



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO E DOUTORADO EM ECONOMIA

RENATO BALDIN FERNANDES

O FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO NA CHINA E SEU PAPEL NO
ENDIVIDAMENTO CORPORATIVO

SALVADOR

2017

RENATO BALDIN FERNANDES

**O FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO NA CHINA E SEU PAPEL NO
ENDIVIDAMENTO CORPORATIVO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento econômico.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Renildo Santana Souza

SALVADOR

2017

F363 Fernandes, Renato Baldin

O financiamento da produção na China e seu papel no endividamento corporativo/ Renato Baldin Fernandes. – Salvador, 2018.

104 f.; il.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Economia. Orientador: Prof. Dr. Antônio Renildo Santana Souza.

1.Economia – China. 2. Política de desenvolvimento. 3. Produção – financiamento. 4. Endividamento. 5. China – Sistema financeiro. I. Universidade Federal da Bahia. II. Souza, Antônio Renildo Santana. III. Título.

CDD: 332



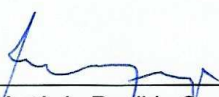
Universidade Federal da Bahia
Faculdade de Economia
Programa de Pós-Graduação em Economia
Mestrado e Doutorado em Economia

TERMO DE APROVAÇÃO


RENATO BALDIN FERNANDES

“O FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO NA CHINA E SEU PAPEL NO
ENDIVIDAMENTO CORPORATIVO”

Dissertação de Mestrado aprovada como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Economia no Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia, pela seguinte banca examinadora:



Prof. Dr. Antônio Renildo Santana Souza
(Orientador – PPGE/ECO/UFBA)



Prof. Dr. Paulo Antônio de Freitas Balanco
(PPGE/ECO/UFBA)



Profa. Dra. Maria Teresa Franco Ribeiro
(UFBA)

Aprovada em 29 de setembro de 2017.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, por serem meus exemplos de vida e companheiros de todos esses anos.

Ao meu irmão, pela parceria de sempre.

A minha esposa, pelo amor e companheirismo de nossa relação.

Ao meu filho, que nasceu durante o mestrado e me transformou em um pai orgulhoso.

Ao prof. Renildo, pela motivação e dedicação com que me guiou pela pesquisa a respeito de tema complexo e repleto de desafios.

A finança pertence ao coração da competitividade do país, a segurança financeira está no centro da segurança nacional e deve se constituir no fundamento do desenvolvimento econômico e social.

Xi Jinping, Secretário Geral do Partido Comunista da China

RESUMO

Este estudo destina-se a descrever o padrão de financiamento da produção na China e sua relação com o recorrente fenômeno de endividamento das corporações chinesas. Através da análise de fatos estilizados, utiliza-se uma metodologia exploratória com base nos conceitos da Economia Política do Desenvolvimento para traçar a evolução do sistema financeiro chinês, identificando o Estado como ator principal no financiamento da acumulação de capital, já que o fornecimento de crédito está bastante concentrado nos grandes bancos comerciais públicos e nos bancos de desenvolvimento. Entende-se que a China está vivendo um período de transição do seu padrão de acumulação, e que uma nova formatação do sistema de financiamento produtivo deve ser montada. O presente trabalho defende que o endividamento chinês, apesar de expressivo e de ter aumentado de volume rapidamente, não representa ameaça ao projeto de desenvolvimento de longo prazo do Estado/PCC.

Palavras-chave: Financiamento da produção. Setor bancário chinês. Endividamento corporativo chinês.

ABSTRACT

This study intends to describe the pattern of production financing in China and its relationship with the recurring phenomenon of Chinese corporations' borrowing. Through the analysis of stylized facts, the study implements an exploratory methodology based on the concepts of Political Economy of Development to trace the evolution of the Chinese financial system, identifying the State as main actor in the financing of capital accumulation, since the supply of credit is heavily concentrated in large public commercial banks and development banks. The study recognizes that China is experiencing a transitional period of its pattern of accumulation, and that a new format of the productive financing system must be set up. This paper argues that Chinese debt, although significant and rapidly increasing in volume, poses no threat to the long-term development of the State / CCP.

Key-words: Production financing. Chinese banking sector. Corporate indebtedness

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 O CRESCIMENTO ECONÔMICO CHINÊS E ALGUMAS ABORDAGENS TEÓRICAS	16
2.1 FUNDAMENTOS MACROECONÔMICOS DO CRESCIMENTO	16
2.2 APORTES TEÓRICOS	28
3 FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO	37
3.1 COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO	37
3.1.1 Componentes do mercado formal	37
3.1.2 <i>Shadow banking</i>	44
3.2 INTERNACIONALIZAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO	46
3.3 BANCOS COMERCIAIS PÚBLICOS E BANCOS DE DESENVOLVIMENTO	49
4 A DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO CORPORATIVO	59
4.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE ENDIVIDAMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO	59
4.2 PERFIL DO ENDIVIDAMENTO RECENTE	67
4.3 ALGUNS IMPULSOS PARA O ENDIVIDAMENTO RECENTE	84
4.4 EXEMPLO HISTÓRICO: FATOS DA REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDAS OCORRIDA ENTRE 1998 E 2002	85
4.5 PROPOSTAS DE POLÍTICAS DE REDUÇÃO DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA	88
5 CONCLUSÃO	95
REFERÊNCIAS	100

1 INTRODUÇÃO

Esta dissertação trata do problema do financiamento, sobretudo do crédito bancário, ao crescimento acelerado da China desde a década de 1980. O estudo deste tema tem evidente relevância para os países em desenvolvimento, como o Brasil, às voltas com problemas de instabilidades financeiras e produtivas. Na China, os principais bancos concentram os ativos bancários, são estatais, contam com extensa poupança, são respaldados pelas políticas do Estado desenvolvimentista chinês e têm uma relação de sustentação fundamental da produção.

O presente trabalho, ao tratar do financiamento na China, analisará as reformas do setor bancário chinês que vem ocorrendo desde 2001 e se situam no início do processo de internacionalização da economia chinesa, que tomou novo ritmo com a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC) no mesmo ano. A entrada na OMC obrigou os bancos chineses a adotarem uma série de reformas para se adequarem às condições do setor bancário no mercado internacional.

O rentismo e a financeirização, típicos das grandes mudanças recentes nas principais economias ocidentais, ainda estão contidos na China. Do Ocidente, alguns analistas acusam o Estado chinês de praticar uma estratégia de repressão financeira, enquanto outros apontam, há muito tempo, a iminência, até o momento não materializada, de um colapso financeiro da China por causa de gigantesca e incobrável dívida de empresas e governos locais aos bancos.

Em 2015 e 2016, ocorreram alguns importantes episódios de abalos financeiros na Bolsa de Valores de Xangai, gerando algumas avaliações de que as conexões financeiras e as suas instabilidades entre a China e o mundo são inevitáveis e tendem a superar as regulamentações do Estado chinês. Até o momento, a China tem conseguido gerir as instabilidades financeiras e evitado o alardeado estouro da assim chamada bolha financeira das dívidas acumuladas nos ativos dos bancos.

A China tem procurado influenciar na configuração do sistema monetário e financeiro internacional. Por isso, pleiteou e conseguiu a incorporação do *yuan* na cesta de moedas dos

direitos especiais de saque do Fundo Monetário Internacional. Os fundos financeiros têm grande presença nas principais praças financeiras do mundo, sobretudo em Nova Iorque.

Os bancos chineses ainda têm uma internacionalização limitada. O Novo Banco de Desenvolvimento, no âmbito do Brics, e, principalmente, o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura, controlado pela China, mostram uma ofensiva chinesa na institucionalidade financeira internacional, competindo com o Banco Mundial.

A China dispõe de acordos de apoio mútuo tanto com países asiáticos quanto com os sócios do BRICS para reservas de contingência em casos de crises de balanço de pagamentos, como se fosse um ensaio de rivalidade com o papel do FMI. A China ainda mantém o controle sobre sua conta de capital, evitando a volatilidade e especulação tradicionais dos capitais de curto prazo na entrada e saída da economia chinesa.

O presente trabalho é baseado na abordagem econômica heterodoxa, a sua referência analítica é a economia política. Com essa orientação teórica, entende-se, nesta dissertação, que, se é possível a um país “imitar” as instituições de outro país considerado mais avançado com o objetivo de melhorar a sua eficiência produtiva e a qualidade de vida de seus habitantes, também está claro que a adoção de tais mudanças é transformada e adaptada pelas peculiaridades nacionais e históricas de cada lugar e deve obedecer a um plano soberano de desenvolvimento que entenda o sistema capitalista como um sistema de produção intrinsecamente desigual e instável.

A interação entre Estado e iniciativa privada durante o processo de desenvolvimento foi tema abordado por diversos autores. Assim, amplos e distintos enfoques teóricos foram formulados a respeito do estado desenvolvimentista e das instituições de financiamento da acumulação e do crescimento.

Para Gerschenkron (2015), a situação de atraso de países da Europa como França e Alemanha do século XIX foi superada pela atividade inovadora dos bancos e Estados, apontando o exemplo para os demais países, ressalvados as diferenças de contextos históricos.

John Maynard Keynes (1996), ao analisar as relações entre moeda e produção, elaborou a abordagem da preferência da liquidez dos agentes, rejeitou a poupança como condição prévia para o investimento e concluiu sobre a necessidade de intervenção do Estado para atenuar os ciclos recessivos (a assim chamada socialização do investimento) e conter o comportamento rentista (a assim chamada eutanásia do rentista).

Schumpeter (1997) propôs que a fonte de crescimento a longo prazo na economia capitalista está no comportamento inovador do empresário. A competição capitalista leva ao comportamento inovador, gerando melhoras tecnológicas na produção, redução de custos, abertura de novos mercados e, principalmente criação de novos produtos.

Furtado (1992) preconizou que o desenvolvimento de países da periferia necessariamente deve passar pela execução de um plano de desenvolvimento que tivesse o claro objetivo de desenvolver socialmente a nação de forma soberana, melhorando as forças produtivas com inclusão de seus habitantes tanto no mercado de trabalho como no mercado de consumo de massa. Para tanto, afirmou ser indispensável o uso de instituições públicas de financiamento encarregadas de possibilitar o financiamento de setores estratégicos.

A economia chinesa apresentou nas últimas décadas um elevado e constante crescimento econômico do PIB, da renda per capita e da produtividade da sua indústria. Os números macroeconômicos expressivos descrevem um país que atualmente é considerado a “fábrica do mundo”, o maior possuidor de reservas internacionais, e o país que mais se beneficiou do processo recente de internacionalização das finanças e da produção.

A conta corrente chinesa é há vários anos amplamente favorável, inclusive em relação aos EUA. A China atualmente é a segunda maior economia do mundo, a que mais atrai investimento do exterior e já rivaliza com os EUA na competição geopolítica internacional e em termos militares.

O crescimento chinês ocorre em um ambiente relativamente paradoxal. Por um lado, vive-se desde o final da década de 1970 um período de forte expansão dos mercados com desregulamentação das atividades financeiras nos países desenvolvidos e liberalização e

privatização das economias dos países subdesenvolvidos. Por outro, vem ocorrendo o fortalecimento da integração regional entre os países do Leste da Ásia, com o desenvolvimento de instituições estatais de planejamento, financiamento e regulamentação das atividades econômicas e dos fluxos de comércio e capital em importantes países desta região.

O processo de abertura dos mercados financeiros ficou conhecido como mundialização financeira ou financeirização. Suas principais características são o aumento do poder econômico e político das instituições financeiras em relação aos governos e indústria, o aumento tanto dos gastos quanto das rendas puramente financeiras, se comparado com os investimentos produtivos e, por fim, a conformação de uma realidade caracterizada pela alta instabilidade financeira devido aos rápidos movimentos especulativos entre as praças financeiras.

Existe financeirização e rentismo na nova configuração do capitalismo mundial, mas - do ponto de vista da estruturação e funcionamento do grande capital - não existe separação entre finança e produção. As empresas produtivas no mundo têm estruturalmente profunda atividade financeira. A particularidade chinesa, até o momento, é uma certa forma de centralidade da produção servida pelo crédito bancário.

Desde a crise de 2008, se iniciou uma reconfiguração da economia mundial, na qual a China passa a ter papel de primeira importância devido a sua participação no comércio internacional e à manutenção de suas altas taxas de crescimento, sendo que o conjunto dos países desenvolvidos da América e Europa ainda luta para se recuperar da crise de produção e confiança criadas pela crise.

Nos últimos anos vem ocorrendo o fenômeno da desaceleração da economia chinesa, apesar do país ainda manter uma taxa de crescimento superior a dos demais países. A estrutura de acumulação de capital engendrada nas reformas, baseada em altas taxas de investimento, grande urbanização e orientada para exportações, parece ter encontrado seu limite.

Um novo modelo, baseado na produção com preponderância do setor de serviços e indústria de alto valor agregado, típico de países desenvolvidos, está por se formar. Resta saber se o Estado chinês e o Partido Comunista da China (PCC) conseguirão fazer uma transição sem perder o controle dos desequilíbrios gerados pelo modelo anterior, notadamente o sobre-investimento das empresas e o subconsumo das famílias.

Um grande desafio está no manejo do endividamento do setor corporativo, cujos números mais recentes apontam o estoque de dívidas do setor não-financeiro superior a 200% do PIB. Essa elevação da dívida está associada ao esforço do governo através de medidas anticíclicas para mitigar os efeitos da crise de 2008, provocando a sustentação da demanda na economia em níveis elevados e baseados no investimento, principalmente em infraestrutura de transportes.

A partir desse nível de vulnerabilidade do seu setor corporativo, como fazer para evitar a quebra de sucessivas de empresas importantes e que empregam bastante mão-de-obra, em um contexto externo de baixo crescimento e finanças instáveis e em um contexto interno de mudança ampla dos eixos que formam o motor do crescimento, é uma questão aberta ao Estado e ao PCC.

O presente texto pretende argumentar que, apesar da complexidade do desafio atual, há ainda importante chance de o Estado/PCC gerir e controlar essas ameaças de disrupção financeira na China. Ainda há muito interesse do capital, dentro e fora da China, na continuidade dos lucros e da acumulação sob o impulso da economia chinesa.

Apesar disso, a tendência é que cada vez mais o próprio sucesso do desenvolvimento econômico na China signifique o lento e gradual esvaziamento da liberdade de regulação e intervenção do Estado/PCC na economia, em benefício, a longo prazo, do livre movimento, decisão e competição dos capitais.

Em meio a tensões e crises, internas e externas, o Estado chinês poderá coordenar a assim chamada aterrissagem suave da economia no curto e médio prazo e poderá conduzir a constituição de uma sociedade “moderadamente próspera”, no longo prazo, nas palavras do

atual líder Xi Jinping, se for mantido o projeto nacional de desenvolvimento e afirmação soberana da China, sem prejuízo da acumulação de capital.

Pode-se elencar uma série de obstáculos que deverão ser superados pela economia chinesa que são de extrema importância. Entre as questões prementes da atualidade estão o controle do aumento da desigualdade social e a mudança do setor produtivo para atender as necessidades da chamada “economia verde”. A falha na resolução das duas questões citadas por certo tira a validade do processo de crescimento, pois representará um preço alto a ser pago pelas futuras gerações.

Por questões metodológicas relativas ao foco, objeto e problema, estes dois aspectos (desigualdades sociais e degradação ambiental) não serão abordados na presente dissertação. Este trabalho concentrará esforço na elaboração de uma pesquisa exploratória que utilize dados secundários de órgãos oficiais da China e de instituições multilaterais com o objetivo de construir o cenário chinês das dificuldades financeiras, acentuadas no período pós crise de 2008.

Além desta introdução, o texto segue com a elaboração de argumentação em mais três capítulos e a conclusão.

No Capítulo 2, será feita uma breve análise dos fundamentos macroeconômicos da economia chinesa pós-1978, ressaltando a estabilidade e força do crescimento econômico desde então, juntamente com a explanação de base teórica que aborda o tema da importância do setor financeiro e bancário para o processo de desenvolvimento.

A exposição de dados macroeconômicos estilizados a respeito do passado recente da economia chinesa busca argumentar que o crescimento chinês pode ser considerado de fundamentos sólidos e de trajetória relativamente estável, condição imprescindível tendo em vista a grande instabilidade mundial típica do capitalismo financeiro dos dias atuais.

No capítulo 3, será feita uma breve descrição do lado financeiro do Estado Desenvolvimentista Chinês, apontando a relação do Estado com o setor privado durante o

processo ainda em andamento de liberalização e internacionalização da economia, ao tempo em que se aprofunda a discussão a respeito da formação do mercado de capitais na China.

Apesar dos avanços recentes na constituição de duas bolsas de valores e de estímulos para aumento da participação do mercado de títulos, ainda é o setor bancário, majoritariamente controlado pelo Estado, o principal responsável pelo financiamento produtivo.

No capítulo 4 será exposto o problema recente do grande endividamento do setor corporativo china tentando responder às questões: Quais as causas do endividamento? Quais são os setores mais vulneráveis? Como os economistas estão enxergando o fenômeno? Quais os planos do Estado para reduzir as vulnerabilidades existentes?

Entre os setores mais vulneráveis a possíveis crises de confiança, e que mais receberam créditos, estão o setor imobiliário, de construção civil voltada à infraestrutura e as empresas estatais de governos locais (*state ownership enterprises*: SOEs). O capítulo 4 buscará montar o quadro para avaliar se estão realmente ocorrendo bolhas de ativos e quais as perspectivas do governo central na administração do comportamento dos agentes do mercado financeiro.

Considerando a cacofonia de vozes sobre a China, oriundas da própria complexidade de tema de característica multidisciplinar como o desenvolvimento social em um país cujo comportamento econômico é único, se buscará na conclusão apenas a indicação das tendências mais à vista para a economia chinesa e a proposição de novas questões para pesquisas futuras.

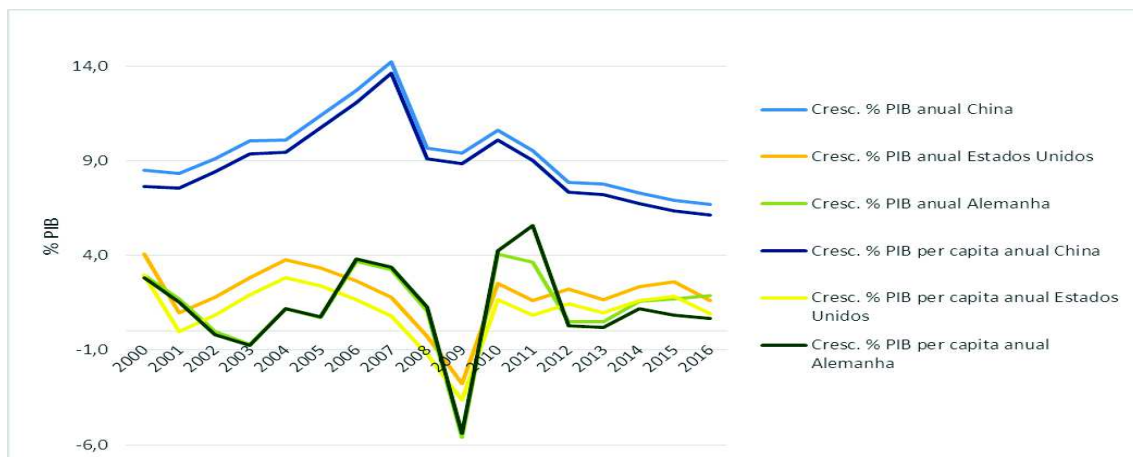
2 O CRESCIMENTO ECONÔMICO CHINÊS E ALGUMAS ABORDAGENS TEÓRICAS

2.1 FUNDAMENTOS MACROECONÔMICOS DO CRESCIMENTO CHINÊS

O crescimento chinês, que superou o dos demais países nas últimas décadas, muitas vezes atingindo um índice anual de crescimento do PIB de dois dígitos, se tornou um fenômeno cujas causas e consequências são bastante controversas no meio dos debates acadêmicos, políticos e empresariais.

O Gráfico 2.1 descreve o crescimento anual do PIB e do PIB *per capita* das três maiores economias do mundo, Estados Unidos, China e Alemanha. Percebe-se que a China manteve nos últimos anos uma grande capacidade de geração de riqueza, seja em termos absolutos ou comparativos, pois possui uma taxa de crescimento consideravelmente superior aos dos outros dois países.

Gráfico 2.1 Variação do PIB e PIB *per capita* no período de 2001 a 2016



Fonte: Banco Mundial (2017).

Apesar de estar crescendo a taxas maiores, o PIB *per capita* da China é bastante inferior ao dos Estados Unidos e Alemanha. Em dados de 2016, segundo Banco Mundial, o PIB *per capita* da China era de 6.894 dólares (dólares constantes de 2010), apenas 13% e 15% do PIB *per capita* de Estados Unidos e Alemanha, respectivamente.

Outro fenômeno que se destaca do Gráfico 2.1 é a desaceleração do crescimento chinês nos últimos anos, o que fez surgir questionamentos quanto a uma possível “aterrissagem forçada” da economia chinesa, com a queda do nível dos investimentos não sendo compensada pelo aumento de outros agregados da despesa.

Uma importante característica do crescimento chinês que se mantém até os dias atuais é a estabilidade das principais variáveis macroeconômicas. O governo chinês costuma intervir na economia com medidas anticíclicas com o objetivo de conter alguma desordem de preços ou estimular a atividade quando há sinal de desaquecimento da economia. De acordo com o Gráfico 2.2, a economia chinesa conseguiu passar pela crise financeira dos países da Ásia de 1997 e pela crise financeira internacional de 2008 com relativa estabilidade.

As medidas macroprudenciais chinesas foram bem-sucedidas, mantendo a taxa de câmbio estável, a inflação em nível em geral abaixo dos 5% ao ano, e a taxa de juros real também em um nível baixo, conforme se percebe no Gráfico 2.2. Importante notar que o governo chinês utiliza bancos de desenvolvimento para crédito voltado a setores tido como estratégicos, como será visto nos próximos capítulos, e que as taxas nesse caso não seguem as taxas de mercado.

Gráfico 2.2 – Taxa de Juros Real, Taxa de Câmbio (*Yuan/Dólar*), Taxa de Inflação Anual no período das reformas



Fonte: *National Bureau of Statistic of China* (2017).

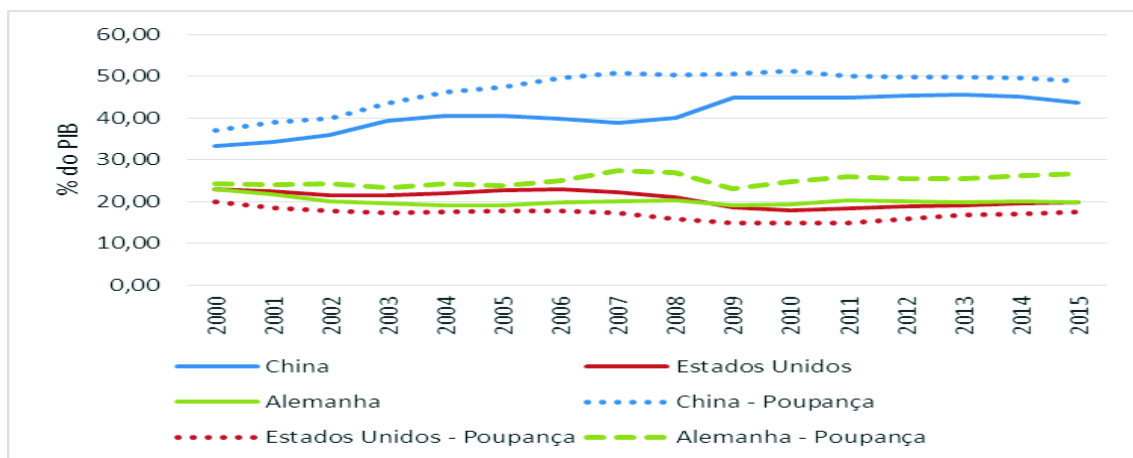
Outra medida de estabilidade com crescimento forte da economia chinesa está na taxa de desemprego no período pós-reformas, e em especial após 2001. A taxa se manteve próxima a

4% durante todo o segundo período, segundo CHINA (2016), nível que é considerado de pleno emprego para os países capitalistas.

O Gráfico 2.3 mostra a contundente diferença entre o valor gasto com Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e a taxa de poupança entre a China e os Estados Unidos e Alemanha, que de forma geral, representam o nível da FBCF dos países desenvolvidos. A FBCF, medidos em termos de PIB, da China, se mantém acima dos 40% desde 2004. Tal nível representa, para o ano de 2015, mais do que o dobro dos outros dois países.

A manutenção desse nível de investimentos está associada à grande taxa de poupança interna da economia chinesa, capitalizando o sistema bancário, como também pode ser visto no Gráfico 2.3. Assim como acontece com a FBCF, a taxa de poupança se mantém próximo aos 50% do PIB, superior em mais de 20 pontos percentuais em relação a Estados Unidos e Alemanha.

Gráfico 2.3 – Formação Bruta de Capital Fixo e Taxa de Poupança Interna (% do PIB)



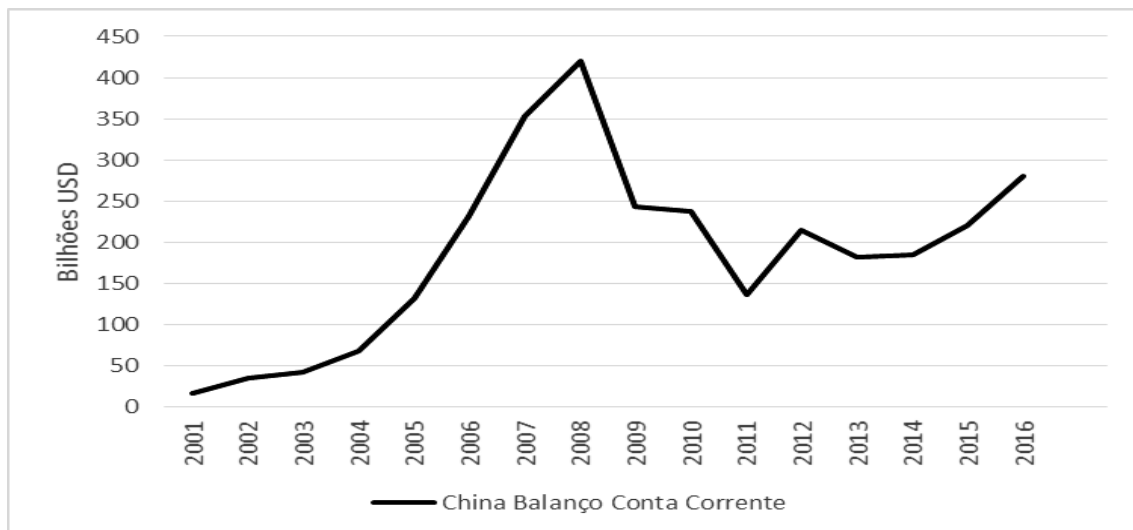
Fonte: Banco Mundial (2017).

A principal causa para a grande taxa de poupança das famílias na China é a ausência de instituições amplas de Seguridade Social, o que torna o(a) chinês(a) responsável pelo seu sustento(a) em caso que seriam cobertos por pensões ou pelas instituições de assistência social típicas de países com um Estado de bem-estar social consolidado.

Importante notar que essa característica da sociedade chinesa concede grande vantagem aos bancos públicos chineses em relação aos demais países, pois os bancos chineses podem contar com um aporte periódico de grande nível de recursos das famílias, e pode usá-lo para manter a liquidez do sistema em tempos de instabilidade e para financiar a atividade típica de bancos de desenvolvimento, que será melhor descrita na próxima seção.

