



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA

IVO COSTA NOVAIS

**A LÓGICA DA POLÍTICA DE CENTRALIZAÇÃO FINANCEIRA
PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: A EXPERIÊNCIA DA
CHINA 1978 A 2000**

Salvador

2020

IVO COSTA NOVAIS

**A LÓGICA DA POLÍTICA DE CENTRALIZAÇÃO FINANCEIRA
PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: AS EXPERIÊNCIAS
DA CHINA 1978 A 2000**

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

Área de Concentração I: Desenvolvimento Econômico

Orientador: Prof. Dr. Uallace Moreira Lima

Salvador

2020

Ficha catalográfica elaborada por Valdineia Veloso CRB 5/1092

N935 Novais, Ivo Costa
A lógica da política de centralização financeira para o desenvolvimento econômico: as experiências da China 1978 a 2000 / Ivo Costa Novais. - Salvador, 2020

154f. tab.; fig.; graf.

Dissertação (Mestrado em Economia) -
Faculdade de Economia, Universidade Federal da Bahia, 2010

Orientador: Prof. Dr. Uallace Moreira Lima

1. Desenvolvimento econômico – China 2. Centralização financeira
- Política I. Lima, Uallace Moreira II. Título III. Universidade
Federal da Bahia

CDD 338.9



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

TERMO DE APROVAÇÃO

IVO COSTA NOVAIS

***A LÓGICA DA POLÍTICA DE CENTRALIZAÇÃO FINANCEIRA PARA O
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: A EXPERIÊNCIA DA CHINA 1978 A 2000***

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. Uallace Moreira Lima
(Orientador – UFBA)

Prof. Dr. Antônio Renildo Santana Souza
(UFBA)

Prof. Dr. Elias Marco Khalil Jabbour
(UERJ)

Aprovada em 25 de agosto de 2020.

"O propósito primário dos impostos sobre ganhos de capital não é o de financiar programas sociais, mas sim o de regular o capitalismo. A meta é, em primeiro lugar, acabar com o contínuo aumento na desigualdade de renda, e, em segundo lugar, impor uma regulação efetiva sobre os sistemas bancário e financeiro para evitar crises."

Thomas Piketty

"Se você colocar a cabeça na boca de um leão, não poderá reclamar um dia se ele a morder"

Agatha Christie

Dedico à minha família.

AGRADECIMENTOS

Os dois anos experimentados neste mestrado me trouxeram realizações e experiências ímpares de vida, tanto pessoal, profissional como acadêmica. Um grande desafio que exigiu um enorme esforço e é fundamental agradecer aqueles que proporcionaram a realização deste verdadeiro sonho.

Gostaria de agradecer primeiramente à **Deus**, por iluminar o meu caminho durante a realização desta pesquisa. Agradeço enormemente aos meus pais, **Waltez e Zonaide**, por sempre estarem ao meu lado, dando apoio e incentivando a seguir em frente nos momentos mais difíceis dessa trajetória. Meus irmãos, **Bartira e Adriano**, por toda preocupação e suporte. Agradeço a minha noiva, **Miqueline**, companheira de todas as horas, pela compreensão, carinho e incentivo, que foram fundamentais para a conclusão deste estudo. Sem vocês a realização desse sonho não seria possível.

Ao meu orientador, Professor Doutor **Uallace Moreira Lima**, por toda a confiança e compreensão depositadas em mim. Obrigada por aceitar a tarefa de me orientar com tanta dedicação e competência, e me conceder plena liberdade para que eu pudesse realizar esse trabalho. Agradeço por toda a sua paciência e atenção nas inúmeras correções e amparo nos momentos mais difíceis desta caminhada.

Agradeço a instituição e a todos aqueles que trabalham na Universidade Federal da Bahia, que proporcionando condições para desfrutar das ferramentas necessárias para reflexões e para a produção desse trabalho, em especial à equipe da **Biblioteca de Economia** e do **Colegiado da Pós-Graduação**, cujo apoio e compreensão foram imprescindíveis para a conclusão deste mestrado.

Agradeço imensamente a todos os **professores** do **Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal da Bahia**, que sempre estiveram disponíveis, apoiando em cada etapa deste projeto. São responsáveis diretos por esta conquista.

Agradeço em particular os meus amigos de turma: **Adalberto, Alei, Aline, Diogo, Elenice, Edva, Inara, Jeronimo, Joelma, Leonardo, Lucas Chang, Mabel, Maira, Rachel, Ray, Pedro e Vinicius**; que compartilharam desta incrível experiência e por tornar o dia a dia na pós-graduação tão prazeroso. Vocês foram exemplos de determinação, empenho e competência. Mesmo tomando caminhos diferentes, o carinho e preocupação uns com os outros não foram abalados.

