politicilor de reformă, pot da măsura profunzimii și a gradului ridicat de intercorelare și influență reciprocă a sistemelor din economia chineză, lăsând să se întrevadă cât de subtilă, bine dozată și optimizată ca succesiune a pașilor trebuie să fie intervenția, pentru a obține reglajul fin al mediului în care piața să poată avea cu adevărat *rolul decisiv*.

Referințe bibliografice:

- Allen, K. (2015, July 8), Why is China's stock market in crisis? , *The Guardian*, <http://www.theguardian.com/business/2015/jul/08/china-stock-market-crisis-explained>
- Arredy, J., Wei, L. (2015 August, 25) – The world struggles to adjust to China's new normal, *Wall Street Journal*, <http://www.wsj.com/articles/the-world-struggles-to-adjust-to-chinas-new-normal-1440552939> ;
- Baker, R. (2015, August, 18) – China's crisis: the price of change, *Stratfor, Geopolitical Weekly*;
- Bingyang, Lu & Feng, Ma, (2016, July, 21) – China to build out 45 000 km high-speed rail network, *Caixin*, <http://english.caixin.com/2016-07-21/100968874.html>
- Colombo, J. (2015) – China's bubble economy or „The China bubble”, <http://www.thebubblebubble.com/china-bubble/> , accesat oct.2015;
- De Bie, R. (2015) – China cross-border e-commerce opportunities for Dutch companies, *Raport al Consulatului Olandei la Guangdong*, Ambasada Olandei la Beijing
- Denoon, D. (2015, September, 15) – Where did China's economy go wrong? , *Foreign Policy*
- Durden, T. (2015 September, 11) – Vizualizing China's mind-boggling consumption of the world's raw materials, *Zero Hedge*, Chart of the Week, <http://www.zerohedge.com/news/2015-09-11/visualizing-chinas-mind-boggling-consumption-worlds-raw-materials>
- Edwards, N. (2015, August, 1) - A \$26 trillion debt problem is crushing competitiveness in China, *Business Insider*, http://www.businessinsider.com/a-26-trillion-debt-problem-is-crushing-competitiveness-in-china-2015-8?pundits_only=0&get_all_comments=1&no_reply_filter=1#comment-55bd689e6bb3f7993c91eba5;
- Goh, B. (2015, April, 10) - INSIGHT- Lovely airport, where are the planes? China's white elephants emerge, *Reuters*, <http://in.reuters.com/article/china-infrastructure-idINKBN0N10M220150410>
- Huebscher, R. (2015, May, 12) – Michael Pettis: the limit to China's growth, *Value Walk*, <http://www.valuewalk.com/2015/05/michael-pettis-china-catch-22/>
- IBRD, (2015, July, 3) – *China Economic Update*, World Bank Group;

- Insights, B. (2015, January, 21) – Making the most of China’s e-commerce boom, *Forbes*, <http://www.forbes.com/sites/baininsights/2015/01/21/making-the-most-of-chinas-e-commerce-boom/>
- IMF (2016) – China total investment % of GDP, *IMF Database*, https://www.quandl.com/data/ODA/CHN_NID_NGDP-China-Total-Investment-of-GDP, accesat 30.07.2016
- ILS (2016) – *Internet Live Stats*, <http://www.internetlivestats.com/internet-users/china/>, accesat 30.07.2016
- Internet Retailer (2016) - <https://www.internetretailer.com/2016/01/27/chinas-online-retail-sales-grow-third-589-billion-2015>, accesat 30.07.2016
- Kaimann, J., & Stewart, H. (2015, January, 25) – Hard times return as China bids to bring its economic miracle to an end, *The Guardian*, <http://www.theguardian.com/world/2015/jan/25/china-bids-bring-economic-miracle-end-hard-times>
- Koyfman, (2015, September, 10) - Chinese debt hits \$26 trillion, *Wealthdaily*, <http://www.wealthdaily.com/articles/chinese-debt-hits-26-trillion/6257>
- McKinsey Global Institute Report (2015, February) – Debt and (not much) deleveraging, *McKinsey Global Institute*, <http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>
- Pencea, S. (2015a) – Turbulențe la bursele de valori chineze. Manifestări, intervenții, consecințe, IEM, *Revista de Economie Mondială* nr. 3/2015 pp 32-42
- Pencea, S. (2015b) – Chinese new normal and some of its outcomes, *Knowledge Horizons*, Volume 7, No. 2, pp. 81–85, P-ISSN: 2069-0932, E-ISSN: 2066-1061, © 2015 Pro Universitaria, www.orizonturi.ucdc.ro
- Pettis, M. (2015, September, 1) – If we don’t understand both sides of China’s balance sheet, we understand neither, *Michael Pettis’ China Financial Markets*, <http://blog.mpettis.com/2015/09/if-we-dont-understand-both-sides-of-chinas-balance-sheet-we-understand-neither/>
- Prasad, E. (2015, April, 22) – The path to sustainable growth in China, *Brookings* <http://www.brookings.edu/research/testimony/2015/04/22-sustainable-growth-china-prasad>
- Rui, O. (2015 July, 13) - How China’s bull market could bleed into its economy, *The Conversation*, <http://theconversation.com/how-chinas-bull-market-could-bleed-into-its-economy-44570>
- Stewart, J.B. (2015, July, 10) - Chinese share market: why China’s economic fundamentals need improving, *Financial Review*, <http://www.afr.com/markets/equity-markets/chinese-share-market-why-chinas-economic-fundamentals-need-improving-20150710-gi9cvu>
- Stratfor (2015, October, 5) – China’s place in the global order, Framing China’s future, *Stratfor Analysis*, <https://www.stratfor.com/analysis/chinas-place-global-order>
- Stratfor (2014, September, 16) – Conversation: managing China’s economic slowdown, <https://www.stratfor.com/video/conversation-managing-chinas-economic-slowdown>
- Swanson, A. (2015, June, 26) - China stock market: five facts that show how the bubble arose – and why it might be bursting, *Independent*, <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/is-the-chinese-stock-market-bubble-about-to-burst-10346773.html>
- Uren, D. (2015, July 13), China’s stock market turmoil reflects profound economic changes, *The Australian*, <http://www.theaustralian.com.au/>
- Wolf, M. (2015a, August, 25) – Why worries about China make sense, *Financial Times*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/edd707ba-4a56-11e5-9b5d-89a026fda5c9.html#axzz3paIb4sXE>
- Wolf, M. (2015, September, 2) – China is still king of commodity consumption, how much does China consume?, *World Economic Forum*, <https://agenda.weforum.org/2015/09/china-king-of-commodity-consumption/>
- Wolf, M. (2015b, September, 1) – China risks economic discontinuity, *Financial Times*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cfe855be-5092-11e5-8642-453585f2cfcd.html#axzz3pp0Xg2nn>
- Xingdong, Chen (2015, March, 17) - What will China’s new normal look like?, *Barron’s*, <http://www.barrons.com/articles/SB52018153252431963983004580523183629881968>

Yao, Yang (2014) – A new normal, but with robust growth: China’s growth prospects in the next 10 years, *Brookings, Think Tank 20, Growth, Convergence and Income Distribution: The Road from the Brisbane G-20 Summit*, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/tt20-china-growth-prospects-yao.pdf>

Zilibotti, F. (2015, June, 19) – China: From investment-led to innovation-led growth, *Finanz und Wirtschaft*, Zurich, <http://www.fuw.ch/article/china-from-investment-led-to-innovation-led-growth/>