Parte importante da dinâmica que sustenta o crescimento chinês está na relação comercial e financeira do país com o resto do mundo. Conforme Gráfico 2.4, é notável a constante entrada de recursos na economia através do saldo da conta corrente do balanço de pagamento, sempre positivo e de respeitável valor anual.

Gráfico 2.4 Evolução do Saldo da Conta Corrente da China entre 2001 e 2016¹



Fonte: FMI (2016).

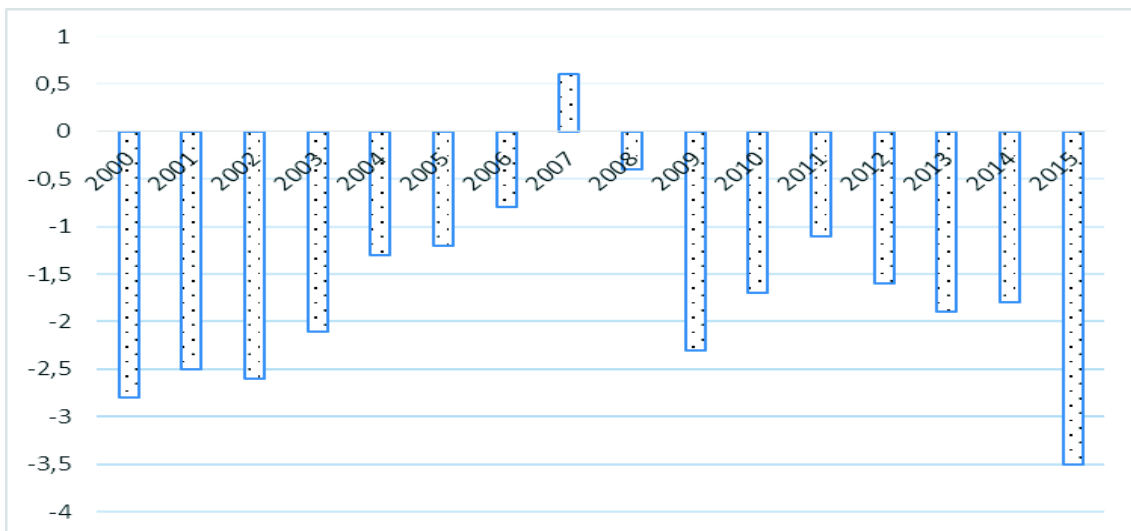
¹ Para os anos de 2014, 2015 e 2016, estimativas do FMI

O resultado dessa vantagem no comércio internacional foi a conquista das maiores reservas internacionais do mundo, na forma majoritária de títulos do Tesouro dos EUA. O nível de reservas atingiu seu máximo em meados de 2014, com o montante de quase 3,8 trilhões de dólares (CHINA, 2015). Desde 2015, devido à instabilidade nas bolsas chinesas, que levou o governo a se desfazer de parte das reservas para conter a desvalorização do *reiminbi*, o montante caiu para aproximadamente 3,0 trilhões de dólares, ficando estável desde então.

Outro importante indicador do binômio crescimento/estabilidade está no desempenho fiscal do governo central. Segundo o Gráfico 2.5, o Governo Central da China vem mantendo um déficit público quase sempre abaixo dos 2%, com exceção do ano de 2015.

Como a China vem crescendo a taxas superiores, é fácil concluir que a trajetória da razão Dívida Pública/PIB está mantida em um patamar seguro. Importante observar que os mercados financeiros consideram essa razão umas das mais importantes quando avaliam os fundamentos da economia dos países, impactando na concessão de *ratings* que por sua vez impactam na “credibilidade” da política econômica do país junto aos investidores internacionais.

Gráfico 2.5 – Superávit/Déficit Orçamentário do Governo Central da China em % do PIB no período de 2000 a 2015



Fonte: Banco de Desenvolvimento da Ásia (2016).

Desde o começo, o plano de desenvolvimento chinês consistiu, dito de forma bastante resumida, em um amplo processo de industrialização e conseqüente urbanização que resultou no maior fenômeno migratório interno já visto em prazo tão curto no mundo. O setor industrial se tornou o principal da economia, tendo sido superado pelo setor de serviços apenas recentemente.

Um dos resultados mais expressivos da inclusão do camponês no trabalho industrial foi a redução do nível de pobreza da população. De acordo com estimações do Banco Mundial, a porcentagem de pessoas vivendo abaixo da linha de pobreza chegou a 12% em 2010, de 85%

em 1981, o que representa uma queda de 85% na taxa. Em se tratando de um país com mais de 1 bilhão de pessoas, a taxa representa a saída de centenas de milhões da linha da pobreza, apesar do fenômeno paralelo de explosivo aumento das desigualdades de renda e riqueza na sociedade chinesa.

As reformas no setor agrícola buscavam o aumento da produtividade no campo para a consecução de dois objetivos: elevar a segurança alimentar no país e liberar mão de obra camponesa para se ocupar na indústria.

Segundo Zhu (2012), foram duas as principais reformas na agricultura. Primeiro, o aumento dos preços dos produtos agrícolas. Segundo, a abolição da estrutura de propriedade coletiva para de responsabilidade familiar, no qual era permitido às famílias a venda de excedente da produção diretamente no mercado.

Sendo assim, o aumento na produtividade da agricultura possibilitou a mudança de parte da força de trabalho para área urbana, cuja produtividade do trabalho é maior do que na agricultura, ajudando a manter assim o processo de longo prazo de crescimento do PIB com crescimento da produtividade.

Grandes centros urbanos foram formados, principalmente nas regiões especiais de atração de investimento externo situadas na costa leste, as conhecidas Zonas Econômicas Especiais (ZEEs). Em 2006, segundo Ang (2017), as cinco províncias Guangdong, Jiangsu, Zhejiang, Xangai e Shandong da região representavam 76% das exportações do país.

Grandes empresas multinacionais buscavam aproveitar a quase infindável mão de obra barata de camponeses imigrantes e as vantagens de escala na produção e no mercado de consumo então apenas incipiente, mas bastante promissor. A absorção de mão de obra barata por muito tempo se manteve como uma grande vantagem dos investimentos na China.

Cumpriu importante papel os investimentos feitos pelos chineses que saíram do país antes do início das reformas e a melhora das condições de investimentos diretos de Hong Kong, que no ano de 2000 foi a 6ª maior fonte de IDE do mundo, segundo Watson (2016). Ainda segundo o autor o experimento de “*Free Market*” na China se iniciou com a interação entre Hong Kong

e a província de Shenzhen, sendo a primeira responsável por fornecer capital e capacidade técnica e de negócios para a segunda.

A entrada de indústrias estrangeiras sempre esteve condicionada aos interesses do governo chinês, que tanto decide o setor prioritário quanto a região de instalação. A forma principal de investimento é a formação de *joint-ventures*, possibilitada a partir da elaboração de legislação específica em 1978, com empresas chinesas que buscam assim o aprendizado produtivo necessário para alcançar um nível de competição internacional.

O direcionamento do investimento estrangeiro faz parte do ambicioso plano de desenvolvimento chinês de formação de um parque industrial capaz de aproveitar a oportunidade aberta pela mais recente revolução industrial, baseada na automação e na tecnologia da informação.

No atual estágio de desenvolvimento das forças produtivas, a entrada de capital estrangeiro deve estar condicionada à absorção de conhecimento estrangeiro pois o conhecimento é específico de cada firma e, ao contrário da informação, não tende a se tornar uma mercadoria livre. Assim, o plano de desenvolvimento deve almejar transformar a economia de produtora de bens primários em produtora de bens baseados no conhecimento, segundo Alice Amsden (2001).

O desenvolvimento das forças produtivas globais ocorrida em maior intensidade a partir das últimas décadas do século XX, em especial do setor de tecnologia da informação, possibilitou ao capital adotar algumas estratégias de expansão que eram anteriormente materialmente mais difíceis.

A produção pode ser mais facilmente fragmentada e internacionalizada tendo em vista o baixo custo relativo de instalação de filiais em países de todos os continentes. Além disso, as praças financeiras se tornaram progressivamente mais conectadas, com acesso em tempo real a informações a respeito das variáveis macroeconômicas dos países e das variáveis microeconômicas das empresas e governos, o que auxiliou nas decisões de expansão do volume do fluxo de capital entre os países.

Essa constituição de economia globalizada e financeirizada demarca as novas possibilidades e limites de atuação das empresas e governos. Chesnais (1998) afirma que a economia financeira atual é fortemente hierarquizada e ainda dominada pelos Estados Unidos, devido à posição do dólar e às grandes dimensões do seu mercado financeiro. Afirma também que o mercado financeiro carece de instituições internacionais de controle, desde o desaparecimento dos controles criados em *Bretton Woods*.

O resultado, em resumo, foi o aumento da instabilidade das variáveis macroeconômicas ligadas ao setor externo das economias dos países subdesenvolvidos e a redução da capacidade de planejamento e intervenção dos governos. Segundo Chesnais (1998), os Estados entraram no circuito financeiro se endividando no mercado de bônus e garantindo assim aos investidores uma forma de obterem juros reais a riscos baixíssimos.

A acumulação capitalista passa a ocorrer em maior intensidade na esfera financeira do que na produtiva. Chesnais (1998) entende que a expansão dos mercados de câmbio, bônus, ações e derivativos compõem o quadro maior no qual o capital busca sua valorização em um mundo em crise produtiva desde fins dos anos 1970. De fato, a financeirização, segundo o autor, é em parte a razão da queda do nível de crescimento dos países ocidentais desde então

O planejamento econômico nos países subdesenvolvidos do Ocidente foi substituído pela adoção de políticas de orçamento equilibrado e austeridade. A intervenção ficou prejudicada pelo processo de endividamento dos estados. A promessa de ganhos com o livre comércio avalizava a perda de dinamismo dos investimentos puxados pelo setor público.

A história ensina que é inviável a adoção de postura simplista de liberalizar as atividades dos diversos setores da economia na esperança de que a longo prazo o mercado por si só seja capaz de formar uma sociedade de renda elevada e de justiça social. Um bom exemplo prático está no processo de privatização e liberalização das economias da América Latina a partir dos 1980 e da rápida e profunda privatização das economias do Leste europeu após o fim da URSS. Em ambos os casos, o resultado em geral foi a formação de sociedades desiguais (ou o

agravamento da desigualdade) e economias instáveis e incapazes de alcançarem taxas de crescimento sustentáveis e elevadas.

Outro exemplo prático pode ser obtido na história de sucesso dos processos de desenvolvimento econômico baseado em forte dose de intervenção estatal que aconteceu na Alemanha, no século XIX, e Japão e Coreia do Sul, no século XX, após a Segunda Guerra Mundial.

A crise financeira dos países da Ásia ocorrida em 1997, principalmente na Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coreia do Sul, ajudou a fortalecer nas sociedades desses países e da China a ideia de que é imprescindível a cooperação regional com o objetivo de coordenar investimentos, controlar os fluxos financeiros e prevenir grandes desequilíbrios da conta comercial. Ao mesmo tempo, lançou descrédito sobre a receita de abertura indistinta de mercados preconizada pelas recomendações de “desregulamentação competitiva” feita pelo FMI aos países emergentes até aquela data.

Segundo Burlamaqui (2015), a ocorrência dessa crise serviu como “divisor de águas” para o desenvolvimento do setor bancário chinês, freando a internacionalização do setor bancário e tornando o planejamento mais atento aos movimentos especulativos dos capitais.

De acordo com Zi e Jinxia (2009), são instituições típicas do bloco regional asiático os fundos de reserva para crises; as reuniões anuais de ministros das finanças de países participantes; a coordenação de política cambial comum a todos atrelando o valor das moedas ao dólar na política cambial chamada *soft peg to dollar*. Os autores apontam que a integração entre os países da Ásia é tão intensa que pode ser comparada à integração dos países da União Europeia.

Nesse contexto, se mostrava imperioso ao governo chinês a adoção de dinâmica mais elaborada que a de apenas atrair indústria com produção intensiva em mão de obra. Essa nova dinâmica consiste no processo *catch up* tecnológico da indústria chinesa em relação à produção de tecnologia de ponta no mundo.

Segundo Zhu (2012), foi o aumento da competitividade o verdadeiro motor do crescimento chinês e não simplesmente o nível de investimentos associados à alta taxa de poupança, como é comum nas análises sobre o desempenho chinês.

A Tabela 2.1 mostra o ranking de competitividade das indústrias utilizando o indicador *Competitive Industrial Performance* (CIP), que é elaborado anualmente pela *United Nations Industrial Development Organization* (UNIDO, órgão das Nações Unidas). O indicador aponta a força do segmento industrial de cada país consolidando medidas de valor agregado na manufatura: quanto dessa produção manufatureira é composta de bens de média e alta tecnologia e qual o impacto da manufatura do país em relação ao comércio internacional.

A China ocupa o 5º lugar no *ranking*, sendo o único país de renda média (segundo conceito do Banco Mundial que observa apenas a renda *per capita*) entre os cinco primeiros. Contribuiu significativamente para o indicador da indústria chinesa o fato de ser a que mais participa do comércio internacional, com 16,8% em 2013.

Importante notar que, segundo UNIDO (2016), a China foi o país que mais avançou em termos de competitividade, se considerado o período de 2001 até 2013. Nesse período, o país evoluiu da 22ª para a 5ª posição, se tornando o país em desenvolvimento melhor colocado no *ranking*.

Tabela 2.1 – *Ranking* de Competitividade Entre Países – CIP

País	<i>Ranking</i> CIP 2013	% Comércio Internacional de Manufaturados
Alemanha	1º	10.1
Japão	2º	5.2
Coreia do Sul	3º	4.3
Estados Unidos	4º	8.1
China	5º	16.8

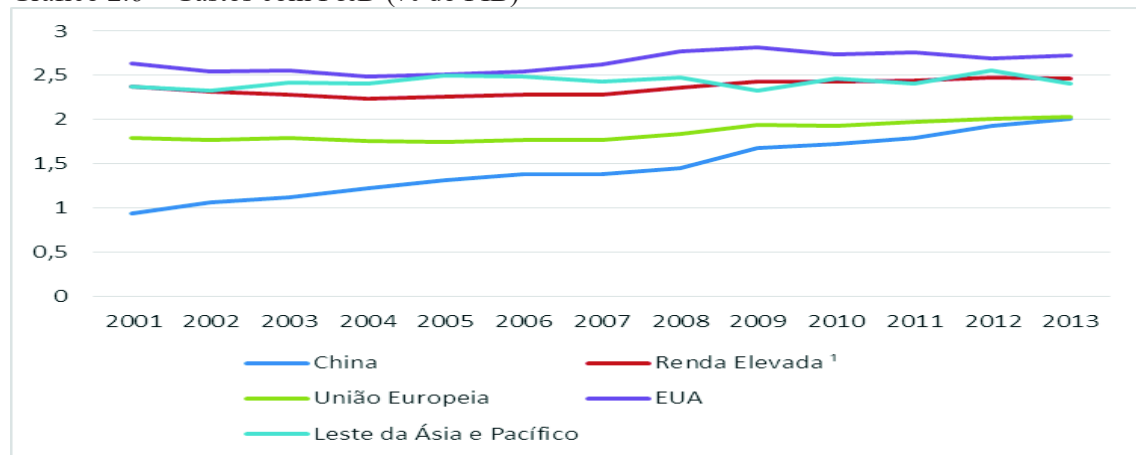
Fonte: Elaboração própria, 2017 com base em UNIDO (2016).

Outro indicador da trajetória do *catch up* tecnológico chinês está na série de dados sobre o aumento de gastos de P&D em relação aos países de renda elevada, conforme Gráfico 2.6 abaixo. Percebe-se que desde a entrada da China na Organização Mundial do Comércio

(OMC) em 2001 o país mais que dobrou seu gastos com P&D, se considerado a participação dos gastos no PIB, chegando a quase 2%.

Ressalte-se que a evolução do indicador na China ocorre em um contexto em que os Estados Unidos, os agregados de Países de Renda Elevada, da União Europeia e do Leste da Ásia e Pacífico mantiveram seus gastos relativamente estáveis, o que leva a concluir que a China está alcançando o topo de gastos na configuração econômica internacional atual.

Gráfico 2.6 – Gastos com P&D (% do PIB)



Fonte: *World Bank. World Development Indicators*. Banco Mundial (2017).

1: Países com renda *per capita* superior a 12 mil dólares.

A progressiva transformação do setor industrial em um setor caracterizado pelo uso intensivo de capital e tecnologia resultou no aumento dos salários e demais custos de implantação da indústria, como energia e aluguéis, nas províncias das ZEEs. O fenômeno poderia representar um sinal de crise para as ZEEs, mas o governo chinês vem buscando torna-las grandes centros produtores de manufaturas com alto valor tecnológico.

A industrialização persiste e seus limites estão se alterando em duas frentes. Na primeira, procura-se redistribuir os ganhos com a industrialização entre todas as regiões da China. A concentração do crescimento nas principais províncias do leste levou ao aparecimento de grande desigualdade entre regiões da China, ficando as regiões do centro e do oeste com pequena parte dos ganhos da industrialização.

Segundo Ang (2017), o total do investimento interno (em grande parte com origem nas províncias do leste e destino em províncias do centro e oeste) representou 2,5 vezes o total do investimento estrangeiro na China em 2015. No mesmo ano, segundo Ang (2017), as cinco principais províncias do centro Jiangxi, Henan, Hunan, Hubei, e Anhui, receberam 4,5 vezes mais investimentos do que em 2008.

O fenômeno foi identificado como “Transferência de Indústria”, *chanye zhuan yi* em chinês, e representa a mudança de plano do governo central, que anteriormente tentou implantar nas províncias do centro e do oeste indústrias que aproveitassem as possibilidades de recursos naturais destas regiões. De fato, até agora, o planejamento chinês se notabilizou pela capacidade de reagir eficazmente aos fenômenos econômicos surgidos da progressiva liberalização das atividades.

Na segunda frente, tendo em vista que a crise de 2008 estreitou as fronteiras da estratégia *export-led* pela queda persistente da demanda global, o governo chinês busca intensificar a presença do capital chinês nos demais países e a influência do governo em órgãos multilaterais das finanças. São fatos recentes a inclusão do *yuan* na cesta de moedas do FMI e a criação do banco do BRICS e de desenvolvimento da Ásia, sob direção chinesa. Assim, tanto a internacionalização da economia quanto a expansão do progresso industrial para o interior fazem parte do sentido principal do desenvolvimento chinês atual.

Com a redução da taxa de crescimento nos anos mais recentes, muito se especula a respeito da capacidade da economia chinesa em manter a pujança do crescimento dos últimos quase 40 anos. São absolutamente incertos tanto o comportamento futuro da economia chinesa quanto a capacidade de manutenção de legitimidade do Partido Comunista da China sobre a sociedade civil.

A China está diante da complexa tarefa de transformar sua economia em uma típica economia capitalista desenvolvida, com elevado nível tecnológico, baseada no forte consumo interno de sua gigantesca população e com um setor de serviços predominante na composição setorial convencional da economia.

Como será visto em detalhes no capítulo 4, grande parte do esforço para evitar que a crise de 2008 chegasse à economia chinesa foi realizado através da ampliação do crédito na economia, marcadamente para o setor de transportes e construção civil, criando um fator de vulnerabilidade financeira.

Segundo Dias (2004), o maior desafio à liderança chinesa é manter o triângulo que sustentou o equilíbrio iniciado com a era de Deng Xiaoping: crescimento econômico acelerado, estabilidade social e centralização política.

É possível, no entanto, afirmar com segurança que o governo chinês conseguiu engendrar, até o momento, com sucesso, um processo de industrialização e mudança estrutural de uma economia centralizada para uma capitalista com crescente capacidade de competir com as principais economias do mundo.

Tal mudança econômica só foi possível pela capacidade do setor financeiro de sustentar a acumulação de capital e se adaptar às diferentes fases das reformas liberalizantes empreendidas desde 1979. Após a breve explanação de alguns dos principais números da transformação chinesa, cumpre analisar primeiramente as contribuições teóricas para o entendimento do desenvolvimento econômico chinês, seus limites e desafios, e, em seguida, com mais detalhes, o papel do setor financeiro, especialmente do setor bancário no período de internacionalização econômica pós 2001.

2.2 APORTES TEÓRICOS

Existe uma ampla produção de artigos, livros, seminários e etc, cuja base de pensamento está assentada na teoria neoclássica e que aponta o crescimento chinês como eivado de ineficiências oriundas da intervenção estatal, e que tais vícios levariam em algum momento à formação de crises econômicas, redução do crescimento e grande nível de desperdício produtivo. Para tais autores, a principal solução é a retirada do estado chinês da economia, que deve ter seus preços decididos apenas pelo mecanismo de “livre” mercado.

Repressão Financeira e “estágio de normalização financeira” são dois simbólicos conceitos da teoria neoclássica a respeito do funcionamento dos mecanismos do setor financeiro. Ambos são adotados em discursos, apoiados em suposto método racionalista, em que as abstrações seguem uma lógica própria e não necessariamente conectada com a realidade, mas que embasam propostas de mudanças institucionais bastante contundentes e específicas.

Segundo Costa e Filho (2013, p.23), os economistas neoclássicos brasileiros, ao defenderem a tese do “estágio de normalização financeira”, afirmavam que: “O desenvolvimento era uma sequência de etapas inexoráveis, onde o apogeu seria alcançado se (e quando) instituições como as existentes nos Estados Unidos e em outros países avançados viessem a constituir também um padrão no Brasil”. O que esses economistas ortodoxos dizem aqui sobre o Brasil serve ainda mais para a crítica neoclássica ao papel do Estado na economia chinesa.

Para os economistas neoclássicos, seria necessário corrigir quaisquer “distorções de funcionamento e anacronismos” no mercado financeiro causadas pela intervenção do Estado. As propostas contundentes daí decorrentes eram basicamente a extinção de bancos públicos, que no Brasil historicamente foram responsáveis pelo financiamento de longo prazo, para em seguida observar o florescimento, imediata e automaticamente, das instituições de financiamento privado de longo prazo típicas de um país rico.

Por repressão financeira entende-se o controle por parte do Estado de preços fundamentais na economia como as taxas de câmbio e juros que torna os mercados menos livres e eficientes. Nas palavras de Cintra (1993, p.21): “Por repressão entende-se a situação de um mercado que enfrenta obstáculos institucionais (de política econômica e administrativos) para alcançar uma posição de equilíbrio e, portanto, comprometem a racionalidade do processo de alocação de recursos”.

Diversas correntes de economistas e pensadores em geral apontam para os sucessos e falhas do planejamento chinês, indicando que a evolução histórica da economia e das instituições chinesas obedece às condições materiais próprias da sociedade chinesa e ao contexto global em que está inserida, não sendo válida a adoção de um modelo em abstrato, mas soluções *ad hoc*.

De fato, o processo de desenvolvimento econômico é um fenômeno complexo que não foi totalmente mapeado pelas ciências sociais, não sendo razoável supor que apenas o detalhamento do comportamento de variáveis econômicas de um conjunto de países que logrou obter grande crescimento econômico pode ser suficiente para formar uma receita única de desenvolvimento.

Apesar de todas as controvérsias, tanto economistas ortodoxos como heterodoxos concordam que as reformas iniciadas por Deng Xiaoping em 1978 significam a introdução de elementos do sistema capitalista na outrora existente estrutura centralizada de poder e produção com propriedade dos meios de produção coletivizada.

É bastante rica a literatura econômica a respeito dos diagnósticos das causas do subdesenvolvimento, das proposições de superação da condição de atraso e sobre a relação entre o desenvolvimento das instituições de financiamento da produção e o processo de acumulação capitalista entre os teóricos da chamada “Economia do Desenvolvimento”.

Celso Furtado foi um dos principais pensadores a diagnosticar as sociedades subdesenvolvidas e propor estratégias de desenvolvimento. Segundo ele, o processo de desenvolvimento ocorre com a confluência de alguns fatores, tais como o aumento persistente de produtividade, a “homogeneização” social que evite a manutenção de padrões de consumo de luxo para a elite econômica, e a conquista de autonomia tecnológica e a consequente maior capacidade de concorrer no mercado internacional de bens de alto valor agregado.

Segundo o autor, as economias subdesenvolvidas, pelo normal funcionamento do mercado, tendem a permanecer com uma estrutura dual e dependente. Tanto a estratégia de aproveitamento de vantagens comparativas (aproveitamento de mão-de-obra abundante ou recursos naturais), como o processo de industrialização a partir da substituição de importações que mantenham o padrão de consumo anterior, levam ao aumento da desigualdade e captação dos ganhos de produtividade por uma pequena parcela privilegiada da sociedade, Furtado (1992).

Assim, para Furtado, é necessário que o Estado oriente o sentido das mudanças sociais, criando mecanismos de distribuição de renda e de crédito, direcionando os investimentos produtivos através de instituições públicas para setores estratégicos (FURTADO, 1992).

Cintra (2012), concordando com as ideias de Celso Furtado, aponta a importância dos bancos de desenvolvimento no direcionamento de crédito e na correção das falhas inerentes ao setor financeiro privado, como a circulação imperfeita de informação, e a baixa capacidade deste setor em financiar atividades relacionadas à inovação, que possuem sempre alto risco associado e elevado período de maturação.

Segundo o autor, são três os objetivos dos bancos de desenvolvimento: (i) fomento da acumulação na produção, com os (ii) objetivos sociais, como financiar políticas de distribuição da renda e combate à pobreza e, por fim, (iii) integração regional, no apoio à redução das desigualdades regionais (CINTRA, 2012).

O autor afirma que os bancos de desenvolvimento não são somente necessários em países atrasados e que uma miríade de instituições públicas de intervenção no mercado financeiro continua existindo mesmo em países com o mercado financeiro privado plenamente desenvolvidos, como os EUA, Japão, Alemanha e etc.

Gerschenkron, ao analisar as estruturas das economias atrasadas, identificou um padrão de funcionamento ineficiente e persistente do capitalismo nesses países. Identificou também que os planos para superação destas condições devem obedecer a trajetória histórica dos países subdesenvolvidos e a inserção dos mesmos na economia global de cada época e variam de acordo com o nível de atraso da economia diante das economias mais avançadas.

A partir da análise da história concreta dos processos de industrialização de países do continente europeu do século XIX, retardatários em relação à Inglaterra, em especial Alemanha e França, conclui Gerschenkron (2015a, p.77) que: “Os bancos de investimento continentais ligados à indústria foram instrumentos específicos de industrialização nos países atrasados”.

Segundo Gerschenkron (2015a), foi através do comportamento inovador do banco *Crédit Mobilier*, que em determinado momento do século XIX passou a financiar extensamente a indústria pesada francesa (abertura de ferrovias, minas, portos, edificações de indústrias, etc), que se pode colocar em movimento a industrialização francesa numa escala necessária para a criação de um setor industrial capaz de competir com a indústria inglesa.

O autor afirma que, mesmo com a decadência posterior do referido banco, restou aos demais bancos o componente ideológico que indicava nas instituições bancárias fortes a chave para a sustentação do esforço inicial do processo de acumulação. Dessa forma, os bancos da Alemanha puderam aprender com a experiência francesa e inovar em relação ao *Crédit Mobilier*. Diz Gerschenkron (2015a, p. 76): “Os bancos alemães, que podem ser tomados como protótipos de bancos universais, combinaram com sucesso a ideia básica do *Crédit Mobilier* com as atividades de curto prazo dos bancos comerciais”.

Mais do que simplesmente bancos com atuação no mercado creditício de curto e longo prazo, os bancos alemães se tornaram peça chave na estrutura organizacional da indústria alemã do final do século XIX, baseada na formação de oligopólios em cada setor com grande capacidade de inovação, redução de custos e, assim, com competitividade internacional.