Agradecimento especial aos meus amigos **Alonso e Victor**, pelos trabalhos e disciplinas realizadas em conjunto, compartilhando seus conhecimentos e experiências que, sem dúvida, foram primordiais para esta conquista. Agradeço ainda a Professora **Fernanda Calazans**, Professora **Edilene Santos** e a Doutoranda **Fernanda Caires**, pelo apoio, orientação e incentivo no início deste processo árduo, que com os seus conselhos transformaram esta caminhada mais fácil e prazerosa.

Ao **Banco do Brasil** e a todos os meus colegas do **Escritório Estilo Farol da Barra**, pela compreensão na flexibilidade de horário e na crescente experiência que têm me proporcionado durante esses anos de trabalho, entendendo o importante papel da qualificação e desenvolvimento pessoal para a formação profissional atualmente demandada pelo mercado de trabalho.

Este trabalho representa a realização de um sonho e a conclusão de mais uma etapa da minha trajetória pessoal, profissional e acadêmica. Eu não teria chegado até aqui sem o apoio de pessoas tão importantes. Assim, meu **Muito Obrigado** a todos que de alguma forma contribuíram para esta realização.

RESUMO

O objetivo desta dissertação é analisar o processo de centralização financeira implementado na China, para tanto considera como este processo contribuiu para alavancar o desenvolvimento econômico e qual a sua dinâmica no período de 1978 a 2000. Durante estes anos, as economias mundiais passaram por uma grande transformação, perdendo gradativamente a relevância das políticas econômicas de Estado. Por outro lado, a reconstrução das recentes trajetórias dessas políticas pela economia chinesa, que moldou a sua dinâmica de financiamento centralizados nas decisões do Estado, é um contraponto desta análise e demonstra que esta transformação não impediu o seu sucesso da estratégia de centralização financeira adotada pela economia. Alternativamente, estruturas baseadas no crédito bancário são uma consequência do atraso, uma resposta à escassez de recursos de capital, e este foi o modelo usado pela economia chinesa para se reposicionar no mercado mundial. Mediante a elevação do crédito e, conseqüentemente do seu investimento, a China conseguiu os recursos de poupança que tanto são discutidos pela teoria econômica ortodoxa como origem do processo de desenvolvimento, invertendo esta lógica. A experiência chinesa está inserida em um amplo processo de transformação estrutural, que será tratada neste estudo desde a reforma econômica de 1978, passando pela construção e posterior reforma bancária da década de 1990, bem como pelo plano de reorientação econômica de 1999, o qual consolidou o país, no final do século XX, como uma grande potência mundial. O processo de construção de um poderoso sistema financeiro, por meio das políticas de crédito direcionadas e orientadas a setores estratégicos, busca enriquecer o debate sobre a trajetória de desenvolvimento chinês. Neste cenário, o crescimento chinês dinamizou a economia mundial e se tornou o principal expoente de desenvolvimento. Entender esta lógica de desenvolvimento é um dos propósitos que será pleiteado por este estudo. A dinâmica de financiamento chinês, que é centralizado nas políticas e decisões do Governo central, foi constituído com base nas políticas de crédito direcionadas, a qual figura como uma das principais variáveis para o grande crescimento econômico chinês deste período. Diante dessa perspectiva, busca-se entender como as estruturas financeiras desempenharam um papel fundamental na transformação de sua economia ao longo deste período. Assim, pretende-se debater a relevância da centralização financeira como mecanismo estratégico para o desenvolvimento e discutir as necessidades e os desafios para o financiamento do investimento em países de industrialização tardia, onde a presença do Estado não é uma exceção e sim uma regra para equalizar as suas dificuldades e questões estruturais. O Estado chinês, mediante um sistema centralizado de financiamento, formulou consistentes políticas de crédito, conseguindo equacionar e recompor de forma satisfatória os recursos para seus investimentos, invertendo uma lógica que resumia as prescrições e políticas da teoria econômica ortodoxa. Deste modo, conseguiu superar o seu atraso de desenvolvimento, demonstrando ser possível acelerar e melhorar a qualidade do crescimento econômico por meio do desenvolvimento e centralização da intermediação financeira.

Palavras-chave: Centralidade Financeira. Desenvolvimento Econômico. China. *Finance Funding*. Reformas Bancárias.