Gerschenkron (2015b) utiliza como principais na sua teoria os conceitos de pré-requisitos ao desenvolvimento e atraso relativo. O autor afirma que existem pré-requisitos institucionais que, se ausentes, provocam a manutenção da situação de atraso. Segundo Gerschenkron (2015b, p. 204), “(...) Observar os diversos métodos de financiamento do crescimento industrial ajuda-nos a compreender o problema crucial dos pré-requisitos do desenvolvimento da indústria”.

Na utilização do conceito de pré-requisitos ao desenvolvimento, o autor se afasta da interpretação “etapista”, que sugere uma sequência de eventos necessários e sucessivos ao processo de crescimento baseado na industrialização, ao afirmar que:

É importante ter em mente a natureza heurística do conceito. Não pretendo sugerir que os países atrasados tenham praticado atos deliberados de “substituição” de algo que se evidenciara em países mais avançados. Nos

países menos desenvolvidos, é possível que os homens tenham simplesmente tateado soluções compatíveis com as condições de atraso existentes (GERSCHENKRON 2015b, p. 207).

É central para o autor a questão do financiamento produtivo como pré-requisito para a formação de uma sociedade industrial avançada, cuja caracterização depende da análise histórica concreta.

Por fim, o autor propõe um corte analítico que leva em conta o nível de atraso da economia, apontando que o atraso foi superado com a criação de instituições financeiras fortes, no caso das economias de atraso moderado, e com a criação de instituições financeiras fortes e amparadas pelo esforço do Estado no caso das economias de extremo atraso, conforme quadro 2.2 a seguir.

Quadro 2.2: Fontes de Financiamento/Suprimento de Capital

Etapas	Áreas Avançadas	Áreas de Atraso Moderado	Áreas de Atraso Extremo
I	Fábricas	Bancos	Estado
II		Fábricas	Bancos
III			Fábricas

Fonte: Gerschenkron (2015b, p. 203).

Em um esforço para aplicar os conceitos de Gerschenkron para a análise da sociedade global de fins do século XX, Amsden (2001) aponta que a ordem cronológica e o nível de atraso importam, mas conclui que quanto mais atrasada for a economia, mais dependente será do capital de propriedade estrangeira e que a propriedade sobre o capital é fator preponderante na capacidade do país de condicionar a industrialização aos seus planos socioeconômicos de longo prazo.

Interessante notar como a conclusão da autora ajuda a explicar a precaução com que o governo chinês atraiu o capital externo, condicionando à formação de *joint ventures* com empresas chinesas, abrindo o mercado de forma gradual e controlada.

Estudando o comportamento do capitalista, Joseph Schumpeter (1997) indicou que o desenvolvimento econômico ocorre de forma disruptiva, através da atuação do empreendedor

na aplicação de novas tecnologias e conhecimento em frentes como a redução geral de custos de determinado setor, a abertura de novos mercados e, principalmente, a criação de métodos inovadores de produção de mercadorias de alto valor tecnológico.

Cada novo investimento deve ser feito mediante criação de crédito, pois se refere a meio de pagamento de produtos ainda a serem produzidos. Fica estabelecida assim a ligação, pelo empresário, entre o processo de inovação e o crédito monetário. Nas palavras de Schumpeter:

Ele só pode tornar-se empresário ao tornar-se previamente um devedor. Torna-se um devedor em consequência da lógica do processo de desenvolvimento, ou, para dizê-lo ainda de outra maneira, sua conversão em devedor surge da necessidade do caso e não é algo anormal (SCHUMPETER, 1997, p. 107).

Daí se percebe como a atividade bancária de criação de crédito produtivo é uma atividade repleta de incertezas, pois se trata de concessão de meio de pagamento sem necessariamente haver respaldo anterior, seja na forma de produtos ou dinheiro resultantes de produção já ocorrida. É somente nos novos caminhos que serão percorridos pelo empresário, que o autor considera a origem do desenvolvimento econômico, que se pode aumentar a oferta na proporção do aumento de demanda anterior.

Ao analisar o capitalismo do século XIX e início do século XX, o autor via no crédito uma “ordem para o sistema econômico se acomodar aos propósitos do empresário, como um comando sobre os bens que necessita” (SCHUMPETER, 1997, p.111). Na configuração do capitalismo atual, se percebe o imbricamento do setor financeiro com o produtivo, donde se conclui que as decisões de investimento não observam mais necessariamente o empenho do empresário pela atividade inovadora, mas, cada vez mais, à lógica puramente financeira.

Fazendo outra complementação à formulação de Schumpeter, Amsden (2001) afirma que a ideia de criação destruidora não se efetivou, pois, as empresas que conquistaram o mercado durante a industrialização no século XIX mantiveram o poder de mercado através do controle do conhecimento sobre a produção.

Nas condições contemporâneas de centralização do capital e da produção em corporações transnacionais, as estratégias de inovação já não dependem de intuições e apostas de um empresário talentoso para a inovação no mercado competitivo. Hoje as empresas transnacionais têm estruturas gigantescas de pesquisa e desenvolvimento, marketing e cadeias de valor internacionais. Neste novo ambiente concorrencial, a superação de atrasos tecnológicos exigiu especial empenho do Estado chinês com políticas e estratégias estabelecendo-se planos, direcionamentos, escolhas, metas, articulando os setores empresariais estatais e privados, as universidades e polos tecnológicos. **É mais o Estado desenvolvimentista do que o simples empresário inovador.**

A concessão de crédito bancário ao financiamento foi um dos tópicos abordados por Keynes, que formulou os conceitos de *finance/funding*. O *finance* é o fundo rotativo que financia a compra ou aluguel pelo empresário dos fatores de produção. Como não se pode saber a rentabilidade do futuro negócio, é realmente uma aposta feita pela instituição de crédito, que deve se especializar na análise de risco dos investimentos, embora se saiba que para Keynes a incerteza sobre o futuro na economia tem natureza radical e diferentemente do risco não pode ser objeto de cálculo probabilístico.

Essa rotatividade é descrita por Prates (2010) da seguinte forma:

Em cada momento há um conjunto de empresas que está realizando o gasto de investimento e já exerceu a demanda de *finance*. Este conjunto de empresas está realizando um déficit financiado pelos bancos. Ao mesmo tempo, outro conjunto de empresas está colhendo os resultados de suas decisões anteriores de investimento, isto é, realiza um superávit. Esse superávit permite às corporações servir as dívidas do crédito obtido para o financiamento dos ativos que formaram no passado, e acumular fundos que irrigam o sistema bancário como intermediário financeiro para mobilizar recursos (PRATES, 2010, p.129-130).

Segundo Correa (1995), a análise de Keynes a respeito do papel do setor bancário no desenvolvimento só chegou à formulação de que os investimentos financiados pelos créditos geram as poupanças seguintes após a escrita da Teoria Geral. Sobre o papel dos bancos, afirma a autora:

Os bancos distinguem-se dos demais agentes, na medida em que os depósitos bancários são amplamente aceitos como meio de pagamento. A

capacidade de centralizar capital está ligada a essa especificidade do setor, sendo que a possibilidade de contínua restauração da liquidez amplia a capacidade de expansão dos créditos bancários (CORREA, 1995, p. 18).

O *funding* ocorre no mercado de crédito de longo prazo e é o processo de consolidação financeira do investimento. Devido aos altos montantes envolvidos e à grande complexidade dos investimentos, dificilmente o empresário conseguirá cobrir toda sua dívida apenas com o primeiro circuito de produção. Assim, é necessário que ele consiga no setor bancário “adiantar” parte das receitas que virão no longo prazo através de crédito que também tenha maturação no longo prazo.

Em países como Estados Unidos e Inglaterra, o empresário costuma obter o *funding* diretamente no mercado de ações ou de títulos. Na China, como será visto a seguir, os bancos comerciais e de desenvolvimentos são responsáveis pelo fornecimento de grande parte tanto do crédito de curto quanto de longo prazo.

Por fim, pode-se afirmar que é comum a todos os autores citados a ideia de que não existe a tendência automática de convergência da economia a um ponto estável de crescimento e pleno emprego, quanto mais a um crescimento ótimo capaz de ser incluyente e melhorar as condições do ser humano de forma sustentável. Os sucessivos governos chineses pós 1978, cientes de tal condição, adotaram uma postura de reformas graduais, com implementação de abertura econômica cautelosa com grande atenção à estabilidade do sistema econômico.

3 FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO

3.1 COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

3.1.1 Componentes do Mercado Formal

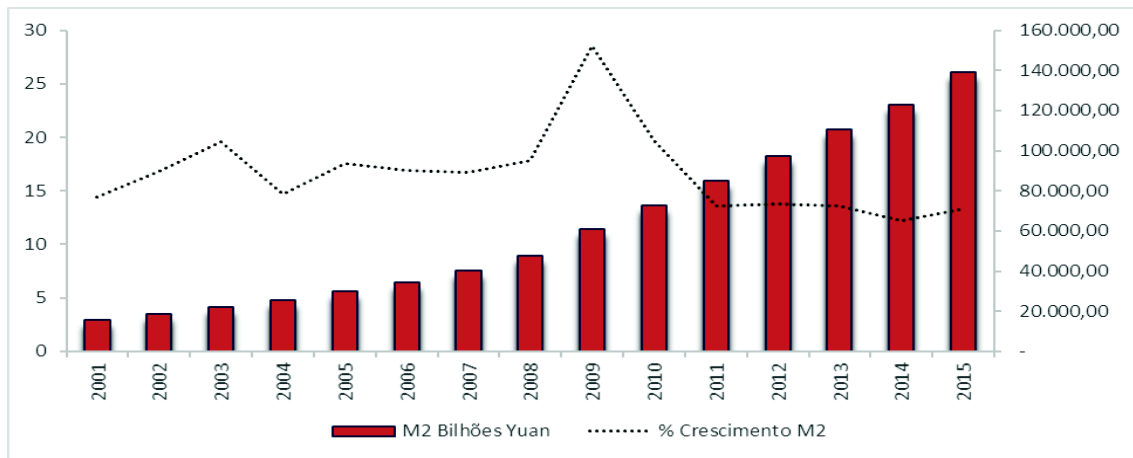
O sistema financeiro chinês é definido como profundo, já que a proporção de ativos financeiros em relação ao PIB é bastante alta, mas estreito, pois não existem tantas opções de investimento disponíveis para os participantes do mercado financeiro. O aprofundamento progressivo é esperado, e mesmo considerado característica dos países desenvolvidos, pois, a criação de crédito é fundamental no processo de acumulação de capital.

Um indicador utilizado para medir a profundidade do setor financeiro é a razão da quantidade de moeda demandada (agregado M2) com o total produzido (PIB). De acordo com o Gráfico 3.1, percebe-se que o crescimento chinês implicou, como ocorreu nos países capitalistas desenvolvidos, no aumento da razão M2/PIB, chegando ao nível de 139.000 bilhões de RMBs em 2015, representando 202% do PIB desse ano.

A partir do Gráfico 3.1 também pode ser observado que o ápice da taxa de crescimento anual da demanda por moeda aconteceu nos anos de 2009 e 2010, o que serve como indicador do estímulo promovido para conter os efeitos da crise financeira de 2008, marcando a taxa de crescimento de 29% e 19,5%, respectivamente.

A maior parte do aumento ocorreu nos empréstimos tomados pelas corporações ligadas aos governos locais, empresas de construção civil e projetos de infraestrutura, e reflete o esforço em manter elevada a taxa de investimento da economia, como será visto em capítulo posterior.

Gráfico 3.1 – Total e taxa de crescimento anual do agregado M2. Período de 2001 a 2015



Fonte: *National Bureau of Statistics of China (2016) China Statistic Yearbook 2016.*

A configuração de cada sistema financeiro varia bastante a depender do país estudado, mesmo se for analisado apenas o conjunto dos países desenvolvidos. Uma classificação bastante simples consiste em separar os sistemas em baseados em bancos ou em mercados de capital a partir da abrangência das atividades das instituições de cada setor.

De acordo com Allen e outros (2004), essa classificação não é muito útil pois existem alguns casos em que não há dominância de um tipo, como por exemplo o Reino Unido, em que tanto os bancos quanto a bolsa de valores possuem grande profundidade. Como afirma Fernando Nogueira da Costa: “Há um capitalismo mundial, mas diversos sistemas financeiros” (COSTA, 2009, p.1).

A caracterização do sistema financeiro deve observar não somente o aspecto geográfico, mas também temporal. O espaço conformado pelo Estado-Nação influencia decisivamente o padrão de acumulação, e este padrão varia com o tempo, a depender do desempenho da economia do país em relação ao resto do mundo. Sendo assim, deve-se entender a conformação atual do sistema financeiro chinês a partir de suas transformações desde 1979, entendidas com ajuda do recorte teórico exposto no Capítulo 2.

O sentido das reformas é o de abrir progressiva e gradualmente a economia para a atividade privada nacional e estrangeira (“reforma e abertura”; “portas abertas”). A regulação estatal e

coletiva da era Mao foi substituída pela assim chamada economia mista, combinando o mercado e o capital com controle do Estado desenvolvimentista.

Obviamente, não é um processo linear e apresenta avanços e retrocessos, mas, observando no longo prazo, pode-se perceber que o PCC intenta liberar a atividade financeira ao mesmo tempo que aspira resguardar a economia da instabilidade típica dos sistemas financeiros.

O PCC vem obtendo grande sucesso na implementação das reformas. Gradualmente a economia está diversificando suas formas de financiamentos para fora da influência dos grandes bancos públicos, mas estes ainda são as instituições mais importantes do setor financeiro e expressam a persistência ainda do controle do Estado. Segundo Naughton (2007), as autoridades são pouco estimuladas a adotar inovações financeiras, pois estas poderiam drenar recursos do setor bancário e assim reduzir o poder político sobre o sistema financeiro.

Segundo hipótese defendida por Burlamaqui (2015), a crise financeira na Ásia freou o processo de abertura financeira da China ao expor as vulnerabilidades a que estavam submetidos os sistemas financeiros de países vizinhos que abriram a conta de capital e desregulamentaram o mercado financeiro. Segundo o autor, o Estado chinês passou a ver com muita desconfiança as reformas que são preconizadas pelo FMI e Banco Mundial aos países subdesenvolvidos.

De qualquer forma, a ideia de diversificar o mercado de capitais e incentivar o aumento da participação do capital privado continua a merecer destaque nos planos e discursos dos líderes políticos do PCC.

A Tabela 3.1 mostra que existe uma tendência de queda da participação dos empréstimos bancários em relação ao total do financiamento. Em 2013, os empréstimos representaram 51% do financiamento anual, mas recuperaram participação com aumento nos anos de 2014 e 2015, representando 73% no dado mais recente.

Importante ressaltar que, devido a uma mudança regulatória ocorrida em 2005, somente a partir desse ano foi possível às empresas estatais (SOEs) a emissão de títulos de dívida de curto prazo. As modalidades empréstimos intercompanhias, dívidas garantidas por bancos e

empréstimo fiduciário na verdade são modalidades ainda não regulamentadas, o que torna sua mensuração menos precisa.

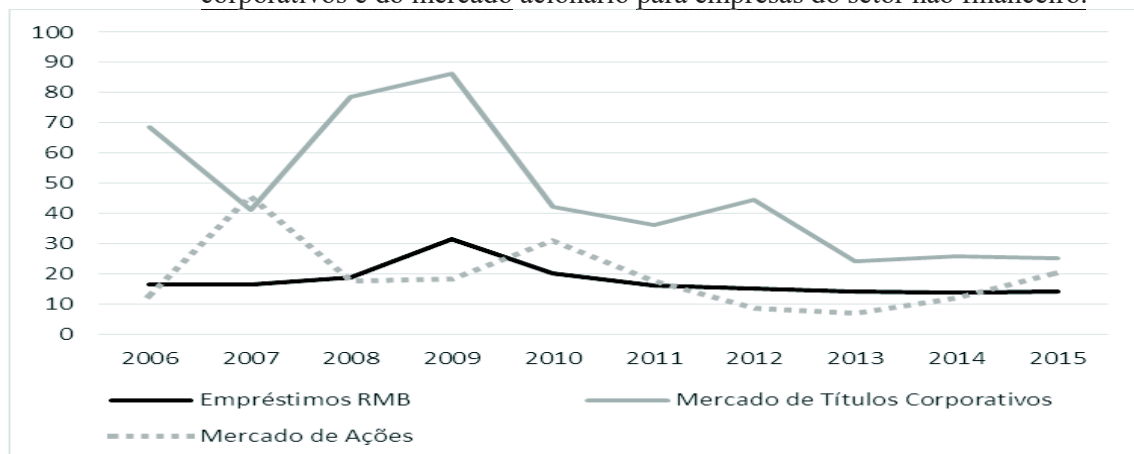
Tabela 3.1 – Financiamento anual por tipo de mercado em RMB Bn

	Total	Empréstimos RMB	Título Corporativo	Empréstimos intercompanias	Empréstimos Moeda Estrangeira	Empréstimo Fiduciário	Dívida Garantida pelos bancos
2006	4.269	3.152	231	269	145	82	150
2007	5.966	3.632	228,4	337	386	170	670
2008	6.980	4.904	552,3	426	194	314	106
2009	13.910	9.594	1.236	678	926	436	460
2010	14.019	7.945	1.106	874	485	386	2.334
2011	12.828	7.471	1.365	1.296	571	203	1.027
2012	15.763	8.203	2.255	1.283	916	1.284	1.049
2013	17.316	8.891	1.811	2.546	584	1840	775
2014	16.413	9.781	2.381	2.506	355	517	128
2015	15.406	11.269	2.938	1.591	-642	43,3	-1.056

Fonte: *National Bureau of Statistics of China* (2016).

Para ilustrar a evolução recente do acesso ao crédito, o Gráfico 3.2 exibe as taxas de crescimento anual do estoque dos três principais tipos de crédito, mostrando o crescimento a taxas superiores da emissão de títulos em relação aos empréstimos bancários e mercado de ações para empresas do setor não financeiro.

Gráfico 3.2 – Taxa de crescimento do crédito dos empréstimos bancários, do mercado de títulos corporativos e do mercado acionário para empresas do setor não financeiro.



Fonte: *National Bureau of Statistics of China* (2016).

Percebe-se uma taxa de crescimento da captação de recursos através da venda de títulos superior ao crescimento dos empréstimos desde o ano de 2006, embora aconteça em base ainda bem menor.

O mercado de ações chinês é segmentado em duas partes, com a possibilidade de emissão de três tipos de ações: *A-Shares*, *B-Shares* e *H-Shares*. No mercado doméstico funcionam as bolsas de Shangai e Shenzhen, no mercado internacional funciona a bolsa de Hong Kong.

As ações *A-Shares* são emitidas pelas corporações em moeda doméstica (RMBs) para investidores locais nas bolsas de Xangai e Shenzhen, as ações *B-Shares* são emitidas nas bolsas de Xangai e Shenzhen com denominação em dólares dos Estados Unidos e dólares de Hong Kong, respectivamente. Na bolsa de Hong Kong são emitidas ações *H-Shares* para investidores estrangeiros em dólar de Hong Kong.

As três praças financeiras da China estão entre as 8 maiores do mundo, sendo a de Shangai a quarta maior bolsa de valores do mundo. Se somadas, possuem um valor de capitalização superior a 10,7 trilhões de dólares, conforme Tabela 3.2 abaixo:

Tabela 3.2 – As oito maiores bolsas de valores do mundo em capitalização. 2017. (em bilhões de dólares)

Bolsa de			Japan	Shangai	London		Shenzen	Hong
Valores	NYSE	Nasdaq	Exchange	Exchange	Exchange	Euronext ¹	Exchange	Kong
2017	19.573	7.779	5.061	4.103	3.467	3.463	3.216	3.193

Fonte: *World Federation of Exchanges* (2017).

¹ Conjunto das bolsas de Amsterdã, Bruxelas, Lisboa e Paris

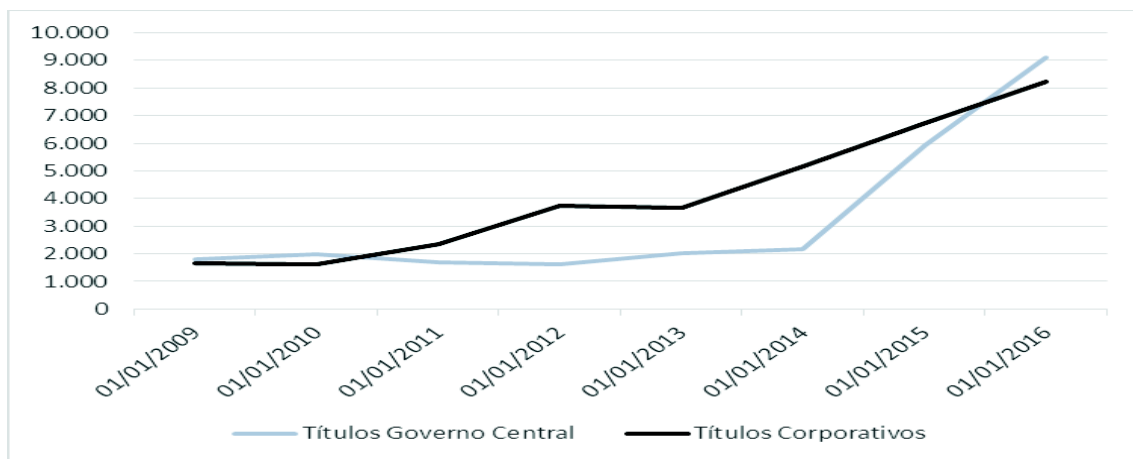
Apesar do grande valor de capitalização, não há tanta liquidez no mercado de ações, tendo em vista que apenas uma parte minoritária das ações são negociáveis no mercado (aproximadamente 34%), segundo Cintra e Edson Filho (2015, p.495).

Conforme Naughton (2007), a segmentação foi implementada para conter a instabilidade de fluxo de capital. Nas palavras do autor:

Originalmente, a segmentação do mercado foi devida à inconvertibilidade do RMB. Os planejadores chineses queriam captar recursos da poupança das famílias e aproveitar o capital estrangeiro sem expor as instituições domésticas para a possibilidade de fluxos de capital desestabilizadores. (tradução nossa) (NAUGHTON, 2007, p. 473).

Em relação a outro segmento do mercado de capitais, o gráfico 3.3 traz o total de títulos emitidos pelo governo central (*treasure bonds*) e pelas corporações até o ano de 2017. A expansão tem início após os estímulos fiscais de 2009, chegando ao total de 9,1 trilhões de RMB de títulos do governo central e 8,2 trilhões de RMB de títulos corporativos no mercado em 2016.

Gráfico 3.3 – Títulos públicos e corporativos no mercado. RMB bn.



Fonte: CEIC (2017)

A comparação do total de ativos das instituições financeiras também é um indício da predominância das instituições bancárias em relação às demais do setor financeiro. A tabela 3.3 traz a comparação de ativos entre três conjuntos de instituições do setor financeiro: as instituições bancárias, as companhias de seguro e de títulos.

A comparação revela que os bancos continuam sendo inúmeras vezes maiores em termos de ativos do que os outros dois conjuntos. Para o ano de 2010, 93% dos ativos estavam concentrados nos bancos.

Tabela 3.3 – Comparativo de ativos por instituições do setor financeiro em % do PIB

	Instituições bancárias	Companhias de seguro	Companhias de títulos
2001	145,4	4,2	—
2002	169,8	5,3	—
2003	179,7	6,7	3,6
2004	175,0	7,5	2,1
2005	175,2	8,3	—
2006	204,0	9,1	—
2007	179,6	10,9	6,5
2008	204,3	10,6	3,8
2009	237,8	11,9	6,0
2010	241,6	12,7	4,9

Fonte: Banco Mundial e CPDCE (2013).

Em resumo, as condições econômicas, políticas e institucionais que condicionaram a formação do sistema financeiro chinês são: i) o interesse do PCC em manter poder político sobre o sistema financeiro através dos bancos comerciais públicos e de fomento; ii) a experiência histórica negativa dos países que liberalizaram as atividades financeiras; iii) a manutenção de taxas de retorno sobre os depósitos sempre superiores à inflação, até o começo dos anos 2000, como forma de manter os depósitos atraentes para as famílias (NAUGHTON, 2007, p. 453); iv) o ritmo relativamente lento e incompleto das reformas, resultando em menor desenvolvimento de opções de investimento das famílias; v) o constante aumento da renda, canalizada para a manutenção de taxa de poupança elevada.

O mercado de capitais ainda possui uma relativamente pequena faixa de atuação, se comparado com o mercado de capitais dos EUA, por exemplo. O mercado de títulos, ações e seguros da China tem atuação limitada pelas instituições de controle e regulamentação do Estado, tendo em vista a capacidade destes setores de formarem fluxos de capital especulativo com a consequente formação de bolhas de preços de ativos nos mais diversos setores (por exemplo, crise das empresas de tecnologia no início dos anos 2000, crise no mercado imobiliário de 2008, ambas nos EUA).

Apesar de serem responsáveis por parte ainda minoritária do financiamento da economia, as instituições do mercado de capital cumprem papel importante na reforma do sistema

financeiro iniciada na década de 1990, cujo objetivo principal é separar o fornecimento de crédito ligado ao financiamento produtivo do uso dos recursos fiscais.

3.1.2 *Shadow Banking*

O setor informal é formado por diversos veículos financeiros, criados para captar pequenas poupanças, ofertar pequenos créditos e constitui um “banco nas sombras” como os que existem nas principais praças financeiras do mundo, que não necessariamente realiza uma atividade tecnicamente ilegal, mas sempre sem supervisão estatal próxima.

Segundo Mendonça (2015), existe uma miríade de instrumentos financeiros, tais como cartas de crédito, securitização de empréstimos, compra de empréstimos com “reempacotamento” e venda posterior, concessão de garantias e empréstimos que não estão sujeitos ao rigor da análise de risco dos bancos do setor formal. Os instrumentos são utilizados para destinar crédito a empresas, famílias e governos locais endividados que não conseguem acesso a crédito nos grandes bancos comerciais.

Não se deve entender o setor paralelo como um corpo estranho que precisa ser retirado, ou, como se diz na teoria econômica neoclássica, com um setor eivado de ineficiências que deveriam ser corrigidas pela criação de instituições formais e regulamentação das atividades. O setor financeiro paralelo cumpre uma função na acumulação financeira ao criar produtos que dão liquidez aos mercados e que não estão sob a regulação estatal.

Na China, o *shadow banking* cumpre a função de ajudar a sustentar a acumulação de capital em um sistema financeiro bastante controlado pela Comissão de Regulação Bancária da China (CRBC), que faz imposição de teto para juros sobre empréstimos, reservas bancárias elevadas (75%), e teto para nível da taxa de empréstimos/depósitos (75% em 2013) (HACHEM; SONG, 2015, p.2).

Para se ter uma ideia do espraiamento das atividades típicas de *shadow banking* pelo mundo, conforme dados divulgados pelo *Bank for International Settlements* (BIS) em 2016, o total de crédito fornecido foi de 36 trilhões de dólares. Apesar do crescimento do setor na China ser o

maior entre países emergentes, o estoque ainda representa apenas 8% do valor mundial (TISSOT, 2016).

Franklin Allen e outros autores (2012) argumentam que o setor financeiro informal não só cumpre uma função, como é o principal responsável pelo dinamismo da economia chinesa, pois é o setor que financia as empresas particulares, individuais e de propriedade parcial de governos locais *Township Village Enterprise* (TVE). Apesar da importância dos pequenos e médios negócios, é óbvio que os fatos não avalizam essa interpretação muito exagerada de Allen.

As empresas citadas, que formam o que os autores chamam de “Setor Híbrido”, apresentam crescimento superior ao das empresas do governo e das listadas em bolsa. Nas palavras dos autores:

O setor híbrido é o que mais contribui para o crescimento econômico da China, e o que emprega a maioria da força de trabalho. A coexistência do setor financeiro alternativo com os mercados de capital e os bancos é capaz de alimentar o crescimento do setor híbrido (ALLEN *et al.*, 2012, p. 3).

Apesar da ênfase dos autores na dinâmica das pequenas e médias empresas, o presente trabalho defende que o principal motor do crescimento é a grande empresa (estatal e privada) em associação com o Estado. A ação estatal é decisiva, porque o processo de desenvolvimento requer um grande esforço de planejamento, investimento em infraestrutura, industrialização em larga escala e controle das instabilidades dos ciclos e das desigualdades.

Tais atividades estão sendo realizadas com a participação direta do Estado, como uma instituição política que representa a coletividade e lidera um projeto nacional desenvolvimentista da coalizão das classes dominantes da sociedade chinesa. Até agora o papel do Estado e o projeto nacional estão em consonância com a rápida acumulação de capital. O *shadow banking* e os pequenos e médios negócios são parte legítima deste processo de crescimento econômico do país.

Tsai (2015) argumenta que o resultado da política fiscal expansionista pós crise de 2008 foi o fortalecimento do setor informal de empréstimos e mercado de títulos em geral, formado por

pequenas e médias empresas. Os grandes bancos comerciais não foram capazes, ou não tiveram interesse, de financiar a explosão do número de transações financeiras.

Para se ter uma dimensão do nível de crescimento do *Shadow Banking* chinês, Tsai (2015) aponta que, somente entre 2008 e 2010, o pacote de estímulo do governo central resultou na destinação de 12 trilhões de RMB, pelos veículos informais, para os governos locais.

3.2 INTERNACIONALIZAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO CHINÊS

A relação geopolítica global deve ser entendida pela disputa entre países em torno do *hard power* e *soft power*. A capacidade de um país assegurar para si o acesso a riquezas ou pelo menos distorcer a sua distribuição pelo mundo é chamada de *hard power*. Nesse campo a China vem obtendo avanços significativos, tendo em vista a capacidade do país de aumentar a sua participação no comércio mundial e de se inserir nas cadeias de valor.

A internacionalização do RMB faz parte da estratégia de ganho de *soft power*, pois a disseminação do uso da moeda de um país o permite influenciar as instituições de governança global. Para que uma moeda seja considerada divisa, é preciso que ela seja aceita pelos países como veículo de apoio às trocas comerciais, sendo fundamental que o país possua uma conta de capital liberalizada que possibilite uma grande liquidez de ativos financeiros e da moeda para fora das fronteiras.

Um indicador do projeto está no aumento da participação da China no próprio FMI, cujo objetivo é reduzir a influência dos EUA na instituição. Segundo FMI (2017), a China é o terceiro maior possuidor de cotas do mundo, e o maior entre os países em desenvolvimento. Atualmente, os EUA possuem 82.994,20, Japão 30.820,50 e a China 30.482,90 cotas no fundo.

Segundo Michel Aglietta (2011), a China não tem o interesse de tornar o RMB hegemônico, substituindo o dólar, mas criar uma hegemonia do RMB regionalmente localizada na Ásia. A possibilidade, de acordo com o autor, surgiu com a crise de 2008 e a consequente redução,

ainda que temporária, da liquidez do dólar. Restou aos países a certeza da necessidade de reduzir a influência do dólar.

Outro indicador do esforço de internacionalização da economia está na criação em 2014 dos bancos de desenvolvimento internacionais *Asian Infrastructure Investment Bank* (AIIB), composto inicialmente por 21 países da Ásia e *New Development Bank* (NDB), o banco dos BRICS, sendo que ambos a China é o país controlador. Segundo os anúncios de criação, ambos tem um aporte inicial de 100 bilhões de dólares que serão destinados principalmente a projetos de infraestrutura dos países participantes.

Até o momento, o movimento de internacionalização do setor bancário chinês foi baseado principalmente na entrada de capital estrangeiro em participação minoritária dos grandes bancos públicos chineses, sendo ainda bastante incipiente o investimento dos bancos chineses em outras praças financeiras.

Hong Kong atua com papel importante nesse estágio ainda de abertura intermediária do mercado bancário chinês, pois as atividades financeiras são menos regulamentadas do que na China, fazendo de Hong Kong um grande centro financeiro de saída de capitais para a economia chinesa. A estratégia chinesa consiste na criação de um mercado em Hong Kong baseado no RMB.

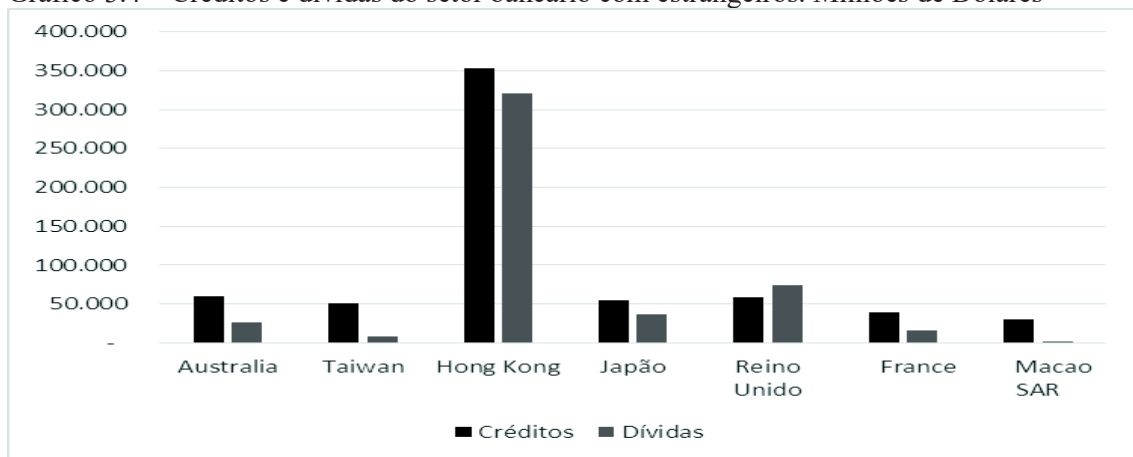
O governo vem estimulando os bancos a emprestarem em RMB na praça financeira de Hong Kong, ao mesmo tempo em que controla as ações de arbitragem sobre o valor do RMB em Hong Kong (*offshore*) e em Xangai (*inshore*). O desenvolvimento do mercado financeiro dual visa atender às contradições de uma estratégia que, ao mesmo tempo, busca internacionalizar a moeda, ganhando influência sobre os outros países, e manter a estabilidade financeira interna.

Segundo Aglietta (2011) a contradição presente no PCC/Estado está na disputa de influência entre o Ministério do Comércio, cuja preocupação maior está na estabilidade econômica com crescimento e manutenção do emprego, e o PBOC, cuja preocupação está em remover os controles de capital (como o controle da taxa de juros sobre empréstimos) para reduzir as distorções que esses controles causam no fluxo de ativos financeiros.

De acordo com os dados mais recentes, as relações financeiras ainda estão limitadas principalmente a relação com as unidades administrativas e países próximos. Na relação das 8 maiores conexões financeiras com a China, apenas França e Reino Unido são exceção.

O total de créditos e dívidas do setor bancário chinês com Hong Kong é significativamente maior que todos os demais, como pode ser percebido pelo Gráfico 3.4. De fato, Hong Kong é uma unidade administrativa com papel fundamental no processo controlado de internacionalização da economia chinesa, sendo o porto principal de entrada para o capital externo e também a principal praça de captação de recursos externos das empresas chinesas.

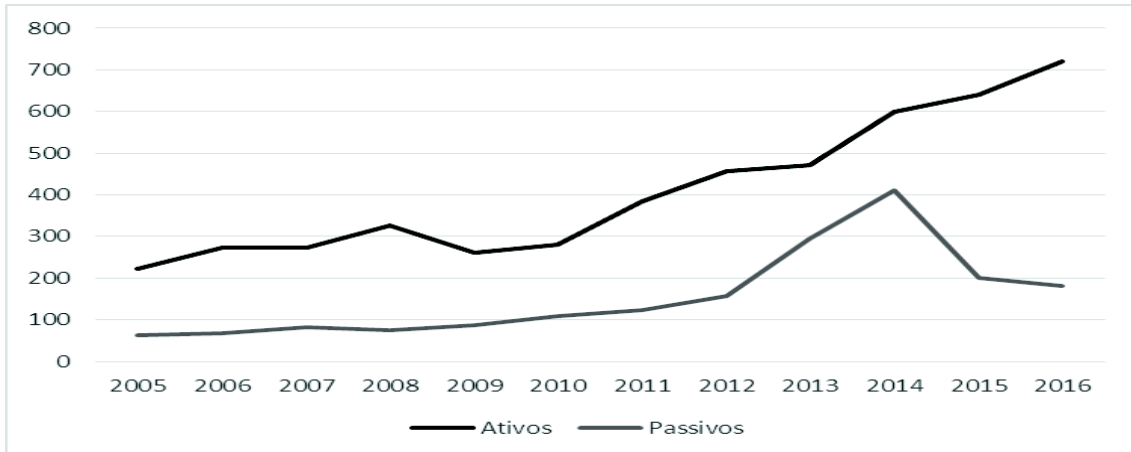
Gráfico 3.4 – Créditos e dívidas do setor bancário com estrangeiros. Milhões de Dólares



Fonte: BIS (2017) *Statist Explorer, Country Tables A6 Residence of counterparty*.

Analisando a evolução recente do total de ativos em relação às obrigações internacionais, conforme dados do *International Financial Statistic* para a liquidez internacional do sistema bancário chinês, exibidos no gráfico 3.5 abaixo, pode ser percebido que as instituições bancárias chinesas continuam bastante líquidas. A taxa de passivo total por ativo total chegou ao máximo em 2014 com 68%, tendo decrescido desde então até alcançar o valor de 25% em 2016.

Gráfico 3.5 – Evolução recente dos ativos e passivos internacionais do setor bancário, Bn US\$



Fonte: FMI (2017).

Segundo Deos (2015), o movimento de entrada de capital estrangeiro no setor bancário ainda está bastante limitado. De relevo, apenas os investimentos de grandes bancos de países desenvolvidos nas ofertas iniciais de ações dos grandes bancos comerciais, movimento esse que refluíu após a retirada de capital no período da crise em 2008. Segundo Deos (2015, p. 411), em 2010 apenas 1,83% dos ativos do setor bancário era de bancos estrangeiros.

Em relação ao movimento de saída de capital, segundo Deos (2015), ainda é baixa a participação dos bancos no capital internacional, com exceção de Hong Kong. Um dos motivos seria que apenas desde 2006 que existe na China a regulamentação das atividades de saída de capital. De fato, a internacionalização da economia chinesa permanece fundamentalmente um fenômeno do setor produtivo.

3.3 BANCOS COMERCIAIS PÚBLICOS E BANCOS DE DESENVOLVIMENTO

O sistema bancário chinês atual tem como principais características a grande concentração dos ativos em grandes bancos, o controle da propriedade por parte do Estado e a separação das atividades comerciais e de fomento pela criação dos bancos de desenvolvimento.

Em relação a concentração bancária, existe uma tendência de diminuição do tamanho dos grandes bancos comerciais em relação ao total, mas ainda segue com o significativa, representando 39% do tamanho das instituições bancárias em 2015, conforme Tabela 3.4 abaixo.

Tabela 3.4 – Participação percentual em relação ao total de ativos do setor bancário

Instituição/Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Grandes bancos comerciais	53,2	51,0	50,8	49,2	47,3	44,9	43,3	41,2	39,2
Bancos de Desenvolvimento	8,1	9,0	8,8	8,0	8,2	8,4	8,3	9,1	9,7

Fonte: CRBC (2015).

Os ativos dos bancos de desenvolvimento representam quase 10% do total e se destinam a financiar projetos em áreas consideradas estratégicas pelo PCC. Se considerados os dois tipos, então o Estado possui controle direto sobre quase 50% do total dos ativos do setor.

Ainda são componentes do perfil atual do sistema bancário os bancos de capital misto, bancos comerciais dos municípios, cooperativas de crédito rural e urbanas, bancos estrangeiros e outras instituições financeiras.

A expansão de crédito desde 2009 foi instrumentalizada principalmente pelos grandes bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, bancos de capital misto e bancos comerciais dos municípios. O ativo de todos mais do que duplicou desde 2009 (CRBC, 2015).

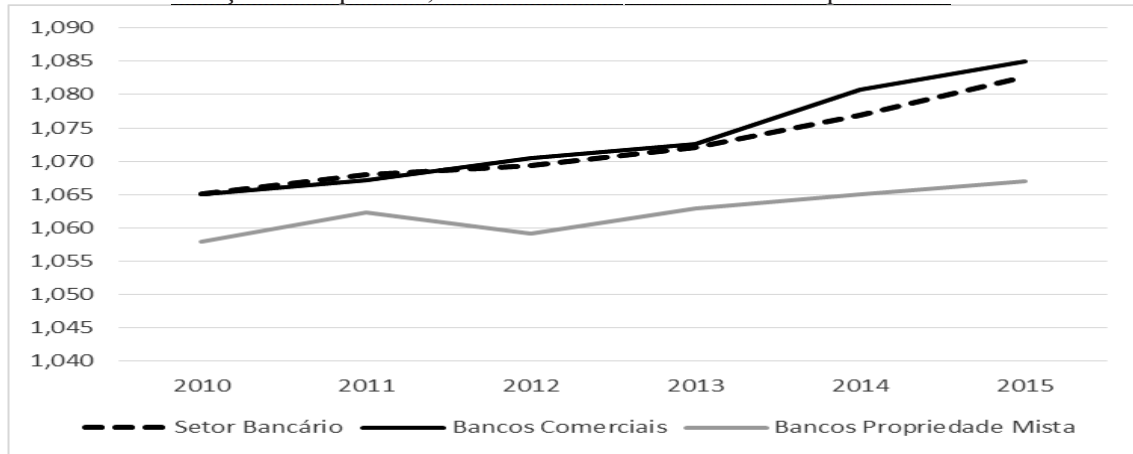
A evolução recente dos ativos e passivos domésticos do setor bancário é exibida abaixo, levando a concluir que a taxa de ativos total/passivos totais está estável, conforme Gráfico 3.6. Há de fato um aumento marginal da relação de ativos/passivos para os bancos comerciais e de capital misto.

Pode-se concluir então que o setor bancário está captando recursos junto ao mercado para fornecer novos empréstimos e não para pagar dívidas, o que seria característico comportamento de um setor com grande nível de alavancagem, como também será mais adiante, quando da análise dos indicadores bancários.

O principal trunfo do setor bancário está no comportamento típico chinês do total de depósitos e empréstimos. Desde o começo das reformas que se estabeleceu na economia uma alta taxa de poupança que é comumente direcionada para os bancos.

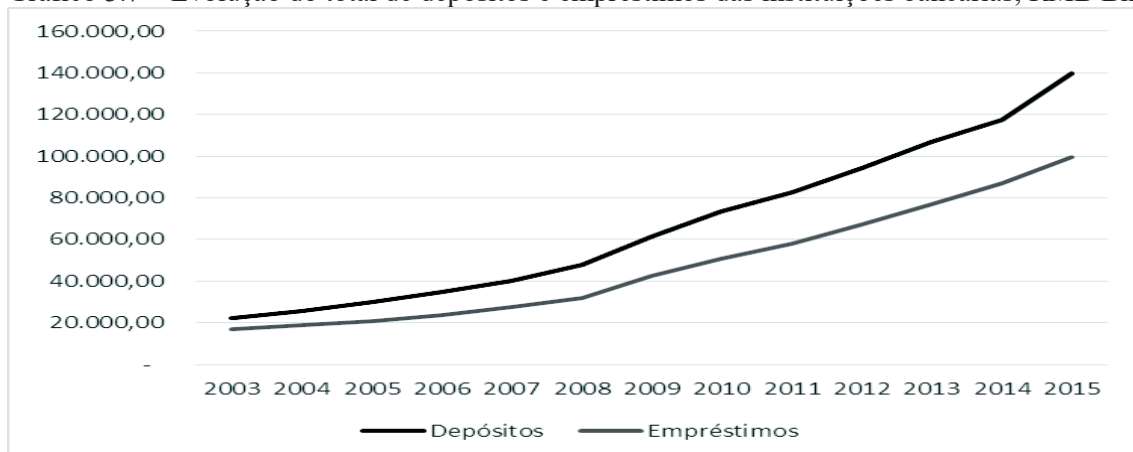
Já o Gráfico 3.7 mostra que o grande aumento recente nos empréstimos é compensado por um aumento ainda mais acentuado dos depósitos bancários.

Gráfico 3.6 – Relação ativo/passivo, total e bancos comerciais e de capital misto



Fonte: Elaboração própria com base em CRBC(2015).

Gráfico 3.7 – Evolução do total de depósitos e empréstimos das instituições bancárias, RMB Bn



Fonte: CRBC (2015).

A análise das reformas iniciadas em 1979 revela que o sentido dado ao setor bancário foi o de separação, diversificação e interiorização das atividades bancárias com abertura progressiva da participação ao setor privado.

Partindo de uma base legada pelo governo de Mao Tsé-Tung, no qual o Banco Popular da China - *People's Bank of China* (PBC) era o único responsável por financiar os projetos dos ministérios de Estado, o PCC instituiu seguidas reformulações a respeito da execução das

atividades bancárias, separando as atividades típicas de banco central e de política fiscal das atividades comerciais. O PBC ficou com o papel convencional de banco central.

Mendonça (2015) propôs uma periodização das reformas em seis etapas que, ao ver do autor do presente trabalho, consegue captar e descrever bem o sentido das reformas. As etapas serão brevemente descritas a seguir.

Etapa 1 (1978-1984): Separação das atividades do banco central, que manteve o nome (PBC), das atividades comerciais, com a criação dos até hoje quatro principais bancos chineses: Banco da China - *Bank of China* (BOC), especializado no comércio exterior; Banco da Construção da China (*China Construction Bank – CCB*), especializado em grandes projetos de investimento; Banco da Agricultura da China - *Agricultural Bank of China* (ABC), para especializado no financiamento da agricultura; e ICBC, com o intuito de financiar transações comerciais.

Etapa 2 (1984-1988): Alargamento das atividades do *big four*, criação de intermediários financeiros não bancários ligados aos bancos e municípios, expansão das atividades das cooperativas e criação dos primeiros bancos comerciais mistos, conjunto que tem como principal representante o Banco da Comunicação - *Bank of Communications* (Bocom) que rapidamente expandiu suas atividades e hoje é considerado um dos *big five* bancos.

Etapa 3 (1988-1991): Devido à instabilidade inflacionária, o período representa uma pausa nas reformas e maior aperto dos órgãos reguladores sobre os intermediários não bancários em especial.

Etapa 4 (1992-1997): Grande mudança qualitativa com a criação dos bancos de desenvolvimento voltados para investimentos estratégicos de longo prazo de maturação e áreas de menos desenvolvimento da China. São os bancos: Banco de Desenvolvimento da China - *China Development Bank* (CDB), Banco de Importações e Exportações da China - *China Import-Export Bank* (China Ex-Im) e Banco de Desenvolvimento da Agricultura da China - *Agricultural Development Bank of China* (ADBC).

Ainda no período foram instaladas os primeiros bancos estrangeiros e bancos comerciais municipais. Os bancos estrangeiros não participaram da grande parte expansão de crédito recente, representando apenas 1,3% do total de ativos em 2015 (CRBC, 2015). Já os bancos comerciais municipais se tornaram atores de relevância, representando 11,3% do total dos ativos em 2015 (CRBC, 2015).

Fase 5 (1998-2008): Período caracterizado pela reestruturação do sistema bancário após a crise de 1998, ocasionada pelo acúmulo de dívidas não pagas e que será vista em mais detalhes no capítulo 4 desta dissertação. Período em que foram criadas as Companhias de Administração de Ativos - *Asset Management Companies* (AMC), responsáveis pelo manejo de crédito de recebimento duvidoso e essenciais para aliviar os balanços dos bancos em tempos de instabilidade financeira.

Mudança no perfil da propriedade dos *big five*, através de sucessivas capitalizações junto ao mercado, que reduziram a participação acionária do Estado nos bancos e serviu para recapitalizar os bancos após a crise de 1998. Com dados de 2011, conforme a Tabela 3.5, percebe-se que o Estado ainda possui posição majoritária nos quatro maiores bancos da China, diferentemente do que ocorre com o Bocom.

Tabela 3.5 – Participação acionária do Estado nos *big five* bancos comerciais

Banco/Ano	2007	2008	2009	2010	2011
ABC	100	100	100	82,7	82,7
BOC	70,79	70,79	67,53	67,55	67,6
CCB	59,12	48,17	57	57,03	57,03
ICBC	74,8	70,7	70,7	70,7	70,7
Bocom	26,48	26,48	26,2	26,52	26,52

Fonte: DEOS (2015).

Etapa 6 (2008-Dias atuais): abertura dos bancos de desenvolvimento e AMCs ao mercado como forma de dotar o sistema financeiro de capacidade de resposta à crise financeira de 2008. Trata-se de uma etapa de alargamento da concessão de crédito através da adaptação de instituições financeiras já existentes. Os bancos de desenvolvimento foram estimulados pelo PCB a realizar atividades comerciais e as AMCs deixaram de ser instituições de manejo de

“ativos ruins” dos bancos e foram incentivadas a atuar diretamente no mercado com o fornecimento de instrumentos financeiros diversos.

Antes de seguir na descrição dos bancos de desenvolvimento, é importante observar como o Estado utiliza as reservas internacionais para fortalecer a posição dos bancos. Parte da posição majoritária do Estado nos bancos se deve à participação da Central Huijin.

A Central Huijin foi criada como fundo de investimentos do governo central e atualmente faz parte do CIC, que é o fundo soberano chinês. Segundo Mendonça (2015), para valores de 2012, a participação da Central Huijin representa quase toda a participação estatal no CCB e no BOC, por exemplo. Dessa forma, em teoria, o fundo soberano pode utilizar suas reservas para auxiliar a Central Huijin, que por sua vez pode usar os recursos para recapitalizar os bancos.

A Tabela 3.6 traz a posição de 2016 dos 10 principais bancos da China, no qual se percebe que a concentração bancária atualmente está expressa tanto no ativos quanto no total de empréstimos.

Percebe-se também que o setor bancário vem apresentando resultados bastante positivos, tanto bancos públicos quanto bancos de economia mista não são ineficientes, pois apresentam bom nível de lucros líquidos e bom índice de custo/renda.

Tabela 3.6 – Relação de ativos, empréstimos, depósitos, lucro líquido e razão custo/renda. 10 maiores bancos. RMB Milhões

Banco	Total de Ativos	Empréstimos	Depósitos	Lucro Líquido	Razão Custo/Renda
ICBC	24.137.265	13.056.846	17.825.302	279.106	25,91%
CCB	20.963.705	11.757.032	15.402.915	232.389	27,49%
ABC	19.570.061	9.719.639	15.038.001	18.406	34,59%
BOC	18.148.889	9.973.362	12.939.748	184.051	28,08%
Bocom	8.403.166	4.102.959	4.728.589	67.651	31,60%
Postal Savings	8.265.622	3.010.648	7.286.311	39.776	66,44%
Industrial Bank	5.942.311	2.079.814	2.694.751	54.327	23,39%
China Merchants	6.085.895	3.261.681	3.802.049	62.380	28,01%
China Citic Bank	5.931.050	2.877.927	3.639.290	41.786	27,56%
China Minsheng Bank	5.895.877	2.461.586	3.082.242	48.778	30,98%

Fonte: KPMG (2016).

Atualmente o *Post Savings Bank of China* é considerado também um grande banco comercial. O *Industrial Bank*, *Citic Bank Corporation*, *China Minsheng*, *China* e *Merchants Bank* são bancos de capital misto.

O *China Development Bank* - CDB é um símbolo tanto do sucesso das reformas, no sentido de proporcionar crescimento econômico com aumento da participação da China nos investimentos no exterior, quanto dos perigos que estão presentes na atual situação de vulnerabilidade financeira das empresas e governos locais.

É o banco de desenvolvimento mais importante da China e o maior do mundo, de acordo com Henry Sanderson e Michael Forsythe (2013). É a principal instituição de financiamento da expansão estratégica do capital chinês para África e América Latina.

Em dados recentes, percebe-se o crescimento do volume de ativos controlados pelo CDB, tanto em números absolutos quanto em percentual do PIB, conforme Tabela 3.7. O banco não capta recursos diretamente dos depositantes, mas através de emissão de títulos para os bancos comerciais. Em 2015, o total de títulos emitidos foi de 7,3 trilhões de RMB, o que representa um aumento de 63% em relação a 2011.

Tabela 3.7 – Destaques Financeiros – CDB. Bn RMB ou Percentual

	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo Total ¹	6.252,30 (12,78%)	7.534,90 (13,94%)	8.197,20 (13,77%)	10.317,00 (16,02%)	12.619,70 (18,41%)
Empréstimos	5.525,90	6.417,60	7.148,30	7.941,60	9.206,90
NPL	0,40%	0,30%	0,48%	0,65%	0,81%
Passivo	5.807,00	7.025,10	7.627,80	9.636,20	11.549,40
Títulos de dívida	4.476,40	5.302,20	5.840,60	6.353,60	7.301,40
Capital Próprio	445,30	509,90	569,40	680,80	1.070,30
Lucro Líquido	45,60	63,10	80,00	97,70	102,80
Receita líquida de juros	116,50	154,40	171,50	178,70	158,40

Fonte: CDB (2017). ¹ Em parênteses, em relação ao PIB.

Detalhando por indústria, nota-se que é efetivamente um banco de infraestrutura e inovação. Entre os maiores recebedores de crédito estão as atividades de construção de estradas

(17,53%), a renovação urbana (14,68%), a infraestrutura pública (13,40%) e as indústrias emergentes e energia elétrica (17,04% somadas), segundo CDB (2017).

Ainda de acordo com CDB (2017), 14,19% do estoque de empréstimos se refere a crédito para outros países ou empresas no exterior, o que significa um total de 1,288 trilhões de RMB, ou 1,88% do PIB de 2015. A grande maior parte da carteira do banco é de crédito de médio e longo prazo (86,36% em crédito com maturidade superior a 1 ano).

O CDB tem papel central na estratégia chinesa de internacionalização da sua economia. Davies (2010) em estudo constante do relatório *Perspectives on Global Development*, da OCDE, define assim a forma de investimento da China na África:

O modelo de capital de risco que está sendo construído difere do modelo tradicional do Ocidente. O modelo é mais adaptado a buscar o interesse nacional do que dos acionistas do banco. A estrutura estatal dos bancos de desenvolvimento permite uma abordagem onde o capital é investido de forma mais apropriada a um plano de desenvolvimento de longo prazo do que para ganhos de curto prazo (DAVIES, 2010, p.11). (Tradução nossa)

O modelo se refere aos empréstimos realizados aos países subdesenvolvidos pelas instituições multilaterais controladas pelos países desenvolvidos, que condicionavam o fornecimento do crédito a medidas de austeridade orçamentária e privatizações. Segundo o economista Joseph Stiglitz: “Eu penso que a China aprendeu com os erros do Banco Mundial e FMI, as condicionalidades geralmente eram contra produtivas e terminavam por contribuir para a desindustrialização. (...) Para o FMI, um sistema financeiro liberalizado era um fim em si mesmo” (FORSYTHE; SANDERSON, 2013).

Entre os projetos atualmente financiados pelo CDB estão a internacionalização da indústria chinesa que busca mão de obra barata e vantagens no acesso a matéria prima, a expansão da indústria de serviços, especialmente construção civil, através da concessão de empréstimos em que parte das obras são feitas necessariamente por empresas chinesas, e o acesso a matéria prima estratégica ao país, como o petróleo.