ABSTRACT

The objective of this dissertation is to analyze the financial centralization process implemented in China, considering how this process contributed to leverage economic development and what is its dynamics in the period from 1978 to 2000. During these years, world economies have undergone many transformations, gradually losing the relevance of economic policies of State, on the other hand, the reconstruction of the recent trajectories of these policies by the Chinese economy, that shaped its financing dynamics centralized in decisions of state, it is a counterpoint to this analysis and demonstrates that this transformation has not prevented its success from the financial centralization strategy adopted by the economy. Alternatively, structures based on bank credit are a consequence of the delay, a response to the scarcity of capital resources, and this was the model used by the Chinese economy to reposition itself on the world market. From the increase in credit and, consequently, from its investment, China has obtained the savings resources that is so much discussed by orthodox economic theory as the origin of the development process, inverting this logic. The Chinese experience is part of a broad process of structural transformation, which will be addressed in this study since the 1978 economic reform, through the construction and subsequent banking reform of the 1990s and the 1999 economic reorientation plan, consolidating the country at the end of twentieth century as a major world power. The process of building a powerful financial system, based on credit policies directed and oriented to strategic sectors, seeks to enrich the debate on the trajectory of Chinese development. In this scenario, Chinese growth has boosted the world economy, being its main exponent of development. Understanding this development logic is one of the purposes that will be pursued by this study. The Chinese financing dynamics, which is centralized in the policies and decisions of the central government, was constituted from the credit policies directed, managing to be one of the main variables for the great Chinese economic growth of this period. From this perspective, we seek to understand how financial structures played a fundamental role in transforming their economy over this period. Thus, it seeks to debate the relevance of financial centralization as a strategic mechanism for development and discuss the needs and challenges for financing investment in countries of late industrialization, where the State's presence is not an exception but a rule to equalize its difficulties and structural issues. The Chinese State, through a centralized financing system, formulated consistent credit policies, managing to satisfactorily equate and recompose the resources for its investments, reversing a logic that summarized the prescriptions and policies of orthodox economic theory. That way, managed to overcome its developmental delay, demonstrating that it is possible to accelerate and improve the quality of economic growth through the development and centralization of financial intermediation.

Keywords: Financial Centrality. Economic Development. China. *Finance Funding*. Banking Reforms.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 -	Crédito interno ao setor privado e ao Governo — 1977 a 1990 (% PIB).	79
Gráfico 2 -	Crescimento do crédito em relação ao crescimento do PIB — 1977 a 1990 (%)	80
Gráfico 3 -	Crescimento do crédito por setor — 1990 a 2000 (%)	102
Gráfico 4 -	Crescimento do crédito em relação ao crescimento do PIB — 1990 a 2000 (%)	103
Gráfico 5 -	Volume negociado em Bolsa de Valores na China — 1990 a 2000	106
Gráfico 6 -	Número de empresas listadas na Bolsa de Valores da China — 1990 a 2000	106
Gráfico 7 -	Trajetória da taxa de juros chinesa — 1990 a 2000 (%)	115
Gráfico 8 -	Crescimento da poupança interna — 1990 a 2000 (% do PIB)	116
Gráfico 9 -	Evolução da dívida pública — diversos países — 1992 a 2000 (% do PIB)	119
Gráfico 10 -	Poupança interna e trajetória da taxa de juros — 1978 a 2000 (%)	141

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxa de crescimento ao ano — períodos (%)	64
Tabela 2 - Necessidade de Moeda — China (100 milhões de Yuan)	64
Tabela 3 - Composição do mercado bancário na China — 1978 a 1990	72
Tabela 4 - Movimento de títulos públicos no mercado mobiliário chinês — 1980 a 1990	73
Tabela 5 - Composição da dívida pública Chinesa — 1979 a 1990 (% do PIB)	81
Tabela 6 - Investimento total como percentual do PIB na China — 1978 a 1990 (% do PIB)	82
Tabela 7 - Ativos dos setores bancários na China — 12/1993 e 12/1997 (Bilhões de Yuan)	101
Tabela 8 - Número de instituições bancárias e não-bancárias — 1990 a 2000	109
Tabela 9 - Emissão de dívida pública e dívida externa adquirida — 1990 a 2000 (% PIB)	118

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 -	Transferência dos créditos de liquidação duvidosa — 1999	126
Quadro 2 -	Resultado da recuperação de ativos — 1999 (Bilhões de Yuan)	126

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABC	Agricultural Bank of China
AIA	American International Assurance Company
AIG	American International Group
AIU	American International Underwriters, Ltd.
AMC	Asset Management Corporation
ASEAN	Associação das Nações do Sudeste Asiático
BCB	Banco Central do Brasil
BCC	China Construction Bank
BOC	Bank of China
BOCOM	Bank of Communications
BTM	Bell Telephone Manufacturing Company
CAR	Capital Adequacy Ratio
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CIC	China Investment Corporation
CITIC	China International Trust Investment Corporation
CNPC	China National Petroleum Corporation
CNOOC	China National Offshore Oil Corporation
CMBC	China Minsheng Banking Corporation
CBRC	China Banking Regulatory Commission
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
GDP	Gross Domestic Product
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
LAJIR	Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda
NBS	National Bureau of Statistics of China
NDB	New Development Bank
NPC	National People's Congress of China