Percebe-se assim como a atividade do CDB não se limita a financiar as empresas buscando retorno financeiro, mas é uma instituição fundamental nos planos estatais de crescimento no longo prazo e de ganho de poder geopolítico. Serão vistos a seguir alguns exemplos com o intuito de esclarecer como opera efetivamente o CDB nesses projetos.

Na Etiópia, a O CDB financia a própria entrada da indústria de couro chinesa, que busca mão de obra barata e acesso a matéria prima de qualidade que é vantagem natural do país. A produção se destina integralmente para o próprio mercado chinês.

Em Gana, através do maior empréstimo já concedido ao país (3 bilhões de dólares ou 8% do PIB do país em 2011), o CDB financia a construção de infraestrutura para extração de petróleo e gás natural em reserva recém descoberta pelo país. Em contrapartida, parte das obras serão realizada por empresas chinesas como SINOPEC (ramo do petróleo), Hasan International e Jiangxi Corporation (Construção civil), sendo que o empréstimo garante à SINOPEC a compra de 13.000 barris de petróleo por dia (FORSYTHE; SANDERSON, 2013).

O principal exemplo do esforço chinês em garantir acesso a *commodities* estratégicas é o relacionamento do CDB com a Venezuela. O financiamento da produção de petróleo na Venezuela representou, em dados de 2013, 1/3 de todos os investimentos do CDB no exterior (40 bilhões de dólares em empréstimos e 96 bilhões em empréstimos e garantias para empresas da própria China envolvidas nos projetos financiados) (FORSYTHE; SANDERSON, 2013).

O histórico de instabilidade econômica e *defaults* sobre a dívida externa da Venezuela não são um impeditivo para a concessão de empréstimos. A lógica está no fato de que o principal objetivo do governo chinês está em assegurar para o país as reservas de petróleo suficientes para suprir a demanda interna ainda crescente, já que mais de 50% da demanda não consegue ser satisfeita pela oferta interna.

Segundo as palavras de Liu Kegou, membro do CDB:

As principais medidas de capacidade de pagamento de serviço da dívida não são o total da dívida ou a relação com o PIB, mas a ligação com o

fornecimento de petróleo. Petróleo é muito fácil de extrair e exportar. Assim, a capacidade de pagamento do serviço da dívida da Venezuela é muito boa (FORSYTHE; SANDERSON, 2013) (tradução nossa).

A conclusão é que o CDB é um banco de atividade fundamental na estratégia das empresas de petróleo chinesas na competição com as demais empresas mundiais, que não podem contar com esse tipo de acordos bilaterais que se tornam realidade através do financiamento e consultoria do banco.

Finalizando os exemplos da atuação, o banco possui um papel central no financiamento das novas indústrias, em especial o setor de energia renovável. O CDB financiou a consolidação das empresas chinesas no setor de energia eólica e solar, fornecendo a estas uma vantagem competitiva de acesso estável a enorme quantidade de crédito que não está disponível no mesmo montante para as empresas concorrentes do mercado internacional.

No total, a China investiu, somente em 2010, mais de 51 bilhões de dólares, quantia significativamente superior a todos os outros países. Destes, 54% veio do CDB. Os resultados dos investimentos são impressionantes: 6 das 10 maiores empresas de célula solar são chinesas e mais de 70% da produção da célula fotovoltaica mais produzida no mundo tem origem na China (FORSYTHE; SANDERSON, 2013).

A importância do banco não deve ser avaliada apenas pelo total financiado. Enquanto o mercado de tecnologia de ponta ainda não está maduro, uma série de inovações nas técnicas de produção fracassam, levando as reorganizações frequentes no mercado.

Sendo assim, é imprescindível a existência de um banco com o perfil do CDB, como descrito acima. Segundo os autores: “É o volume de linhas de crédito disponíveis, se necessário, que permite as empresas chinesas aumentarem suas escalas de produção acima das demais...” (FORSYTHE; SANDERSON, 2013).

4 A DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO CORPORATIVO CHINÊS

4.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE O ENDIVIDAMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

O presente capítulo abordará o recente fenômeno do forte endividamento do setor corporativo não-financeiro da China, descrevendo suas causas e principais características, assim como seus possíveis efeitos sobre o setor bancário e sobre o comportamento da economia no momento em que o PCC/Estado inicia a transição para uma economia baseada na acentuação do consumo interno, como exposto no Capítulo 2.

Tendo em vista a combinação e interação entre o alto nível de crédito na economia, de um lado, e a redução da taxa de crescimento, de outro, pode-se entender que a tendência é de que há um endividamento insustentável que deve ser equacionado o quanto antes pelo PCC/Estado, sob pena da formação de crise bancária ou produtiva, com as graves consequências conhecidas das crises capitalistas sobre o nível de emprego, pobreza e desigualdade, o que enfraqueceria assim a legitimidade do PCC junto à sociedade chinesa, debilitando o plano de longo prazo de *catch up* atualmente em curso.

Entretanto, é bastante controverso o entendimento da relação das dívidas com o crescimento econômico. Para Karl Marx, o surgimento e ampliação do chamado “sistema de crédito” foi uma alavanca poderosa para o aumento da acumulação de capital, centralização e concorrência de capitais. Basta lembrar as observações de Marx sobre a centralização de capitais para a viabilização dos grandes investimentos dos transportes ferroviários e das enormes empresas de sociedade anônima.

Como visto no Capítulo 2, de acordo com Keynes e Schumpeter, é a assunção de novas dívidas por parte do empresário como parte de um plano de produção de longo prazo que possibilita a acumulação em uma sociedade capitalista. De fato, o acúmulo de dívidas não é necessariamente negativo, sendo considerado algo esperado com o crescimento, pois indica o aprofundamento do setor financeiro na economia.

Do ponto de vista marxista, se o crédito é canalizado para acumulação de capital, com

expansão e modernização tecnológica da capacidade produtiva, então o capital adquire melhores condições tanto para explorar a força de trabalho quanto para enfrentar a concorrência.

Para que o circuito seja virtuoso, é necessário que a redução da liquidez inicial proveniente da concessão do crédito seja compensada pelo retorno aumentado através das receitas geradas e ampliadas pela produção. Se este retorno não ocorre, ou pelo menos não ocorre em nível suficiente, ou com a lucratividade compatível, então as empresas, se não contarem com fundos de reserva próprios, são obrigadas a compensar com empréstimos adicionais a falta de receitas, o que as torna financeiramente vulneráveis.

Até que ponto tal vulnerabilidade crescente de empresas e governos pode ser sustentada sem formar uma crise de confiança ou mesmo prejudicar o nível de crescimento é alvo de debate entre os economistas. Alguns economistas argumentam que existe um determinado nível de dívidas que prejudica o crescimento, fazendo com que as empresas, com nova capacidade produtiva, que ofertaram bens em excesso tenham que “esperar” por muito tempo o surgimento de demanda nova e suficiente. Esse excesso produtivo levará as empresas a cortarem suas produções, resultando na evolução da capacidade ociosa na economia e na possibilidade de início de período recessivo.

Examinemos, momentaneamente, o problema da dívida do ponto de vista de um país, alterando momentaneamente o foco sobre o crédito doméstico para as empresas dentro de um país. Assim, os professores Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff fizeram a proposta de que existem dois níveis limiares para o crescimento da dívida pública dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. A consequência de ultrapassar o limiar seria a necessária diminuição nas taxas de crescimento.

Segundo os autores Reinhart e Rogoff (2010), para os países desenvolvidos o limiar seria de 90% do PIB, enquanto que para os países em desenvolvimento seria de 60% do PIB. A formulação utiliza a pesquisa de séries históricas dados macroeconômicos como nível de dívida pública e privada, taxa de crescimento e nível de inflação e defende a relação causal entre nível de endividamento (sem detalhar o tipo de dívidas assumidas, se para investimentos

ou gastos correntes, e o contexto histórico de cada época) e queda do crescimento da economia no curto prazo.

O trabalho citado de Reinhart e Rogoff (2010) foi bastante criticado por diversos economistas, que apontaram erros no tratamento dos dados empíricos por parte dos autores. Tais erros permitiram a defesa da ideia de que era o Estado o principal responsável pela demora na recuperação das economias desenvolvidas após a crise de 2008 e que medidas de austeridade fiscal seriam necessárias para viabilizar um novo processo de crescimento.

O debate em torno da validade dos achados dos autores se estende até os dias atuais, sendo o trabalho citado apenas um símbolo. Os autores elaboraram artigos posteriores defendendo a relação entre endividamento público e crescimento e a adoção de medidas de austeridade como remédio para o problema.

Andrea Pescatori e outros (2014) contestam a análise de Reinhart e Rogoff (2010) tanto em relação à metodologia quanto à ideia de causalidade entre nível de dívidas e baixo crescimento. Segundo os autores Pescatori e outros (2014), se for verificado o comportamento da economia no longo prazo (5, 10 e 15 anos), percebe-se que o desempenho é significativamente superior, na média, do que se considerado apenas o curto prazo, o que enfraquece a ideia de limiar desenhada por Reinhart e Rogoff quando se observa um período de tempo maior.

Resumindo, se analisado no longo prazo, perde-se completamente a relação de causa e efeito entre o endividamento público e a redução das taxas de crescimento que supostamente viriam em consequência.

Ainda segundo os autores Pescatori e outros (2014, p. 41) é relevante a trajetória da economia no momento em que se analisa a causalidade entre nível de dívidas e crescimento. Se a trajetória for de queda da dívida/PIB, se verifica um desempenho ainda melhor da economia no longo prazo, do que se conclui que existe indício até de que a relação causal é inversa, sendo o baixo crescimento econômico a causa, em alguns casos, do crescimento e manutenção da dívida em patamar elevado.

A dívida externa é matéria especialmente sensível em casos de países emergentes, com economias ainda em processo de internacionalização e assim com alta exposição a movimentos bruscos de capital especulativo, tendo em vista a grande necessidade desses países de utilização de moeda estrangeira como divisa. O impacto do endividamento externo sobre o crescimento é alvo de análise de Pattillo e outros (2014).

De acordo com os autores, a relação que existe entre ambos é não-linear. No início do endividamento, o aumento de volume de dívidas é visto pelos investidores como saudável e necessário ao crescimento, fazendo o investidor o cálculo de que os futuros ganhos produtivos serão suficientes para prover o pagamento do serviço da dívida. A partir de certo ponto, não especificado com exatidão no trabalho, passa a ser crescente entre os investidores a ideia de que o país não terá condição de pagar todo serviço da dívida, tendo em vista o alto montante de estoque de dívida alcançado.

Além da análise quantitativa, é preciso também fazer uma avaliação qualitativa sobre o processo de endividamento. Segundo os autores:

A teoria sugere que um nível “razoável” de endividamento por um país em desenvolvimento pode estimular o crescimento econômico pelo canal da acumulação (...) Países em estágio inicial de desenvolvimento possuem pequeno estoque de capital e possuem diversas oportunidades de investimento com taxa de retorno superior aos países desenvolvidos. Enquanto os empréstimos sejam utilizados para investimentos produtivos e não sofram instabilidade macroeconômica, políticas que distorçam os incentivos econômicos ou choques adversos, o crescimento deverá crescer e permitir pagamento em dia da dívida (PATILLO *et al.*, 2014, p. 5) (tradução nossa).

Os autores não mencionam, mas está implícito que a estratégia inicial implica na utilização de mão de obra de baixo custo presente em países subdesenvolvidos. É de se destacar também a importância da estabilidade econômica e da noção de “incentivos econômicos corretos”. Por se tratar de um artigo elaborado para as pesquisas do FMI, se enquadra na visão ortodoxa de que o desenvolvimento deve ser guiado pelos incentivos de mercado em ambiente econômico em que se busca a estabilidade ótima.

A dificuldade de se fazer uma análise puramente quantitativa das dívidas decorre das

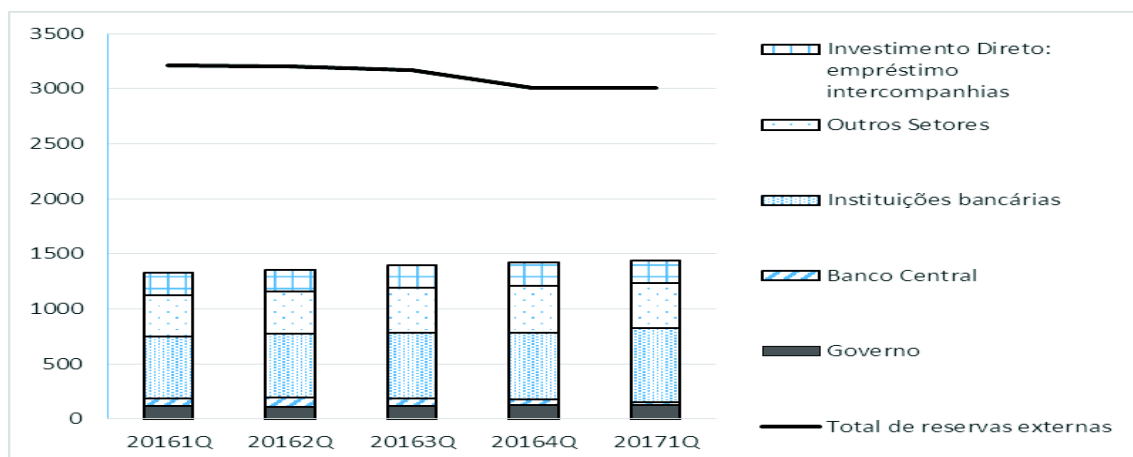
incertezas envolvidas no processo de endividamento de um país ou do seu setor corporativo. Tal questão fica clara na escolha de Pattillo e outros (2014) em mencionar um nível “razoável” de dívidas, razoabilidade essa que dependerá do comportamento futuro tanto da economia do país quanto da qualidade dos investimentos feitos.

O que é razoável? Incertezas econômicas gerais, concorrência e flutuações cíclicas de lucros e acumulação restringem bastante a importância e o realismo dos estudos de excessiva aplicação de modelos matemáticos e econométricos sobre dívidas, receitas corporativas e crescimento econômico.

Está claro que não há consenso entre os economistas sobre os efeitos diretos do endividamento externo sobre o crescimento. Conforme afirmação expressa no relatório *China's Economic and Financial Outlook*, divulgado pelo Banco da China (BOC, 2016, p. 13): “O nível ótimo de dívida não está definido em teoria ou prática; e os níveis de dívidas corporativas variam em diferentes países em cada estágio específico de desenvolvimento” (tradução nossa).

O Gráfico 4.1 apresenta a dívida externa da China, que está estável desde 2016 em pouco menos de 1,5 trilhões de dólares, sendo muito baixa se comparado às reservas internacionais do país. Estas últimas estavam estáveis no último ano em pouco mais de 3 trilhões de dólares. A pequena flutuação recente ocorreu por conta do uso das reservas com fins de manter estável a moeda em casos de corrida especulativa nas bolsas de valores.

Gráfico 4.1 – Componentes da Dívida Externa e Total de Reservas em Bilhões de dólares. China



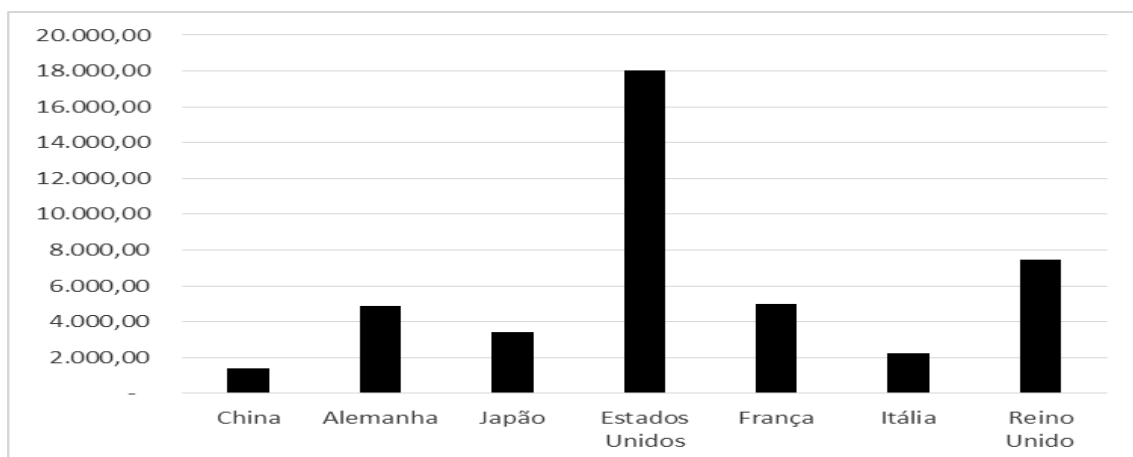
Fonte: Elaboração própria com base em Banco Mundial (2017) e *State Administration of Foreign Exchange* (2017).

A rubrica Empréstimos Intercompanhias não configura necessariamente uma vulnerabilidade financeira, pois indica o montante transferido para empresas na China por empresas parceiras no exterior. Segundo o FMI (2014, p. 41), esses créditos não são avaliados somente pela capacidade de pagamento dos juros mais o principal, mas: “O crédito sobre uma empresa relacionada é avaliado em termos de lucratividade geral e objetivos econômicos da multinacional em operação” (tradução nossa).

O Gráfico 4.2 traz uma comparação entre as maiores dívidas externas dos países do G8, com exceção da Rússia, pois este não possui nível de dívida externa significativo. Apesar do enorme valor da dívida externa bruta dos EUA, este ainda possui a vantagem excepcional de possuir a divisa internacional.

Dessa forma, não se pode fazer uma afirmação contundente a respeito da sua capacidade de pagamento da dívida, pois está disponível aos EUA a possibilidade de expandir unilateralmente a sua liquidez.

Gráfico 4.2 – Comparativo dívida externa bruta G8 – Rússia. Em 2016, bilhões de dólares



Fonte: BIS (2017).

Entende-se assim que não há perigo, no momento, de ocorrer uma corrida especulativa que dificultasse o acesso do governo chinês ao capital estrangeiro, estando também estáveis o

endividamento externo dos bancos e corporações. Ademais, a moderada abertura do mercado de capitais chinês, como visto no capítulo 3, é fator que impediu até os dias atuais o ataque especulativo a instituições financeiras chinesas.

Há no mercado de capitais dos países do Ocidente alguns *hedge funds* que apostam abertamente, através do mercado de derivativos, na queda abrupta do *yuan* ou da Bolsa de Valores de Xangai, que surgiriam a partir de uma crise econômica interna (por exemplo, essa tem sido a expectativa dos fundos *Hayman Capital Management*, *Crescat Capital* e *Bridgewater*, como pode ser verificado na ampla cobertura jornalística de veículos de informação especializados em finanças como *Business Insider*, *Bloomberg*, *CNBC* e outros).

Tais *hedge funds* são basicamente fundos de investimento que captam recursos junto à burguesia e lançam recursos bilionários em uma aposta especulativa no mercado de futuros ou derivativos. Porém, o capital estrangeiro possui pouco ativo chinês em carteira, o que faz com que as apostas ainda permaneçam no campo da puro desejo e propaganda. A banca internacional ainda não dita as regras do funcionamento da economia chinesa, tampouco do ritmo das reformas em andamento.

A relação das dívidas com as taxas de crescimento, posta em um modelo de raciocínio abstratamente econômico, não observa a interferência da política econômica em arranjos sociais tipo socialização de prejuízos e perdas, resgastes governamentais, ou perdão de público de dívidas, em consonância com os interesses e projetos dominantes no Estado. Pelo raciocínio convencional, percebe-se que o forte endividamento privado só pode ser superado por meio da inflação ou por ganhos extraordinários com o setor externo.

A inflação não costuma ser aceita pelas sociedades pela desorganização que provoca na produção e comércio. Os ganhos com as contas de serviços e comercial também não é uma alternativa possível em uma época de baixo crescimento global.

Logo, de imediato, se pode imaginar que o governo chinês pode sanar a vulnerabilidade ocasionada pelas dívidas privadas das corporações por meio de endividamento público. Tendo em vista a grande liquidez internacional com consequente baixo nível de taxa de juros, tendo

atingido, por exemplo, nível negativo em determinados títulos públicos no Japão, essa parece ser a rota certa a ser trilhada.

Ocorre que essa política viria acompanhada de risco em relação a diminuição da capacidade do Estado de guiar o processo de desenvolvimento, em benefício da exacerbação do riqueza e poder de uma minoria social. Esse risco faz parte do estudo de Thomas Piketty (2014) sobre o comportamento do capital no longuíssimo prazo de países como Inglaterra, França, Alemanha e EUA.

Piketty (2014), ao analisar o endividamento da Inglaterra no século XIX como forma de bancar os gastos militares da época, verifica que a consequência foi a formação de um contundente mecanismo de concentração de renda e de aumento da relevância do capital privado em relação ao capital público. Segundo o autor:

Primeiro, não há qualquer dúvida de que esse forte endividamento reforçou o peso da riqueza privada na sociedade britânica (...) uma grande parte da dívida pública — por exemplo, no Reino Unido no século XIX — é detida, na prática, por uma minoria da população, de modo que a dívida alimenta redistribuições importantes no interior do país, tanto no caso em que ela é saldada quanto no caso em que não é (PIKETTY, 2014, p. 165).

Luc Laeven e Fabian Valencia (2013) realizaram considerável esforço de compilação e estudo dos dados a respeito das crises bancárias ocorridas desde os anos 1970 até 2011, verificando seus efeitos na economia, tais como a redução temporária do crescimento da economia, o custo fiscal do estímulo que ocorre em resposta às crises, as mudanças na política monetária com objetivo de aumentar a liquidez para as instituições com problemas, por fim, o aumento da dívida pública contabilizada ao final da crise.

De acordo com os autores Laeven e Valencia (2013, p. 244), a mediana do aumento da relação dívida pública/PIB para os países desenvolvidos foi de 23,6, considerando o início da crise no ano T e calculando a diferença entre T-1 e T+3¹. O aumento decorre principalmente da implementação de políticas fiscais discricionárias e dos estabilizadores macroeconômico

¹ A metodologia dos autores consiste em considerar a diferença entre o estoque da dívida pública presente no ano anterior ao da crise e após três anos. Para evitar que casos extremos distorçam a análise do padrão dos casos, os autores usaram a mediana das observações.

automáticos.

Em relação aos dez maiores aumentos da razão dívida pública/PIB, há casos em que a razão dívida pública/PIB aumenta gravemente, como Congo em 1992 (103%), Chile (88%) e Uruguai (83%) em 1981 e Argentina (82%) em 2001. No caso da crise iniciada em 2008, os principais aumentos foram na Irlanda (73%) e Islândia (72%), ressaltando o fato de que é questionável a interpretação de que os efeitos da crise de 2008 já se completaram.

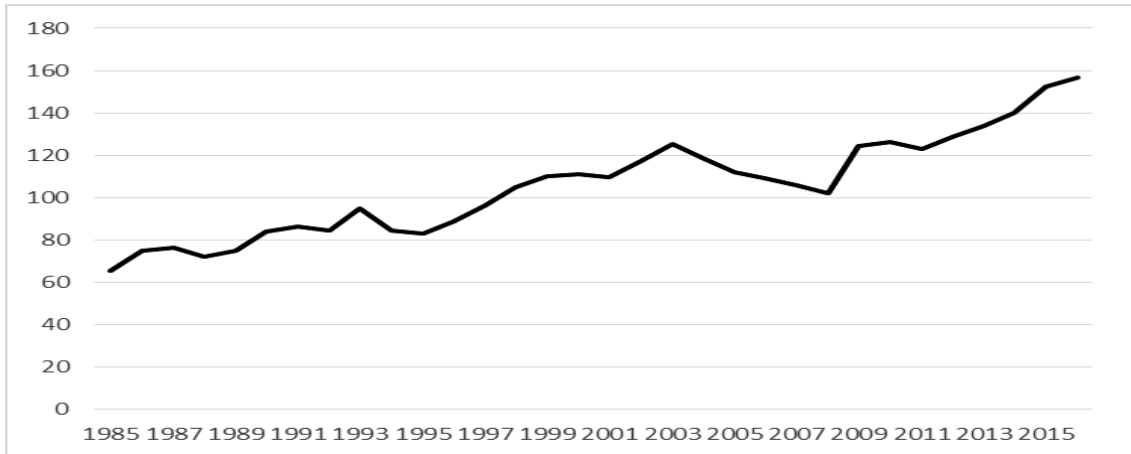
Se de fato o governo chinês buscar a saída financeira para a situação vulnerável das empresas, poderá trilhar talvez uma via que reduzirá sua capacidade no futuro de reger o processo de desenvolvimento, dando espaço para que o capital privado se torne ainda mais hegemônico em relação ao capital público, como identificado por Piketty nas economias ocidentais da atualidade, tornando a sociedade ainda mais desigual, característica tão importante no contexto de manutenção do atraso nas economias ditas emergentes.

4.2 PERFIL DO ENDIVIDAMENTO RECENTE

A seguir serão apresentados alguns dos principais dados e indicadores do comportamento da dívida na economia chinesa, em especial o setor bancário, com o objetivo de indicar o nível de vulnerabilidade financeira das instituições chinesas. Busca-se nessa seção a análise do surgimento de indícios de bolhas de ativos e de crédito, que configurariam um anúncio de crise posterior e a análise de índices da saúde financeira dos bancos.

Conforme dados do Banco Mundial, pode-se observar no Gráfico 4.3 a tendência de longo prazo do crescimento do crédito bancário doméstico para o setor privado, chegando a quase 160% do PIB em 2015. O ponto de inflexão ocorrido em 2003 e que termina em 2008 se refere à reestruturação das dívidas ocorrida no final dos anos 1990 e começo dos anos 2000, representando um aperto do crédito de mais de 20% do PIB e que será analisado em detalhes na seção 4.4.

Gráfico 4.3 – Tendência de longo prazo do crédito bancário doméstico ao setor privado em % do PIB.

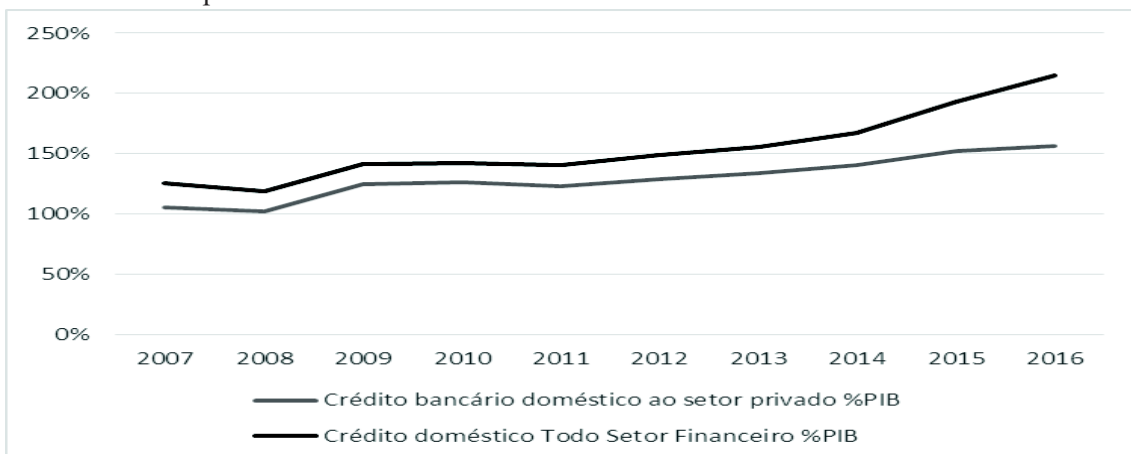


Fonte: Banco Mundial (2017).

O Gráfico 4.4 compara o crédito oferecido pelos bancos e o crédito ofertado por todas as instituições financeiras nos últimos 10 anos, inclusive os próprios bancos. A medida importante a observar aqui é a brecha entre as duas curvas do gráfico. É essa brecha que representa o tamanho do financiamento fora dos bancos.

O ano de 2014 indica o início de uma queda no crescimento dos créditos apenas bancários e a manutenção do crescimento do crédito de todas as instituições financeiras, o que pode ser um indicativo de início de restrição creditícia dos bancos na economia chinesa concomitante ao aumento das atividades de financiamento via títulos ou empréstimos via *shadow banking*.

Gráfico 4.4 Comparativo Crédito Bancário x Crédito de Todo Setor Financeiro. 2007 a 2016. %PIB



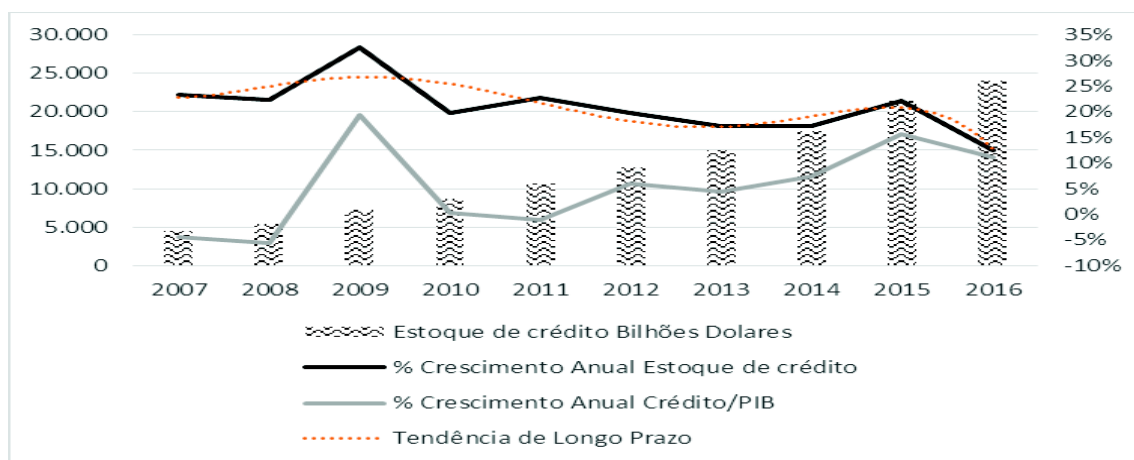
Fonte: Banco Mundial (2017).

Não se deve ressaltar somente o estoque atual da dívida, mas a rapidez com que esta se avolumou na economia chinesa. Em poucos anos o estoque mais do que quadruplicou, como pode ser visto no Gráfico 4.5 abaixo. De acordo com os dados exibidos, a taxa de crescimento

do estoque de crédito decresceu no ano de 2016, após quase permanecer durante quase 6 anos acima de 20% de crescimento anual.

O fato de o setor financeiro continuar aumentando o estoque de crédito nos últimos anos não significa que as condições financeiras estão boas e há um grande número de investimentos de qualidade disponíveis. O estoque de crédito pode continuar a crescer, medido em moeda local, por conta de valorização da taxa de câmbio ou efetivação de linhas de crédito pré-existentes.

Gráfico 4.5 – Estoque de crédito em bilhões de dólares e sua taxa de crescimento



Fonte: Banco Mundial (2017).

É importante tentar estabelecer até que ponto a China viveu nos anos seguintes a 2007 um *boom* de crédito, como uma bolha financeira, pois se sabe que este tipo de expansão na economia tende a levar a uma situação de risco de crise setorial ou mesmo sistêmica. No já referido estudo a respeito das crises bancárias desde 1970, aproximadamente 30% foi precedida por um crescimento muito rápido do crédito nos anos precedentes (LAEVEN ; VALENCIA, 2013).

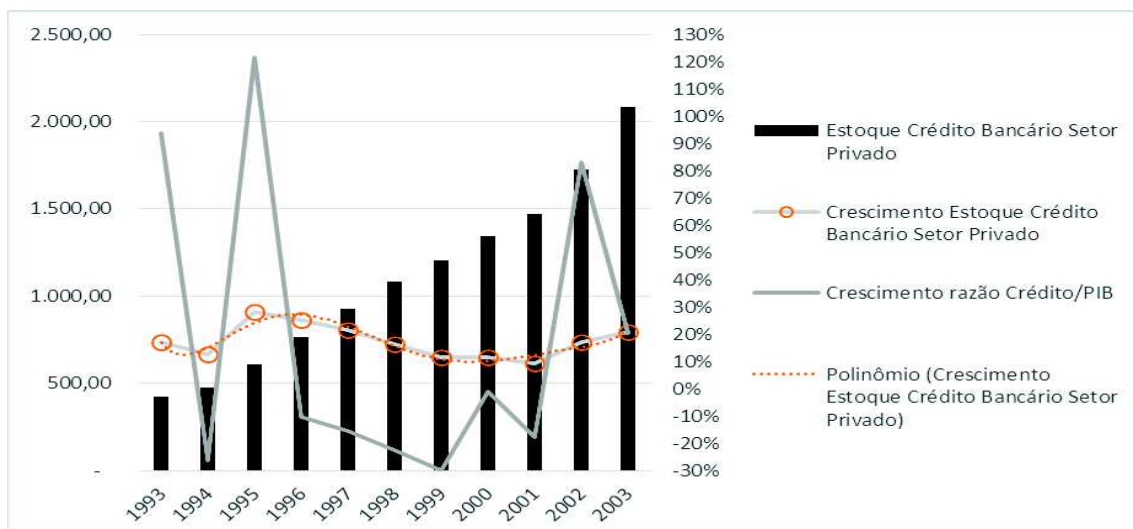
Os mesmos autores propuseram dois métodos para identificar períodos de *booms* de crédito: i) Se o crescimento do estoque de crédito nos anos em análise superaram em 1,5 a medida de tendência de longo prazo (10 anos) do crescimento do estoque de crédito, em conjunto com o fato de a economia apresentar taxas de crescimento da razão crédito/PIB superiores a 10% anual; ii) Os anos em que a taxa de crescimento da razão crédito/PIB excede os 20% por ano.

A tendência foi calculada através de aproximação por função polinomial. No caso em análise, como pode ser visto no Gráfico 4.5, apenas nos anos 2009 e 2012 a taxa foi superior à tendência de 10 anos. Logo, não temos um conjunto de anos para satisfazer a condição (i). A taxa de crescimento da razão crédito/PIB chegou ao pico de 19% em 2009, logo também não satisfaz a condição (ii) para um conjunto possível de anos de *boom* de crédito.

Volta-se agora para a verificação dos critérios assumidos por Laeven e Valencia (2013) em relação ao período antecedente à crise bancária do final do século XX e que levou à reestruturação das dívidas que será descrita em seção posterior. Como de fato houve um grande *stress* financeiro à época, busca-se medir a capacidade do instrumento dos autores a respeito de um evento passado. Se o instrumento estiver correto, deve indicar um período de *boom* anterior ao ano de 2003, no qual ocorreu um ponto de inflexão do crédito bancário, como visto acima no Gráfico 4.3.

O Gráfico 4.6 apresenta o crescimento do estoque de crédito, a tendência de longo prazo (10 anos), o crescimento da razão crédito/PIB e o estoque de crédito em bilhões de dólares durante grande parte dos anos 1990 e começo dos anos 2000.

Gráfico 4.6 – Estoque de crédito bancário ao setor privado em bilhões de dólares, seu crescimento, sua aceleração e sua tendência de longo prazo. Bilhões de dólares



Fonte: Banco Mundial (2017).

De imediato pode ser visto que a tendência de 10 anos (linha pontilhada) não é superada por um conjunto de pontos da taxa de crescimento do estoque de crédito bancário, ficando o crescimento do estoque sempre entre 10% e 30% ao ano. Logo, não está caracterizada a condição i). Em relação à condição ii), nota-se 3 pontos de elevadíssimo crescimento anual da razão Crédito/PIB (1993, 1995 e 2002) entre diversos outros de crescimento negativo, o que não satisfaz a condição ii).

Em conclusão apressada, poderia ser dito que ocorreu um “falso negativo”, pois a situação de vulnerabilidade dos bancos de fato ficou insustentável no final do século XX. Ocorre que os números relacionados à China devem ser vistos com bastante precaução, tendo em vista que o funcionamento das forças do mercado está sempre constrangido e direcionado pelo planejamento estatal.

Dessa forma, os picos de crescimento do crédito iniciam um processo de decisão do governo a respeito de sua sustentabilidade e das formas de suavizar seus efeitos. Após os elevadíssimos crescimentos da razão Crédito/PIB nos anos 1993 e 1995, ficou clara a moderação nos anos seguintes, pois o estoque de crédito na economia continuou crescendo, mas de forma desacelerada (crescimento Crédito/PIB negativo de 1996 a 2001).

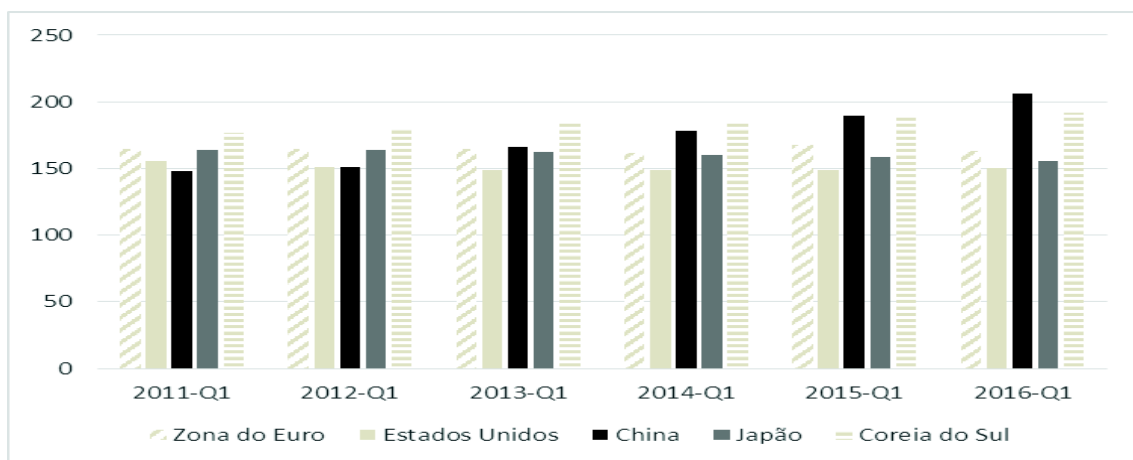
Não foi possível ao Estado deixar de enfrentar a questão, mas esta foi contornada sem a ocorrência de crise sistêmica, fuga de capitais, desaceleração da economia e aumento do desemprego como é comum em países cujos Estados possuem baixa capacidade de intervenção.

Outro motivo pelo qual a averiguação do comportamento do crédito/PIB da China não sinaliza um período de pura bolha é simplesmente por que o nível de crescimento do PIB chinês não tem exemplo paralelo no mundo nos últimos 30 anos. Sendo assim, o constante crescimento de crédito foi sempre “validado” pelo persistente aumento da produção a taxas significativas.

Continuando a descrição do endividamento recente, o Gráfico 4.7 compara o nível de crédito, fornecido por todo o setor financeiro ao setor privado não financeiro como porcentagem do

PIB para a China, Japão, Estados Unidos, Coreia do Sul e em relação à média dos países na Zona do Euro. Como pode ser visto, o nível de crédito ao setor privado na China aumentou rapidamente em mais de 50 pontos percentuais em relação ao PIB. Se for levado em consideração que o crescimento do PIB chinês foi bastante superior a todos os dos demais países analisados, conclui-se que o volume de crédito teve um aumento significativo, apesar da comparação com o PIB permanecer razoavelmente estática entre os demais países.

Gráfico 4.7 – Crédito doméstico ao setor privado não financeiro em % do PIB. Comparação entre países, 2011 a 2016



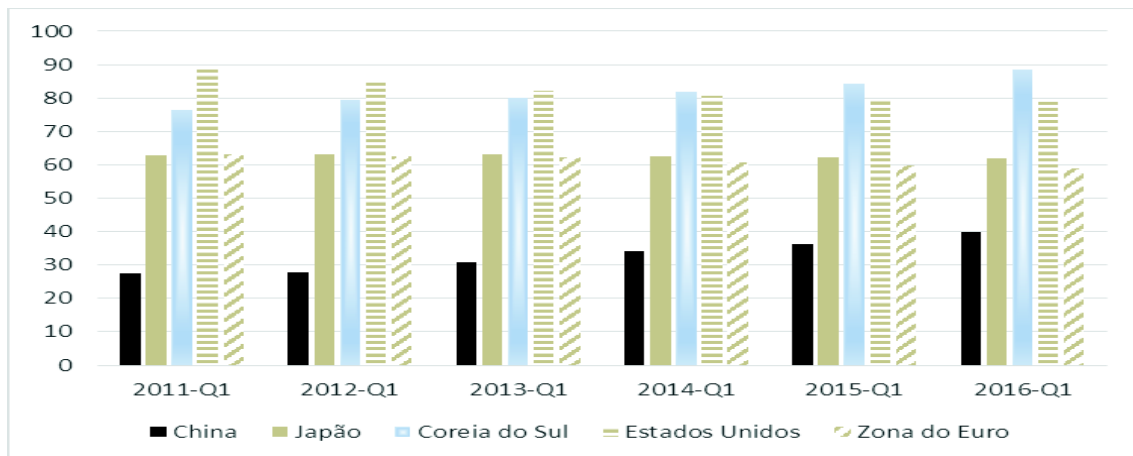
Fonte: BIS (2017) *Statistics Warehouse*.

Apesar de ser um fator de aumento da vulnerabilidade financeira da China, é importante observar os dados de forma contextualizada em dois aspectos. O primeiro aspecto indica que o nível de crédito ao setor privado da China é semelhante ao de países considerados estáveis e com economias com bons fundamentos, como Canadá (218% do PIB), Dinamarca (224,3% do PIB) e Holanda (232% do PIB), segundo a mesma fonte utilizada para montar o gráfico acima.

O segundo aspecto indica que tanto o governo quanto as famílias permanecem bastante desalavancados, o que representa um trunfo na tarefa de reestruturação das dívidas, pois está disponível para o governo chinês um espaço para aumento do consumo das famílias mesmo se desacompanhado de aumento na renda, no curto prazo, bastando para isso o direcionamento do crédito direto ao consumidor nas suas mais variadas formas.

Como pode ser percebido no Gráfico 4.8, a exposição financeira das famílias é muito baixa na comparação com o Japão, Estados Unidos, Coreia do Sul e países da Zona do Euro. Tal característica pode ser fundamental na estratégia de transformação da economia chinesa em uma economia mais baseada no consumo interno. Como foi visto, em uma época de finanças globalizadas, é comum que a expansão econômica seja baseada na expansão das operações financeiras.

Gráfico 4.8 – Crédito doméstico para as famílias % do PIB. Comparação entre países, 2011 a 2016.



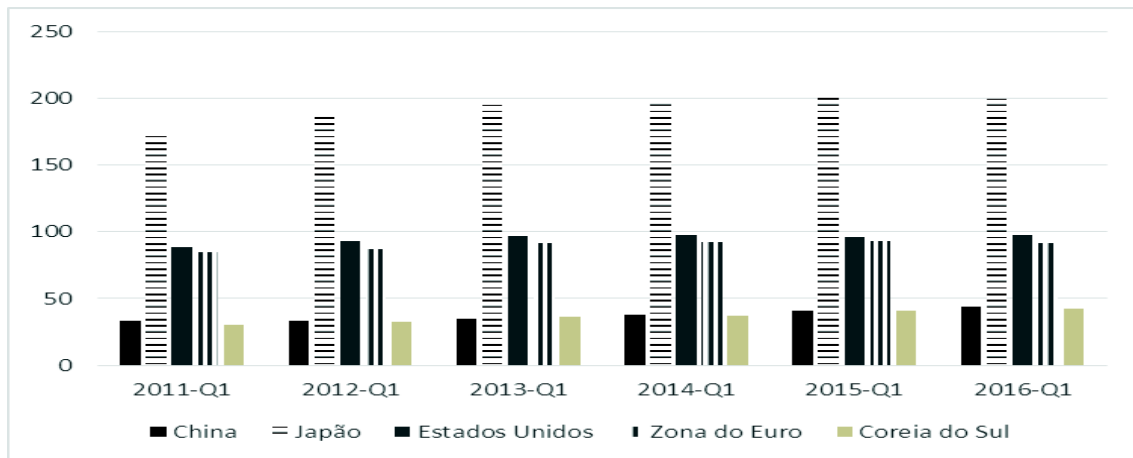
Fonte: BIS (2017).

Segundo dados da CEIC (2017), 28% dos empréstimos são de curto prazo, enquanto que 72% são de longo prazo, dentre os quais a grande maioria são hipotecas (85% das dívidas de longo médio longo prazo).

Fazendo agora comparação entre a exposição financeira dos governos, pode-se perceber, pelo Gráfico 4.9, que o governo chinês está muito pouco endividado em relação aos demais. O ponto fora da curva neste quesito é o Japão, pois a estagnação que sucedeu a crise bancária do começo dos anos 1990 foi combatida com estímulos fiscais e política monetária expansionista por parte do Estado.

Como os estímulos não resultaram em nova dinâmica do setor privado, foram sendo repetidos novas composições de intervenção até os dias atuais, evoluindo a dívida de 174,5% do PIB em 2011 até 199,1% em 2016.

Gráfico 4.9 - Crédito doméstico para o Governo como % do PIB. Comparação entre países, 2011 a 2016



Fonte: BIS (2017).

Aglietta (2015) aponta que outra fonte de vulnerabilidade está no endividamento dos governos locais. Segundo o autor, o regime fiscal chinês concentra o orçamento com a entidade federal, o que leva os governos locais a buscarem empréstimos, muitas vezes no *shadow banking*, para financiar seus investimentos. É esperada para o futuro próximo uma reforma fiscal com aumento de 1 trilhão de *yuan*s (1,5% do PIB em 2015) de receitas para os governos locais e o reescalonamento da dívida pelo setor bancário formal.

A decomposição da dívida governamental entre o governo central e total dos governos locais é exibida na Tabela 4.1. Pelos dados, pode-se perceber a desalavancagem dos governos locais a partir de 2015, após um aumento impressionante ocorrido no período de 2009 a 2014.

Tabela 4.1 – Evolução dívida governos locais % do PIB, 2009 a 2016

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida Gov. Local	9.000	10.717	13.181	15.886	17.891	24.000	16.000	15.316
Dívida Gov. Local - % PIB	25,78	25,95	26,94	29,40	30,30	37,27	23,22	20,58

Fonte: CEIC (2017).

A redução no endividamento dos governos locais se dá por conta da restrição imposta pelos órgãos de controle através de quotas de emissão de títulos por parte dos governos, o que estabeleceu um teto para a possibilidade de buscar novos recursos financeiros.

A evolução das dívidas do setor corporativo não financeiro é apresentada conforme a Tabela 4.2 abaixo. Como pode ser visto, a alavancagem ainda está em andamento, ao contrário do que ocorreu com os governos locais recentemente. O total em 2016 chegou a 156% do PIB, partindo de 121% do PIB em 2009.

Tabela 4.2 - Evolução dívida corporações não financeiras % do PIB, 2009 a 2016

Dívida Corp/Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida RMB bn	42,424	51,879	59,854	71,547	83,414	95,033	106,575	116,755
Dívida % PIB	121,5	125,6	122,3	132,4	140,1	147,6	154,7	156,9

Fonte: CEIC (2017).

O entendimento dos números da macroeconomia chinesa deve obedecer às peculiaridades do padrão de acumulação chinês e o perfil de suas instituições. Como visto no capítulo 3, o PCC estabeleceu na sociedade fortes instituições econômicas com o intuito de participar da produção e das finanças e também de controlar o raio de ação do mercado privado. Por isso, a alavancagem dos governos locais e corporações não financeiras devem ser entendidas no peculiar contexto institucional chinês.

Em relação ao quadro dos governos locais, como ponto positivo tem-se a percepção do governo central de que deve redistribuir melhor as receitas fiscais e a própria possibilidade do órgão central em assumir dívidas em caso de necessidade. Como pontos de incerteza, tem-se que grande parte do endividamento foi realizado através de operações no mercado de capitais e no *shadow banking*, o que torna mais complexa a análise de risco do crédito captado e o controle por parte do Estado.

Os governos locais de certa forma também se beneficiam do endividamento geral pois a tendência ao aumento do preço das propriedades faz com que os governos locais consigam um ganho de capital em relação a valorização das terras ou, pelo menos, consigam financiamentos mais baratos com a utilização da terra como garantia.

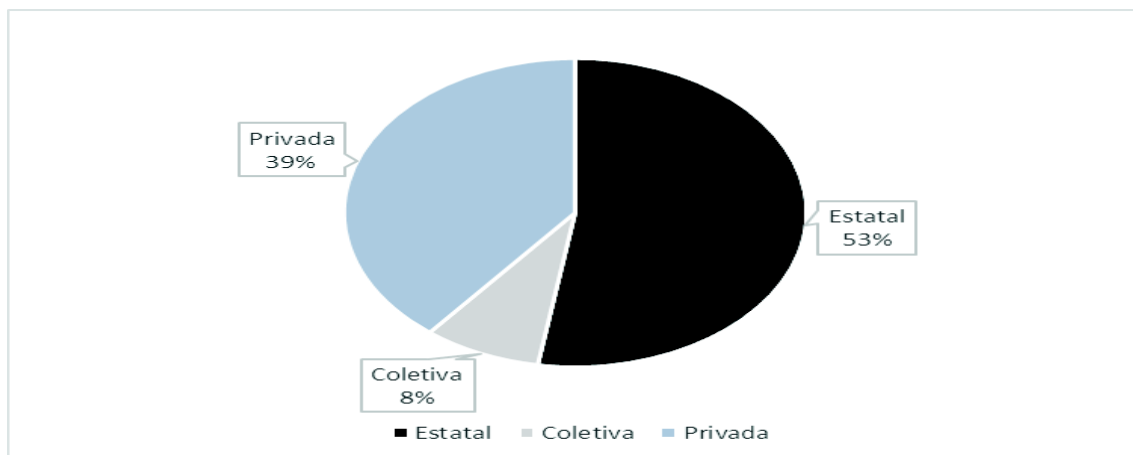
Em relação ao quadro das dívidas das corporações não financeiras, é preciso levar em consideração que as maiores corporações são de propriedade do próprio governo, ou este tem

participação acionária majoritária. Neste caso, não é razoável calcular o risco do crédito captado com os mesmos parâmetros de uma empresa privada. Assim, é possível concluir que essas corporações possuem uma “garantia implícita”.

O mesmo raciocínio vale para o outro lado da moeda. Eventuais atrasos ou cancelamentos no pagamento dos empréstimos podem afetar os balanços dos bancos comerciais, que são de propriedade estatal e também gozam da “garantia implícita”. Fundamentalmente, a dívida chinesa é pública.

Os empréstimos para empresas privadas seguem a tendência histórica exibida no capítulo 3 continuando a possuir valor inferior ao total de empréstimos para empresas de propriedade estatal ou coletiva, como pode ser visto no Gráfico 4.10 abaixo.

Gráfico 4.10 – Total de empréstimos por tipo de propriedade das empresas, 2015



Fonte: CEIC (2017).

Vários indicadores são internacionalmente utilizados na verificação da saúde financeira dos países, na tentativa de identificar *booms* de ativos ou posições de alavancagem de alto risco. Os indicadores utilizados no presente trabalho, e detalhados a seguir, são: i) o cálculo do *credit gap* proposto pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS); ii) a taxa de serviço da dívida; iii) a evolução dos preços de ativos (especialmente do setor imobiliário); iv) a medida de empréstimos em atraso em relação ao total *Non-performing Loans* (NPL); v) o montante de provisionamento de reservas dos bancos; vi) a taxa de proporção do capital em

relação aos empréstimos (CAR na sigla em inglês); vii) a taxa referencial de juros interbancário *Shanghai Interbank Offered Rate* (SHIBOR).

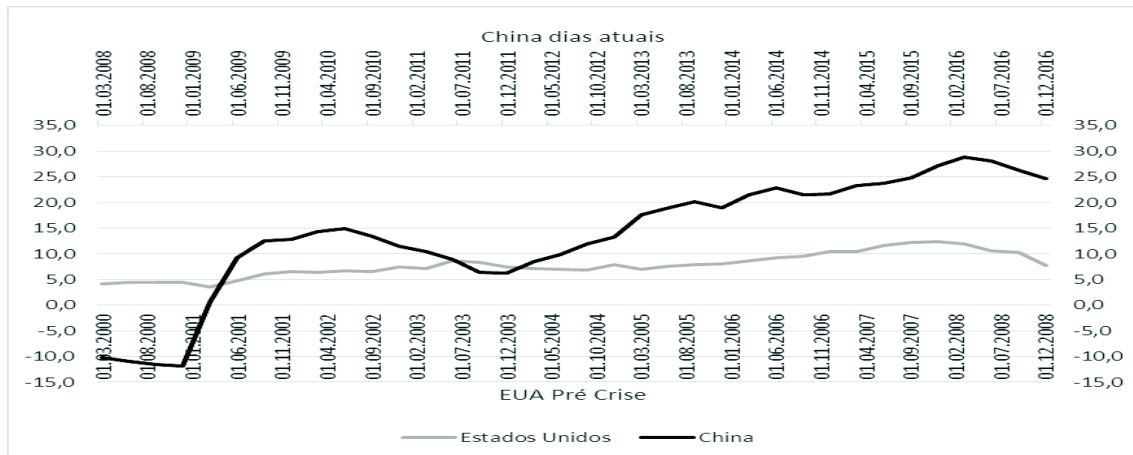
O BIS é considerado o banco central que centraliza as informações de todos os bancos centrais do mundo, fazendo propostas de política monetária e de regulação bancária, divulga trimestralmente seu próprio cálculo sobre o comportamento da razão Crédito/PIB nas economias, definindo como *credit gap* a diferença entre razão crédito/PIB e sua tendência de longo prazo, BIS (2017).

Segundo o BIS (2017) a medida de tendência de longo prazo é calculada utilizando todos os anos da série histórica de valores da taxa Crédito/PIB e é utilizada para evitar que eventos passageiros distorçam a padronização do comportamento da variável. No caso em estudo, a tendência indica o comportamento normal ou sustentável do financiamento produtivo, ou seja, quando a criação de crédito ocorre de acordo com o padrão histórico da economia.

O Gráfico 4.11 mostra o comportamento de índices de *credit gap* a partir de dados coletados das pesquisas do BIS para diversos anos, evidenciando o início do fenômeno em análise no presente capítulo no segundo trimestre de 2009. Realmente, não há como negar que existiu uma tendência de aumento do crédito/PIB em relação aos seus dados de tendência, pois o índice assume valores positivos para grande parte do período analisado.

O valor negativo do indicador nos primeiros anos da série da China revela que o uso do crédito era inferior ao nível sustentável, ou seja, a autoridade monetária estava mantendo ociosa uma quantidade de recursos que estavam disponíveis para investimento ou consumo.

A comparação com a situação pré-crise dos EUA mostra que a expansão do crédito na China foi muito rápida e também muito intensa. Mesmo em seus anos de *boom* dos títulos de pior qualidade do mercado imobiliário americano (*subprime*), os EUA mantiveram um *gap* menor do que 15%, enquanto que na China o valor é superior a 15% desde 2013. A correção, no caso dos EUA, começa após deflagrada a crise, no último trimestre de 2008, o que, em uma análise unilateral e descontextualizada, poderia indicar a correção atual na China como sinal dos primeiros estágios de uma crise financeira.

Gráfico 4.11 – *Credit Gap* trimestral em % do PIB para China (2008 a 2016) e EUA (2000 a 2008)

Fonte: BIS (2017).

Em relação aos números pós 2008, a correção da razão crédito/PIB dos EUA para níveis próximos aos da tendência de longo prazo se inicia em 2010 e segue até os dias atuais, BIS (2017). Importante notar que os EUA vivem atualmente um período de relativa estagnação, o que com certeza fez com que se reduzisse o patamar dos financiamentos produtivos (por exemplo um *gap* de 15% negativo durante os anos de 2012 e 2013). É de se esperar que na China o ajuste deve ocorrer em termos mais amenos caso a economia chinesa consiga manter o nível de crescimento desejado de 6,5% anual.

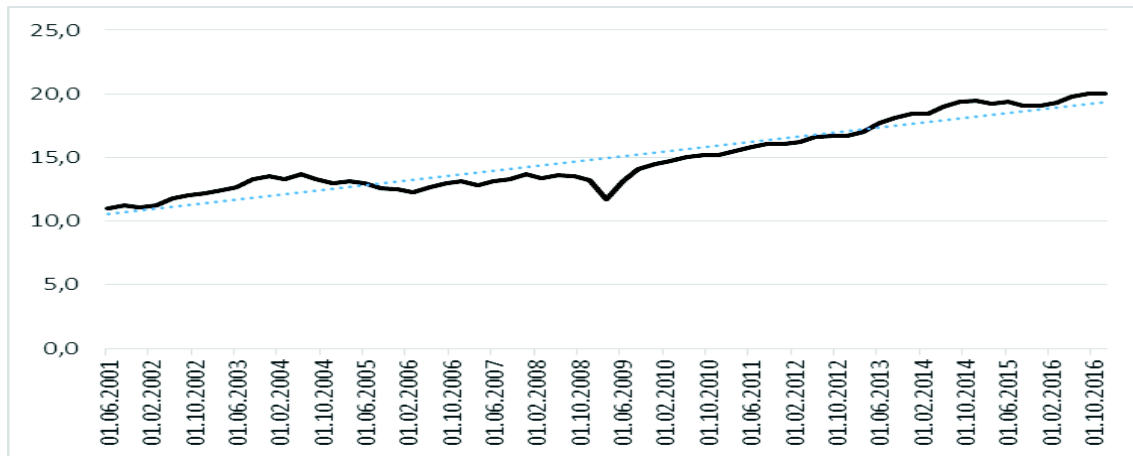
A taxa de serviço da dívida é obtida comparando dois fluxos em um período: o total do custo financeiro proveniente de uma dívida (amortização mais juros e taxas de administração financeira) e o total da renda. Se trata de uma medida do quanto da renda está sendo destinada para a quitação das parcelas das obrigações assumidas. Quanto maior a medida, maior o risco associado ao conjunto de dívidas do setor analisado.

O Gráfico 4.12 apresenta a taxa de serviço da dívida do setor não financeiro da China com uma curva de crescimento com inclinação semelhante desde 2001, excetuado uma pequena contração em 2009, o que não indicaria a piora da situação financeira das corporações no período do recente endividamento.

O dado tem a limitação de não individualizar a taxa para o setor corporativo, englobando tanto as corporações não financeiras quanto as famílias e instituições sem fins lucrativos.

Como já foi visto, as famílias estão muito pouco endividadas, de onde se conclui que o número para as corporações deve ser consideravelmente superior.

Gráfico 4.12 – Taxa de serviço da dívida e sua tendência linear, China, 2001 a 2016



Fonte: BIS (2017).

As estatísticas disponíveis para o setor corporativo não financeiro do BIS mostram uma situação de alto risco para os créditos em diversos países atualmente, tais como Canadá (60,1%), Austrália (54,5%), Portugal (52,9%), França (49%) e EUA (40,8%). Esses números são resultado tanto do fenômeno da financeirização, exposto no capítulo 2, pois reflete o aumento da captação do excedente global por parte do setor financeiro, quanto da crise de 2008, que repercutiu gravemente nos países desenvolvidos, fragilizando a posição de suas indústrias.

De acordo com Ho (2017), o indicador, se utilizado sem análise do contexto, pode levar a conclusões erradas, sendo que o próprio BIS errou ao projetar em 2012 que a subida da taxa de serviço da China era insustentável e desencadearia uma crise financeira, o que até o momento não ocorreu.

É pertinente detalhar a evolução recente dos preços do setor imobiliário chinês pois se trata de um setor alvo de grande parte dos investimentos nos períodos de urbanização e expansão dos negócios das últimas décadas do país. Em relação à expansão de crédito até 2014, aproximadamente metade estava ligada ao setor imobiliário e a outra metade a instrumentos financeiros provenientes do *shadow banking* (GLOBAL..., 2015).

O preço das propriedades residenciais na China tem oscilado bastante nos últimos anos, apresentando momentos de rápido crescimento, com correções ocasionadas pela intervenção dos órgãos de controle de acordo com o Gráfico 4.13 abaixo:

Gráfico 4.13. Preço agregado das propriedades por tipo. RMB por m²

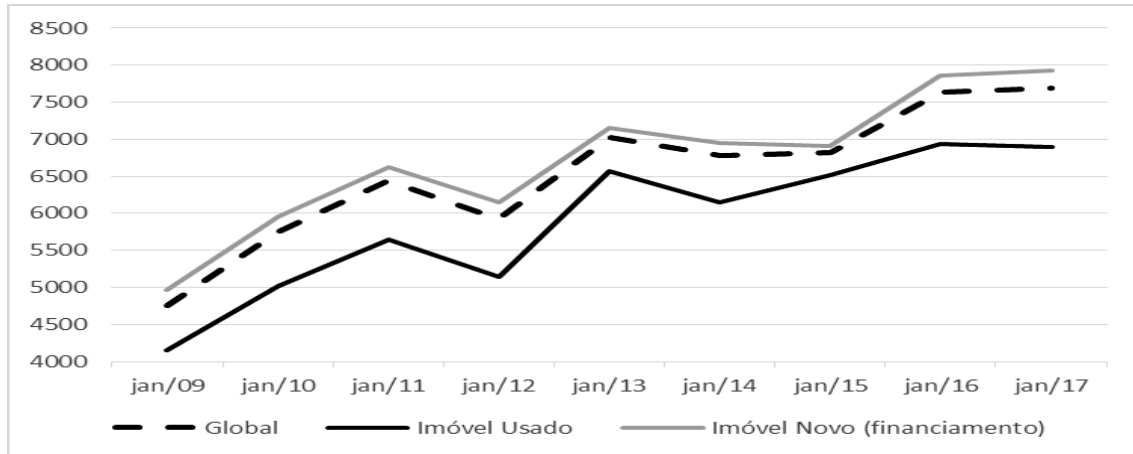


Tabela: CEIC (2017).

Algumas ponderações devem ser feitas na interpretação do dado apresentado. O indicador se trata de uma composição agregada para um conjunto de cidades, sendo que o movimento especulativo é mais acentuado em algumas, como por exemplo em Xiamen, cujos os imóveis de alta qualidade da cidade tiveram um aumento de 43,6% somente em 2016 (SHEPARD, 2017).

Há de fato uma forte pressão altista nos preços das residências, que é controlada por uma série de medidas tomadas desde 2016 pelo Estado, entre elas: i) Restrição na quantidade que pode ser adquirida, que varia entre cidadãos locais e não-locais; ii) Requisição de entrada mínima de até 80% do valor do imóvel para o segundo imóvel adquirido; iii) Uma série de impostos que podem ser cobrados na transação de imóveis, seja da parte compradora ou vendedora, a depender do interesse do regulador em estimular ou desestimular as novas aquisições.

Com há bastante oscilação no mercado, tanto as subidas como as descidas bruscas podem iniciar um distúrbio financeiro que contamine outros setores, pois o rápido aumento do preço pode significar superaquecimento da economia e repercussão no nível de preços em geral e a queda rápida pode significar perdas consideráveis para os investidores no setor de construção

civil e a consequente dificuldade destes em honrar seus créditos assumidos junto ao setor financeiro.

Como em todo o processo de reforma econômica chinesa, são aplicadas medidas gradativas e bem alocadas, pois ao mesmo tempo devem ser eficientes na redução do inventário disponível sem provocar uma queda forte de preços e no estímulo a demanda sem incentivar a atitude especulativa na aquisição de imóveis. Em resumo, devem tentar controlar o comportamento cíclico e especulativo comum ao funcionamento dos mercados.

Os indicadores dos bancos comerciais mostram que o excesso de crédito ainda não repercutiu na piora do balanço dos mesmos. De acordo com a Tabela 4.3. O percentual de empréstimos em atraso é de 1,7% em 2015, com o montante total de 1,27 trilhões de *yuans*.

Tabela 4.3 - NPLs dos bancos comerciais chineses, RMB bn e percentual

Item/Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Montante NPL	1.270	563	506	433	427	492	592	842	1.274
Substandard ¹	219	264	211	161	172	217	253	403	592
Duvidoso ²	462	241	232	205	188	212	257	340	528
Perda ³	588	57	63	66	67	63	80	99	153
Taxa NPL	6,1	2,4	1,6	1,1	1,0	1,0	1,0	1,2	1,7
Substandard	1,0	1,1	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,8
Duvidoso	2,2	1,0	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7
Perda	2,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2

Fonte: CRBC (2015) ¹ Empréstimos com atraso superior a 90 dias ² Empréstimos com atraso de pagamento superior a 180 dias ³ Empréstimos com atraso de pagamento superior a 1 ano.

A taxa chinesa de NPL não é ainda um sinal de preocupação, sendo bem inferior à taxa média mundial calculada pelo Banco Mundial, que desde 2010 apresentou percentual superior a 3%, com pico de 4% em 2015. Segundo a CRBC (2015), se consideradas as demais instituições bancárias (bancos estrangeiros, bancos de desenvolvimento e cooperativas de crédito), o NPL é pouco superior ao dos bancos comerciais, apenas 1,9%.

Os bancos chineses estão fazendo corretamente a provisão para os empréstimos duvidosos, tendo a provisionado no final de 2015 mais de 2,4 trilhões de *yuans*, o que representa uma taxa

de cobertura de provisionamento (que mede o quanto está provisionado em relação ao montante de créditos de recebimento duvidosos) de 180%. Em relação ao ano do início do processo de endividamento recente (2009), mais de 1,5 trilhões foram aprovisionados pelos bancos comerciais.

A tabela 4.4 Mostra a distribuição dos NPLs por região e por setor produtivo. As piores taxas de NPL estão nos setores de agricultura, pecuária e pesca, manufaturas, comércio (varejo e atacado) e mineração. No agregado das regiões tem-se um nível de NPL semelhante, mas nenhuma cidade possui um NPL superior a 4%.

Tabela 4.4 - Detalhamento do montante de NPL dos bancos por setor financiado e região

	Setor Produtivo				Região		
	Agro/Pecuaria/Pesca	Manufaturas	Comércio	Mineração	Leste	Oeste	Central
Taxa NPL	3,54	3,35	4,25	2,33	1,68	1,87	1,75

Fonte: CRBC (2015).

O CAR é a razão entre a quantidade de capital do banco e os créditos fornecidos ponderados pelo risco que cada um possui. Quanto maior, mais perdas podem ser admitidas pelo banco antes que se torne insolvente. O capital é calculado pela soma de ativos que não podem ser liquidados (ações, por exemplo) e assim podem absorver perdas, e títulos que podem sofrer perdas caso haja uma liquidação.

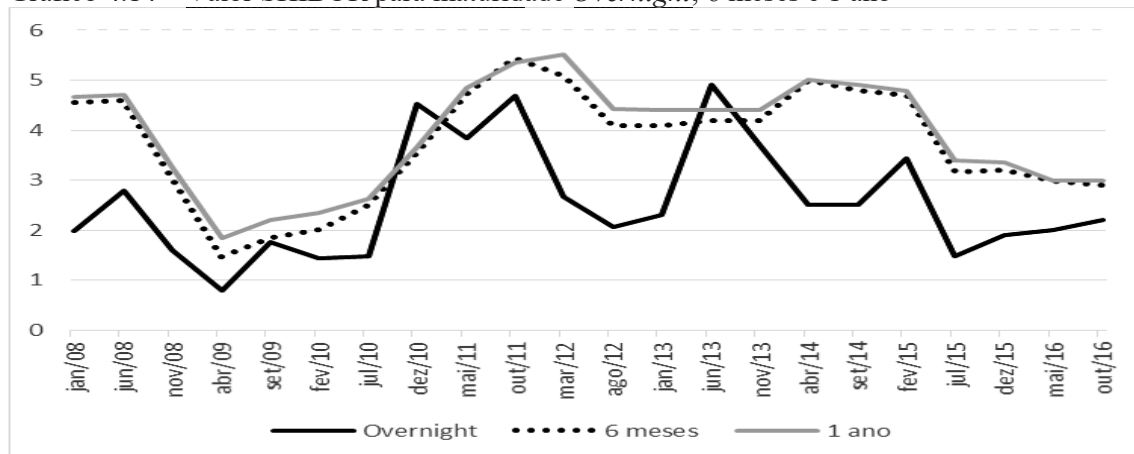
A taxa de 8% de CAR é considerada limiar mínimo internacional, sendo que os bancos comerciais, segundo o CRBC (2015), exibem uma taxa superior a 10% desde 2010, atingindo seu máximo em 2015 com 13,5%.

O último indicador escolhido para formar o quadro do endividamento chinês e seus efeitos manifestados nos bancos é a SHIBOR, que representa o custo de empréstimo entre os bancos. A SHIBOR é uma taxa manipulada indiretamente pela política monetária e serve como indicativo para a liquidez existente no sistema financeiro. Quanto maior a SHIBOR, maior o custo do dinheiro e mais difícil a circulação de capital entre os bancos.

A SHIBOR é um indicador do agregado de todas as taxas interbancárias praticadas pelos 18 principais bancos chineses e faz menção a cidade de Shanghai pois é nesta cidade onde está sediado o Centro Nacional de Financiamento Interbancário responsável por divulgar diariamente a taxa. A série histórica da taxa está exibida no Gráfico 4.14.

A queda da SHIBOR em 2009 representa o início dos estímulos à economia chinesa e expansão monetária resultando em grande liquidez no mercado de moeda, com todas as três taxas selecionadas com valor abaixo dos 2%. À medida que o problema do endividamento foi ficando configurado, começa a haver uma pressão no mercado e movimentos especulativos que se originam da possibilidade de crise financeira.

Gráfico 4.14 – Valor SHIBOR para maturidade *Overnight*, 6 meses e 1 ano



Fonte: CEIC (2017).

As taxas de referência de maior maturidade apresentam variações menos bruscas e indicam que o PBC está operando ultimamente para conter a subida do custo dos empréstimos com o objetivo de aliviar a posição dos bancos diante do quadro de endividamento do setor corporativo. Como mencionado antes, também nesse caso o governo chinês busca gradualmente nortear os fundamentos macroeconômicos com vistas a evitar ciclos fortes e movimentos especulativos.

Apesar de existir uma grande quantidade de outros indicadores e análises pertinentes à tarefa de compor o quadro atual de endividamento da economia chinesa, se considera que a escolha dos fatos estilizados que formaram a presente seção mostra que, apesar do excesso de crédito

existente e da posição vulnerável atual das corporações, ainda não refletida no balanço dos bancos, é possível ao governo chinês adotar as medidas macroprudenciais necessárias à desalavancagem da economia sem prejudicar o plano do país no longo prazo.

4.3 ALGUNS IMPULSOS PARA O ENDIVIDAMENTO RECENTE

Na seção será descrito o estímulo estatal que começou como resposta à crise financeira de 2008, conseguiu manter o nível de crescimento do PIB e foi fortemente caracterizada pelo uso de crédito. Os investimentos na indústria, infraestrutura e mercado de construção civil representaram a principal parte dos estímulos e resultaram em aumento da capacidade ociosa da indústria.

Foram diversos os efeitos da crise de 2008 na economia chinesa. Em relação ao setor real, a crise resultou em efeitos temporários na queda da taxa de crescimento do PIB e no aumento da taxa de desemprego. Os piores efeitos foram sentidos na queda dos investimentos externos e na piora da conta corrente do balanço de pagamento pela redução do crescimento das exportações em relação ao crescimento das importações.

Em relação ao setor monetário e ao sistema bancário, quase não houve efeitos graves. Não houve períodos de inflação ou deflação e as perdas dos bancos foram bastante limitadas, se levado em conta a dimensão das perdas no sistema financeiro internacional.

A configuração então indicou que, se havia espaço para políticas de estímulo baseadas na confortável situação dos bancos e do governo central, não havia para a manutenção do padrão de crescimento *export-led*. A solução encontrada foi o de compensar as perdas com o setor externos com a intensificação dos investimentos internos.

Inicialmente, o governo anunciou em novembro de 2008 um pacote de 4 trilhões de *yuans* (13% do PIB), com a maior parte destinada para construção de infraestrutura de transporte e para reconstrução da província de Sichuan, devastada por um terremoto em 2008 que destruiu grande parte dos edifícios e matou dezenas de milhares de pessoas. A origem dos recursos veio de créditos bancários e do governo central.

Em seguida, o governo anunciou medidas de estímulo (subsídios e corte de impostos) a indústrias fundamentais ao projeto como aço, carvão, automóveis, estaleiros, eletrônicos e tecnologia da informação.

Em abril de 2009 o governo anunciou a criação de um sistema universal de saúde, prevendo gastos para os três anos seguintes da ordem de 124 bilhões de dólares, como relatado por Cornelius Huizenga e Laike Yang (2010, p. 135).

De acordo com a comparação dos autores entre os estímulos promovidos pela China e os promovidos pelos países desenvolvidos:

A política do governo chinês em resposta à crise foi bastante diferente da resposta das maiores potências econômicas. A maioria dos planos de resgate dos países desenvolvidos visavam estabilizar os sistemas financeiros e gerar empregos. Na China, o pacote de estímulos foi direcionado largamente na economia real para promover exportações e estimular a demanda doméstica (HUIZENGA; YANG, 2010, p. 140/141) (tradução nossa).

De fato, a economia chinesa conseguiu passar pela crise sem maiores abalos econômicos, mas ficaram criadas as possíveis condições para surgimento de uma crise financeira advinda do acúmulo de dívidas e fragilização financeira das SOEs.

4.4 EXEMPLO HISTÓRICO: FATOS DA RESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDAS OCORRIDA ENTRE 1998 E 2002

A seção contém um breve relato do processo de reestruturação de dívidas que ocorreu entre 1998 e 2002, verificando a possibilidade de comparação com o fenômeno atual. Nos anos 1990 a reestruturação foi necessária para evitar as consequências extremas dos mecanismos de correção do mercado, sendo que o molde de intervenção pode servir para adequar a reestruturação de dívidas das SOEs, ressalvadas as principais diferenças entre as épocas.

O perfil atual do setor bancário chinês foi formado após a crise do setor ocorrida em 1998. A partir de então o governo fortaleceu os bancos de desenvolvimento, abriu o mercado para entrada de capital estrangeiro e adotou para os bancos comerciais medidas mais restritivas em relação aos empréstimos para SOE, como visto no capítulo 3.

Antes dos anos 1990, o setor bancário chinês servia principalmente como condutor de capital de baixo custo para as SOEs, quase excluindo o setor privado do mercado de crédito formal. Os bancos seguiam uma política de empréstimos determinada pelo governo. A consequência da falta de controle sobre os créditos concedidos foi o alto número de NPLs no portfólio dos bancos, que chegou ao máximo de 22,5% em 2000, em dados oficiais e ao máximo de 40% em estatísticas alternativas, segundo Allen e outros (2012).

Segundo Lardy (1998), a principal causa da crise dos bancos foi a queda na margem de lucro dos SOEs, que passaram a necessitar progressivamente de recursos financeiros para cumprir suas obrigações. O retorno sobre o capital (medido pelos lucros antes dos impostos dividido pelo capital fixo mais capital de giro) caiu de 24% no início do período das reformas para apenas 6% em 1997 e, somente no período de 1987 a 1996, o financiamento do investimento em ativos fixos das SOEs com lucros próprios caiu de 3/5 do total para 1/5 do total investido.

Se costuma dizer que o período anterior ao da reestruturação foi um período em que as reformas produtivas ocorriam “sem perdedores”, devido ao fato de o governo conseguir evitar crises monetárias e no emprego. Como afirma Barry Naughton (2007, p. 453):

Em sentido amplo, todo o período de “reformas sem perdedores” dependeu da constante oferta de crédito bancário para firmas não viáveis. Já que esse tipo de operações continuou por todos os anos 1980 e quase todos os anos 1990, um enorme estoque de NPL ficou acumulado no balanço dos bancos de propriedade estatal (NAUGHTON, 2007, p. 453).

Segundo Mendonça (2015), a reestruturação cumpriu os dois papéis de enfrentar as fragilidades financeiras após a ocorrência da crise de 1997 da Ásia e preparar os bancos para a inserção do país na OMC. A preparação consistiu no ajuste dos empréstimos de recebimento duvidoso, recapitalização dos bancos e mudança da estrutura da propriedade.

As fragilidades foram superadas por algumas medidas do governo, mais notoriamente: i) cancelamento de dívidas; ii) Troca de dívidas por capital; iii) Venda de parte da participação estatal nos bancos para o capital externo; iv) Adequação da estrutura de negócio bancário aos padrões internacionais.

Nos casos i) e ii), o balanço dos bancos foi aliviado enquanto as dívidas das SOEs eram canceladas, sendo que no caso ii) ou os bancos passavam a possuir parte do capital das SOEs ou os empréstimos eram transferidos para as Companhias de Administração de Ativos - *Asset Management Companies* (AMCs).

As AMCs tinham a tarefa de tentar recuperar o máximo possível dos NPLs dos bancos ou “securitizar” os empréstimos e vendê-los para outra instituição financeira. O governo criou uma AMC para cuidar dos NPLs de cada um dos 4 maiores bancos comerciais. Segundo Mendonça (2015), um total de 3 trilhões de RMB foram assumidos pelas AMCs, que conseguiu taxas de recuperação de ativos quase sempre inferiores a 50%, Allen e outros (2012).

No caso iii) a abertura de capital ocorreu de forma gradual, através da oferta pública de ações ou operações de *private equity*, das quais participaram instituições como *Bank of America* e Citigroup. Como visto no capítulo 3, a abertura de capital foi realizada mantendo o controle por parte do Estado sobre os maiores bancos comerciais.

Está justamente na transição dos então *big four* para bancos comerciais competitivos a explicação para o sucesso da reestruturação das dívidas, segundo o relatório elaborado em conjunto entre o Banco Mundial e o Centro de Pesquisa sobre o Desenvolvimento do Conselho de Estado da China (CPDCE), intitulado “CHINA 2030”. Como explica o relatório:

A China se beneficiou das adoções de normas regulatórias internacionais para os bancos. A China implementou as regras de Basel no fim dos anos 1990 como um guia para a recapitalização dos bancos e resposta ao grande volume de NPLs. Adotar uma norma internacional proveu a referência e os meios para aumentar a credibilidade dos programas do governo (BANCO MUNDIAL; CPDCE, 2013, p.405).

Apesar de que é possível adotar as medidas acima descritas, a situação atual apresenta suas características próprias, como visto na seção anterior. Segundo relatório da Standard e Chartered:

Apesar do fato de o nível de NPL estar mais baixo agora, a questão é mais complexa. Primeiro, as dívidas não estão mais tão concentradas nas SOEs e nos grandes bancos comerciais, eles se estendem agora para pequenas e médias empresas, bancos de menor escala e governos locais. Segundo, o crescimento das atividades do setor informal é vista como fonte de instabilidade para o sistema financeiro. (...) Terceiro, a redução na taxa de crescimento do PIB (STANDARD; CHARTERED, 2016, p.27).

Segundo estimativas de Laeven e Valência (2013), o esforço fiscal da reestruturação, apenas levando em conta os gastos com a recapitalização dos bancos, foi de 18% do PIB e o esforço monetário de suporte à liquidez chegou ao máximo de 62% do PIB (aumento da liquidez com rebaixamento de reservas obrigatórias e outras disponibilizações de reservas) e 7,2% do PIB para auxílio de liquidez a não residentes.

O alto custo para o governo foi devidamente recompensado, pois responsável pela nova formatação do sistema bancário da China que sustentou a acumulação de capital no período posterior a entrada do país na OMC em 2001.

4.5 PROPOSTAS DE POLÍTICAS DE REDUÇÃO DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA

Na atual seção serão reproduzidas algumas das formas de enfrentamento do problema expostos por órgãos multilaterais como o FMI e o Banco Mundial, por pesquisadores do setor financeiro e pelo último plano quinquenal do PCCh. Serão analisadas apenas algumas, dentre a grande quantidade de propostas, por se considerar que são bons símbolos do estágio atual do debate. De início, serão detalhados brevemente os planos de longo prazo e as principais diretrizes para manutenção do desenvolvimento na China. Por fim, serão exibidas algumas abordagens de curto prazo

O setor bancário é pivô em qualquer análise feita, pois está no centro do dilema financeiro chinês. Como visto no Capítulo 3, os bancos possuem relativa estabilidade devido ao alto índice de depósitos, representa o maior setor de financiamento da produção e possui tarefas bem divididas entre bancos comerciais e de desenvolvimento. Como visto na seção 4.2, o setor bancário ainda possui um balanço saudável, com provisões suficientes, uma taxa de

empréstimo em atraso ainda baixa e conta com a “garantia implícita” por ser majoritariamente de propriedade do Estado.

Certamente essa realidade mudará, caso não seja corrigida a tendência de acumular créditos no setor corporativo. Neste caso, a crise também é sinal de oportunidade, pois a desalavancagem necessária das SOEs pode ser estimulada ao mesmo tempo em que se direciona o padrão de crescimento para o consumo interno das famílias e que se busca oportunidades no mercado internacional de alta tecnologia.

Iniciando a exposição das abordagens de longo prazo, Aglietta (2015b) afirma que os estímulos pós 2008 apenas intensificaram as contradições do modelo de crescimento. O autor entende os planos econômicos chineses como um processo dialético em que cada plano resolve as contradições dos planos anteriores, gerando novo modelo de crescimento e novas contradições que serão resolvidas através nas crises políticas internas do PCC, com o conseqüente surgimento de novo líder e novas diretrizes.

A contradição apontada pelo autor no atual estágio das reformas, se considerado somente o objeto de pesquisa do presente trabalho, está na formação da estrutura de mercado de capitais controlada por bancos públicos e no controle sobre a taxa de juros, que deram causa tanto ao sobreinvestimento quanto ao subconsumo em um modelo de grande crescimento estável mas que cria desigualdades crescentes.

A solução está na diversificação do mercado de capitais, baseada na expansão das atividades de instituições privadas, e na liberalização dos preços no mercado monetário. Segundo o autor: “A China deve criar uma grande classe média sobre a qual serão baseadas as estratégias de crescimento da demanda doméstica, para mudar para uma economia voltada ao consumo” (AGLIETTA, 2015b, p.9/10) (tradução nossa).

O problema do endividamento mereceu destaque no 13º Plano Quinquenal do PCC (2016 a 2020). O manejo da expansão das dívidas está inserido em três contextos: i) das reformas de longo prazo liberalizantes que vem sendo empreendidas há algum tempo; ii) das reformas do mercado de capital voltadas para a redução do predomínio dos grandes bancos no

financiamento produtivo. iii) da manutenção da segurança econômica chinesa.

Em relação ao primeiro contexto, o plano defende que deve-se melhorar a medida em que as taxas de juros são determinadas pelo mercado, aumentar a flexibilidade da taxa de câmbio do RMB e melhorar a taxa de câmbio do RMB em relação a uma cesta de moedas como forma de tornar o sistema financeiro mais eficiente e robusto (CHINA, 2017).

Sobre o segundo contexto, o plano entende que deve ser estimulado o financiamento direto através de instrumentos do mercado de capital como emissão de títulos, inclusive em mercados regionais, oferta de ações nas bolsas, e criação de derivativos, seguros e garantias que forneçam liquidez aos ativos das SOEs e governos locais (CHINA, 2017). O resultado do financiamento direto é o de obter maior diversificação de opções de financiamento e melhor cálculo dos riscos associados a cada maturidade de cada investimento.

No terceiro contexto, o plano cita algumas atividades que merecem especial atenção da segurança nacional, tais como reduzir o excesso de produção em alguns setores como na produção de aço e carvão, reduzir o estoque disponível de residências, e reduzir a alavancagem das dívidas (CHINA, 2017).

Claramente esses pontos do plano apresentam uma ideologia liberal, defendendo a menor participação do Estado no mercado, mas na prática o PCC não os implementa de maneira irrefletida. A resposta do Estado à turbulência das bolsas de 2015 e o controle sobre o mercado imobiliário, controlando preços e inventários, simbolizam esse comportamento pragmático do PCC em relação aos seus planos.

BANCO MUNDIAL e CPDCE (2013) também apresenta um conjunto de políticas liberais para as reformas necessárias, especialmente no setor financeiro. Segundo defendido no relatório, o endividamento excessivo é sintoma de que a China está presa na armadilha dos países de renda média.

A armadilha dos países de renda média consiste na experiência histórica de alguns países que conseguiram se industrializar apenas parcialmente, incorporando parte das indústrias dos

países desenvolvidos e se limitando à tecnologia existente. Quando termina a absorção de mão de obra excedente e os investimentos de capital, feitos de forma extensiva, passam a ter retornos decrescentes e perdem dinamismo, não conseguindo manter as altas taxas de crescimento obtidas durante o processo de industrialização.

Para escapar da armadilha, a China deve ser capaz de criar instituições de mercado de capital capazes de financiar a inovação no setor produtivo com o objetivo de obter ganhos de produtividade, fazendo com que os ganhos de produtividade se tornem um fator endógeno ao crescimento. Nas próprias palavras dos autores:

A estrutura financeira de um país influencia os tipos de indústria que recebem financiamento, sendo o mercado de títulos mais adaptado para as indústrias inovadoras e de empréstimos bancários para as indústrias existentes. A chave da vantagem dos mercados de capitais sobre os bancos está no fato de que as oportunidades de negócio são avaliadas por múltiplos investidores em potencial, cujas diligências auxiliam na verificação da viabilidade das novas tecnologias (BANCO MUNDIAL e CPDCE, 2013, p. 120) (tradução nossa).

O documento ainda sugere a liberalização da taxa de juros e a redução do papel do governo nas decisões de investimento e financiamento, cabendo apenas a este a tarefa de criar um sistema de leis que norteie o funcionamento do mercado e instituições que as imponha sobre os participantes.

De fato, são as mesmas propostas recomendadas pelos organismos multilaterais há tempos, que pressupõem que a alocação de recursos pelo mercado é naturalmente eficiente se executada com regras claras e transparentes dadas pelo Estado.

Se há validade na assertiva de que os mercados de títulos com instituições de capital de risco podem ser eficientes na escolha das empresas mais inovadoras, e que assim a China deveria fortalecer seu mercado de títulos corporativo, também é certo que tais mercados são inerentemente instáveis, o que pode representar um obstáculo para o desenvolvimento de novas tecnologias.

Iniciando a exposição das propostas para o curto prazo, é detalhado o instrumental utilizado

pelo governo para prevenir crises ou remediar seus efeitos. A depender do instrumento utilizado, ou o governo intervém na economia distorcendo a produção através da política monetária ou fiscal, ou somente regulamenta e controla a saída das empresas em posição crítica.

Segundo Laeven e Valencia (2013, p.229), as intervenções no setor bancário como resposta a crises sempre se enquadram em um dos tipos:

1. Congelamento de depósitos ou feriado bancário.
2. Nacionalização de bancos.
3. Restruturação dos bancos.
4. Auxílio de liquidez.
5. Concessão de garantias a bancos.
6. Compra de ativos por parte do BC ou instituições financeiras públicas.

Na restruturação dos bancos, compra de ativos e nacionalização, o governo intervém diretamente no capital do banco, no caso extremo transferindo a propriedade para o Estado, com o intuito de manter na instituição apenas títulos com valor de mercado. Na concessão de garantias, auxílio a liquidez (por ex. redução de reservas bancárias e política monetária flexível) e decretando feriado bancário, o governo busca manter indiretamente a liquidez e a solvência dos bancos.

Até o momento, dentre os citados, o único instrumento que o estado chinês vem utilizando preventiva e amplamente é a política monetária flexível, mantendo a taxa referencial de empréstimos interbancários SHIBOR em nível baixo, como visto na seção 4.2.

O uso eficiente de um ou vários dos instrumentos acima é apenas a primeira parte da solução do problema. Segundo os autores:

Uma vez que as medidas de contenção tenham sido realizadas, daí então os governos devem solucionar o desafio de longo prazo de restaurar a solvência de todo o setor bancário. A recapitalização dos bancos com fundos públicos é válida e pode servir para aumentar, no longo prazo, o nível de bem-estar e o crescimento (LAEVEN; VALENCIA, 2013, p. 239) (tradução nossa).

As dificuldades da equalização da questão financeira no atual período de desaceleração são bem descritas da seguinte forma:

A China dificilmente poderá desalavancar enquanto sua economia desacelera. Mesmo sob regulação “de ferro”, a taxa de financiamento total e do M2 ainda crescem em nível superior ao PIB. Com a economia desacelerando (a chamada ‘Novo Normal’), qualquer medida pode estourar a bolha de créditos e, finalmente, levar a crise. Assim, as autoridades financeiras devem regular cuidadosamente as posições alavancadas enquanto evitam as turbulências do mercado (CEIC, 2017) (tradução nossa).

Até o momento, o PCC vem obtendo sucesso na tarefa de conduzir a economia obedecendo o sutil equilíbrio descrito acima. Como resume Ho (2017): “A principal razão é a combinação de controles de capital (que permitem a Pequim utilizar relaxamento monetário para reduzir a pressão de inadimplência de dívidas e previne uma crise financeira sem a fuga em massa de capitais) e uma pequena dívida externa” (tradução nossa).

O mesmo autor defende algumas estratégias de desalavancagem para o médio prazo:

(...) incluindo redução de dívidas por reestruturação ou perdão (troca dívida-ativos, cancelamento de dívidas, quebra de instituições bancárias ou reestruturação de companhias “zumbis”) e medida de austeridade (corte em empréstimos dos governos locais e no excesso de capacidade) (HO, 2017) (tradução nossa).

As AMC's criadas no final dos anos 1990 podem ser responsáveis pelas trocas de dívidas por ativos citada, sendo que AMC's regionais foram criadas em 2014. As outras medidas repercutem positivamente nas instituições do setor bancário que forem mais resistentes, mas representam um grande perigo ao setor real da economia. O resultado pode ser recessivo e deflacionário, o que dificultará a dinâmica dos diferentes tipos de investimentos necessários para seguir com o processo de *catch up* e a transformação da dinâmica interna da economia.

O fechamento de empresas “zumbi” não ocorre sem elevados custos sociais, em especial no quesito desemprego e possível aumento das desigualdades regionais, tendo em vista que os setores que sofrerem os cortes podem estar localizados em uma mesma região. Segundo estimativas feitas por Arslanalp e outros (2016) para o FMI:

Os custos econômicos serão particularmente pesados para algumas regiões. A perda de produção e emprego serão irregularmente distribuídos entre as províncias, o que reflete a estrutura industrial das mesmas. Por exemplo, aproximadamente 2/3 das demissões aconteceriam nas províncias de Shanxi, Shaanxi e Mongólia Interior. Para a província de Shanxi, devido à dominância das indústrias de carvão e aço, a perda de produção seria da magnitude de 33% do PIB da província (ARSLANALP *et al.*, 2016, p. 19) (tradução nossa).

A reforma das SOEs ainda está no começo. O governo já identificou 345 SOEs com perdas em três anos seguidos e que não estão entre as prioridades da política industrial, principalmente nos setores de carvão e aço. Segundo Arslanalp e outros (2016, p.9):

Ainda não há uma abordagem compreensiva para promover disciplina fiscal. Pequenas falências corporativas estão crescendo e a intervenção do Estado nas SOEs tem sido *ad-hoc*, sem configurar um mecanismo efetivo de guia do papel do Estado na imposição das restrições orçamentárias sobre as SOEs (ARSLANALP *et al.*, 2016, p. 19) (tradução nossa).

É inegável que ocorrerá uma socialização das perdas no processo de reestruturação das dívidas e da produção em geral, qualquer que seja a política econômica que venha a ter sucesso na transição da economia para o “novo normal”. Mesmo as propostas liberais vistas acima consideram que o mercado não é instância adequada para a administração de uma situação em que grandes empresas se encontram em situação de vulnerabilidade financeira e na qual há muito pouco consenso sobre qual será a nova configuração (temporariamente) estável do processo de acumulação de capital da China.

Entende-se que as pesquisas futuras a respeito dos sucessos e insucessos da reestruturação das dívidas deverão se basear em uma análise política e socioeconômica dos caminhos trilhados pela sociedade chinesa, avaliando as medidas tomadas para equalizar os desequilíbrios do padrão de acumulação, a contradição entre simultâneas geração de riqueza e grande desigualdade social e sobre a própria estrutura de poder político, que planeja destravar gradualmente as estruturas de mercado, mas as precisa manter sua legitimidade entre os trabalhadores.

5 CONCLUSÃO

A China vive um momento de transição econômica. Desde o início das reformas em 1979, o país vive um período de excepcional crescimento econômico com expressiva melhora de seus fundamentos macroeconômicos, tais como a redução do número de pessoas que vivem abaixo da linha de pobreza, o aumento da produtividade do trabalho, os constantes ganhos com o comércio externo e a forte estabilidade da sua moeda e seu setor financeiro.

As consequências negativas do crescimento também são notáveis. Ocorreu um aumento dramático da desigualdade de renda e riqueza, crescente degradação do meio ambiente, esgotamento dos recursos naturais e piora na qualidade de vida em grandes centros urbanos proveniente da poluição emitida pelas indústrias.

O padrão de crescimento baseado em pesados investimentos em infraestrutura, industrialização com incorporação de mão de obra excedente do setor rural e entrada expressiva de capital já se esgotou, sendo os desequilíbrios gerados pelo endividamento recente um sintoma claro desse esgotamento.

A formação do perfil atual do setor bancário é resultado da descentralização, liberalização e internacionalização progressiva do setor financeiro. Desde o começo do século a China vem empreendendo esforços no sentido de aumentar a capacidade de financiamento direto da economia, seja através do mercado acionário, seja pelo mercado de títulos e dissociar os empréstimos dos bancos públicos da política fiscal.

Apesar disso, o financiamento da produção do modelo atual ainda é baseado no crédito fornecido por um setor bancário bastante concentrado. Apenas cinco bancos comerciais públicos concentram aproximadamente metade dos ativos do setor, o que os torna um fator de inibição do desenvolvimento do mercado de capitais. Se mantém o poder do Estado sobre o financiamento da produção.

A presente dissertação procurou demonstrar como se formaram as principais contradições do modelo de crescimento chinês, sua forma de implementação pelo sistema financeiro e por fim

suas consequências.

A noção de que o processo de desenvolvimento econômico chinês está marcado por contradições foi exposta através da utilização das contribuições de Michel Aglietta, como visto no capítulo 4. As forças sociais envolvidas no crescimento fornecem a dinâmica necessária e, ao mesmo tempo, os limites para essa dinâmica. A presente dissertação analisou duas contradições.

A primeira contradição está no sobre investimento e subconsumo, que marcou o modelo de grande expansão baseado nos investimentos em detrimento do consumo das famílias e que foi operacionalizada através do controle da taxa de juros sobre os depósitos das famílias e captação e direcionamento das poupanças para as SOEs, garantindo para estas fonte permanente de crédito que possibilitou expressiva acumulação de capital. Assim, como formar uma sociedade de consumo de massa sem a participação crescente do consumo no dispêndio total?

A consequência se manifesta na presença de setores com grande capacidade ociosa e nos dois períodos de grande endividamento das SOEs ocorridos desde os anos 1990. Como foi visto, o endividamento do final do século passado foi solucionado por meio da manutenção do crescimento e reestruturação financeira dos NPLs. Em relação ao endividamento atual, ainda não se sabe quais serão as políticas que o Estado implementará para recompor os balanços das SOEs e evitar uma crise bancária.

A segunda contradição está na forte presença da ideologia liberal nos planos econômicos do Estado, que defende o aprofundamento das medidas de liberalização financeira e produtiva, associada à forte atividade de controle sobre a acumulação de capital.

A consequência se manifesta nas tentativas e retrocessos dos planos chineses quanto à liberação dos mercados e ao processo de internacionalização do setor produtivo e financeiro. O Estado pretende fazer com que a economia se apoie progressivamente nas decisões descentralizadas dos mercados mas adota medidas de controle dos preços da taxa de juros, de câmbio e de controle da oferta e demanda por imóveis, como resposta às crises externas e

internas.

O financiamento da internacionalização está a cargo do CDB, que atua como parte do Estado na implementação de política industrial de longo prazo, transferindo as indústrias de menor valor agregado para o exterior, e da política de garantir o acesso a mercadorias estratégicas ao crescimento, como o petróleo.

Como foi defendido nos capítulos anteriores, a tendência principal é de que a burguesia, através do controle ideológico sobre o Estado, continue a tarefa de retirar quaisquer restrições ao livre mercado, salvo se ocorrer uma crise mais duradoura que desestabilize a estrutura política chinesa.

Em relação à análise do perfil atual do endividamento, o presente trabalho indicou, através do estudo do crescimento do crédito por setores que o país acumulou rapidamente uma enorme dívida corporativa, o que fez com que surgissem questionamentos a respeito dos riscos do fenômeno entre economistas e participantes do setor financeiro.

Foi visto que ainda há espaço para o governo central contornar, no curto prazo, o problema do endividamento, pois as famílias e o próprio governo central possuem um estoque de crédito relativamente baixo em comparação com os governos e famílias de outros países. Sendo assim, o crescimento pode continuar por um tempo simplesmente com a ampliação do crédito destinado a família e ao governo.

Outro mecanismo de controle da vulnerabilidade financeira é o *status* de credor internacional do Estado Chinês que faz uso das reservas, através do seu fundo soberano, como suporte de solvência aos bancos.

Em relação aos indicadores estudados, todos mostram que não é provável que uma crise bancária ou produtiva ocorra no curto prazo. Os índices de saúde financeira dos bancos, CAR e NPLs, continuam semelhantes ao dos principais bancos do mundo, a taxa de serviço da dívida dos setor não financeiro não revela um peso insustentável.

O período atual não revela a existência de um *boom* de crédito, apesar do significativo *credit gap* desde os estímulos anticíclicos de 2009, já que a economia chinesa conseguiu manter uma alta taxa de crescimento.

O setor imobiliário, apesar dos solavancos de preços e desequilíbrios que surgem na oferta e demanda, estão sendo fortemente controlados. Por fim, o mercado de moeda não apresenta um indicativo de escassez de crédito, tendo em vista a baixa taxa dos empréstimos interbancários SHIBOR.

A redução da taxa de crescimento nos últimos anos é, às vezes, erroneamente entendida como um sinal de que a dinâmica da economia está perdendo força. Observando o fenômeno no longo prazo, pode-se concluir que, na realidade, se trata da transformação da economia chinesa, que direciona sua principal força para o consumo interno e na produção de serviços. É comum em economias desse tipo uma taxa de crescimento mais modesta.

Resta saber se a economia chinesa conseguirá realizar a transformação do seu padrão de crescimento, resolvendo as duas contradições apontadas acima, mantendo a geração necessária anual de empregos e seu projeto de direcionar a industrialização aos setores de alta tecnologia e inovação.

Pelos motivos elencados acima, defende-se a hipótese de que o PCC/Estado possui plena capacidade e legitimidade junto à sociedade chinesa para guiar a economia por esse momento de transição. De fato, se visto historicamente, essa é apenas mais uma das reformas que vêm sendo empreendidas, tendo o PCC/Estado realizado, por décadas, a complexa tarefa de estimular o crescimento, introduzir mecanismos de mercado e, ao mesmo tempo, controlar os ciclos recessivos e os movimentos especulativos no curto prazo, enquanto promove a transformação produtiva virtuosa no longo prazo.

O presente trabalho tem caráter exploratório, sendo apenas uma primeira aproximação ao tema. Pesquisas futuras devem ser realizadas para aprofundar o debate proposto e elucidar as questões não respondidas.

Seguindo a linha teórica da Economia Política do Desenvolvimento utilizada na presente dissertação, deverá ser aprofundada a caracterização do estado desenvolvimentista chinês e as mudanças da forma de controle sobre o setor financeiro, bem como e o papel do *shadow banking* na acumulação do padrão atual e seu papel no padrão voltado para o consumo interno.

Sob a ótica da Economia Política Marxista, pesquisa futura poderá analisar o endividamento corporativo chinês como estratégia de dominação da burguesia sobre o Estado e classe trabalhadora, ao manter a economia chinesa operando com elevadíssima taxa de investimento e com baixa transferência dos ganhos de produtividade para a força de trabalho.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, Michel. **Progress and headwinds in the third stage of China's reform.** 2015b. Disponível em: <<https://www.eiseverywhere.com/retrieveupload.php>>. Acesso em: 10 ago. 2017
- _____. O que escondem os sobressaltos financeiros da China. **Le Monde Diplomatique**, out./2015. Disponível em: <<http://diplomatique.org.br/o-que-escondem-os-sobressaltos-financeiros-da-china>>. Acesso em: 02 ago. 2017.
- _____. Internationalisation of the Chinese currency. **China Perspectives**, 2011. Disponível em: <<http://chinaperspectives.revues.org/5661>>. Acesso em: 18 jun. 2017.
- ALLEN, Franklin *et al.* **China's financial system: opportunities and challenges.** Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17828>>. Acesso em: 01 fev. 2017.
- _____. Financial systems in Europe, the USA and Asia. Disponível em: <<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/finsystemseurope.pdf>>. Acesso em: 01. fev. 2017.
- AMSDER, Alice H. **The rise of “the rest”: Challenges to the west from late-industrializing economies.** Oxford. 2001. p. 387
- ANDREA Pescatori; DAMIANO, Sandri. SIMON, John. No magic threshold. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/pescatori.htm>> Acesso em 12.07.2017>. Acesso em: 16 jun.17
- ANG, Y. Y. **Industrial transfer and the remaking of the people's Republic of China's competitive advantage.** 2017. Disponível em: <<https://www.adb.org/publications/industrial-transfer-and-remaking-prc-competitive-Advantage>>. Acesso em: 10 out. 2016.
- ARSLANALP, Serkan *et al.* **Resolving China's corporate debt problem.** 2016. Disponível em <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16203.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2017
- BANCO DE DESENVOLVIMENTO DA ASIA. **Statistical database system.** 2016. Disponível em: <<https://sdb.sadb.org/sdb/>>. Acesso em: 10 ago. 2017.
- BANCO MUNDIAL. **World development Indicators.** 2017. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>>. Acesso em: 01 abr. 2017.
- _____. **CHINA 2030: building a modern, harmonious and creative society.** 2013. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/en/news/feature/2012/02/27/china-2030-executive-summary>>. Acesso em: 01 mai. 2017.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **Internacional banking and financial statistics**. 2017. Disponível em <<https://www.bis.org/statistics/index.htm>> Acesso em: 12 maio 2017.

BOC. **China's economic and financial outlook**. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w15639>>. Acesso em: 01 ago. 2017.

BURLAMAQUI, Leonardo. As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeira conduzido pelo Estado. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (Orgs).

Transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento. [S.l.]: [S.n.], 2015. p.277-355.

CEIC. **China debt breakdown**. Disponível em <<https://www.ceicdata.com/pt/blog/china-debt-breakdown>> Acesso em 02 abr. 2017

CHEN, Yunling; LIU, Ming; SU, Ju. Greasing the wheels of bank lending: evidence from private firms in China. **Journal of Banking & Finance**. v.37, p.2533–2545, 2013.

CHESNAIS, François. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998.

CHINA. **The 13th five-year plan for economic and social development of the People's Republic of China (2016-2020)**. Central Compilation & Translation Press. 2017. Disponível em: <en.ndrc.gov.cn/newsrelease/201612/P020161207645765233498.pdf>. Acesso em: 28 ago. 2017.

CHINA. The people's bank of China. **Anual Report 2015**. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/english/130739/3105326/3105334/index.html>>. Acesso em: 01 jun. 2017

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. 1993. p. 183. Dissertação (Mestrado em Economia) - UNICAMP, Campinas, 1993.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. O sistema financeiro chinês: a grande muralha. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (Orgs.). **Transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. [S.n.]: [S.l.], 2015. p. 425-492.

CORREA, Vanessa Petrelli. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1995. p.270. Tese (Doutorado em Economia) - Faculdade de Economia, Unicamp, Campinas, 1995.

COSTA, Fernando Nogueira da; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Financiamento de longo prazo no Brasil**. Rio de Janeiro: IPEA, 2013. (Texto para discussão, 1843).

_____. **Comparando capitalismos financeiros**. Campinas: UNICAMP, 2009. (Texto para discussão, n. 160).

CRBC. **Anual Report 2015**. [S.l.]: China Financial Publishing House, 2015. p. 205.

DAVIES, Martyn. How China is influencing Africa's development. **Perspectives on global development: Shifting Wealth**, 2010. Disponível em

<<http://www.oecd.org/dev/pgd/45068325.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 17

DEOS, Simone Silva de. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (Org). **Transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. [S.l.]: [S.n.], 2015. p. 391- 424.

DIAS, Margarida Maria Pinheiro Godinho. **A China no séc. XXI: a evolução do sistema bancário e o futuro das reformas econômicas**. 2004. Dissertação (Mestrado Desenvolvimento e Cooperação Internacional) - Universidade Técnica de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa 2004.

FMI. **External debt statistics: guide for compilers and users**. Washington: [S.n.], 2017. p. 331.

_____. **World economic outlook database**. 2016. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

FORSYTHE, Henry; SANDERSON, Michael. **China's superbank debt, oil and influence: how China Development Bank is rewriting the rules of finance**. Nova Jersey: Bloomberg Press, 2013.

FURTADO, Celso. O subdesenvolvimento revisitado. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 1, n.1, p.5-19.ago.1992. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643307>>. Acesso em: 01mai.17.

GERSCHENKRON, Alexander. O Atraso econômico em perspectiva histórica. In: BENJAMIN, César (org.). **O atraso econômico em perspectiva história e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Contraponto. 2015. p. 67-96

_____. Pós-escrito sobre a industrialização europeia. In: BENJAMIN, César (Org.). **O atraso econômico em perspectiva história e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2015. p. 35-66

GLOBAL debt has grown by \$57 trillion in seven years following the financial crisis. **The Guardian**. Reino Unido. 05 fev 2015. Disponível em:

<<https://www.theguardian.com/news/datablog/2015/feb/05/global-debt-has-grown-by-57-trillion-in-seven-years-following-the-financial-crisis>>. Acesso em: 19 jul. 2017.

HACHEM, Kinda; SONG, Zheng Michael. **The rise of China's shadow banking system**. 2015. p.44. Disponível em: < https://economicdynamics.org/meetpapers/2015/paper_931.pdf >. Acesso em: 12 mai. 2017.

HO, Chi. **Why China's debt bomb has not exploded**. Disponível em: <<http://www.barrons.com/articles/why-chinas-debt-bomb-has-not-exploded-1491885214>>. Acesso em: 17 ago. 2017.

HUIZENGA, Cornelius; YANG, Laike. **The financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries**. [S.l.]: UNCTAD, 2010. Disponível em: <<http://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=2080>>. Acesso em: 01 jul. 2017

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. 328 p. (Coleção Os Economistas).

KPMG. **Mainland China banking survey 2017**. Disponível em: <kpmg.com/cn>. Acesso em: 01 set. 2017.

LAEVEN, Luc; VALENCIA, Fabian. Systemic banking crises database. **IMF Economic Review**, v. 61, n. 2, p. 225-270., 2013.

MENDONÇA, Ana Ribeiro de. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (Orgs.). **Transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. [S.l.]: [S.n.], 2015. p. 335-390.

NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA. **China Statistic yearbook**. 2016. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2016/indexeh.htm> >. Acesso em: 12 jun. 2017.

NAUGHTON, Barry. **The chinese economy: transition and growth**. 2007. Disponível em: <<https://mitpress.mit.edu/books/chinese-economy> >. Acesso em: 01 fev. 2017.

PATTILLO, Catherine; POIRSON, Helene; RICCI, Luca. **What are the channels through which external debt affects growth?** Disponível em: < <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/What-Are-the-Channels-Through-Which-External-Debt-Affects-Growth-17021> >. Acesso em: 08 ago. 2017.

PIKETTY, Thomas. **O capital no século XXI**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014. p. 812.

PRATES, Daniela Magalhães. Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira. In: MARCOLINO, Luis Cláudio; CARNEIRO, Ricardo (Orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo: Publisher, 2010. p. 129-160.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. Growth in a time of debt. **American Economic Review**, v.100, p. 573-78, maio 2010.

SHEPARD, Bill. What bubble? how China stays in control of Its wild housing market. 2017. Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/wadeshepard/2017/05/07/what-bubble-how-china-stays-in-control-of-its-wild-housing-market/#11f985c16d57>>. Acesso em: 01 jun. 2017.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997. 237 p.

STANDARD & CHARTERED. **Asia leverage: after the boom**. 2016. Disponível em: <<https://www.sc.com/BeyondBorders/wp-content/uploads/2016/04/2016-04-01-BeyondBorders-Report-Asia-leverage.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2017.

STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE. **Forex reserves**. 2017. Disponível em <<http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/Data>>. Acesso em: 01 mai. 2017.

TISSOT, Bruno. **Measuring the shadow banking sector**. 2016. Disponível em: < <https://www.bis.org/ifc/events/session2tissot.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2017.

TSAI, Kelle S. **The political economy of state capitalism and shadow banking in China**. 2015. Disponível em: < iems.ust.hk/wp-content/uploads/2015/05/IEMSWP2015-25.pdf>. Acesso em: 13 ago. 2016.

UNIDO. United Nations Industrial Development Organization. **Industrial development report 2016. The Role of Technology and Innovation in Inclusive and Sustainable Industrial Development**. 2016. Disponível em <https://www.unido.org/sites/default/files/2015-12/EBOOK_IDR2016_FULLREPORT_0.pdf>. Acesso em 21 mai. 2017

WATSON, Adam C. **Patterns of growth and the economic development of China**. 2016. Disponível em: <http://academicworks.cuny.edu/gc_etds/1323>. Acesso em: 01 abr. 2017.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. WFE annual statistics guide. 2017. Disponível em: <<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>>. Acesso em: 18 mai. 2017.

ZHU, Xiaodong. Understanding China's growth: past, present, and future. **Journal of Economic Perspective**, v. 26, n 4, p. 103-124, out.2012.

ZI, Liu; JINXIA, Chen. China and monetary integration in east Asia. **China: an international journal**, v. 7, n.1, p. 124-143, mar.2009.