NPL	Non Performing Loan
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
PBC	People's Bank of China
PCBC	Bank of China Construction Popular
PCC	Partido Comunista Chinês
PIB	Produto Interno Bruto
RBS	Royal Bank of Scotland
RNB	Renminbi
RPC	República Popular da China
SHSE	Shanghai Stock Exchange
SZSE	Shenzhen Stock Exchange
SOE	State-Owned Enterprises
TIC	Trust and Investment Corporations
UBS	Union des Banques Suisses
URSS	União das Repúblicas Socialistas Soviéticas
WBG	World Bank Group
ZEE	Zona Econômica Especial

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
2	FORMAÇÃO BANCÁRIA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO — UMA REVISÃO DE LITERATURA	22
2.1	RETROSPECTIVA TEÓRICA DOS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL FINANCEIRO	23
2.1.1	Hilferding e o modelo dos Bancos	23
2.1.2	Papel do sistema financeiro para Schumpeter	27
2.1.3	A inserção do Estado e o Modelo Keynesiano	30
2.1.3.1	O financiamento do investimento e o sistema financeiro Keynesiano	32
2.1.3.2	A formação da poupança externa na contraposição kaleckiana	34
2.1.4	Tipos de financiamento e o Teorema de Modigliani-Miller	36
2.1.5	O funcionamento do Sistema Financeiro de Gurley e Shaw, e o Modelo Shaw-McKinnon	38
2.1.6	A importância das instituições financeiras e a abordagem Histórico Institucional	42
2.1.7	Repressão financeira e as Falhas de Mercado	44
2.2	INOVAÇÃO E O PAPEL DOS BANCOS NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	50
3	DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NA CHINA – GOVERNO DE MAO ZEDONG E O GOVERNO XIAOPING	55
3.1	FORMAÇÃO BANCÁRIA PRÉ-REFORMA DE 1978	59
3.2	REFORMA FINANCEIRA DE 1978	66
3.2.1	A reforma do mercado bancário	68
3.2.2	A reformas do mercado não bancário e a descentralização financeira	70
3.2.3	As demais reformas econômicas e sua influência no mercado de crédito	74

3.2.4	O mercado interbancário e os investimentos em novas tecnologias no contexto das reformas de 1978	83
3.2.5	Considerações sobre as reformas financeiras na China pós 1978	85
3.3	ESTADO EMPRESTADOR E INVESTIDOR NA CHINA	86
3.4	CONCLUSÕES SOBRE O PROCESSO DE CENTRALIZAÇÃO FINANCEIRA DA ECONOMIA CHINESA PÓS REFORMA DE 1978	88
4	DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NA CHINA — PÓS 1990	93
4.1	REFORMA FINANCEIRA E ABERTURA EXTERNA DA DÉCADA DE 1990	96
4.1.1	A reforma do mercado bancário pós década de 1990	98
4.1.2	O mercado não bancário pós abertura das bolsas de valores na China	105
4.1.3	A formação das <i>Join Ventures</i> no contexto da centralidade financeira e sua influência no crescimento da poupança interna	111
4.1.4	Perfil do endividamento público e a nova estrutura do setor bancário chinês	118
4.2	CRISE DOS TIGRES ASIÁTICOS E A REORIENTAÇÃO ECONÔMICA MEDIANTE O PLANO DE DESENVOLVIMENTO DO GRANDE OESTE	123
4.3	CONCLUSÕES SOBRE AS REFORMAS FINANCEIRAS PÓS 1990	129
5	CONCLUSÃO	131
	REFERÊNCIAS	145

1 INTRODUÇÃO

Historicamente, a necessidade de financiamento da produção sempre existiu, mas como as características capitalistas se inicia a partir da revolução industrial do século XVIII. Essa ocorre na Inglaterra, onde o regime baseado na manufatura é substituído pela indústria, surge então, a necessidade de maior volume de capitais para tornar possível a expansão destes projetos industriais (TAVARES; CARVALHEIRO, 1985).

Os bancos comerciais foram constituídos nesse contexto. A maioria dos países se portava como instituições que atuavam principalmente no mercado de crédito de curto prazo, que era o mais rentável, contudo a necessidade industrial se constitui para financiamentos com prazo de maturação mais longo, e esta divergência de interesse havia de ser resolvida. Em países que possuíam Estados protagonistas nas políticas de direcionamento e centralização deste crédito, este processo ocorreu e se mostrou eficiente ao promover o desenvolvimento econômico.

Neste contexto, a China se insere como uma economia que se industrializa de forma tardia, após dois milênios de hegemonia economia, depois de enfrentar um longo período de turbulência. O processo industrial se inicia apenas na segunda metade do século XX, voltada para um processo de desenvolvimento, que obteve no financiamento a grande alavanca para o crescimento econômico.

Quando o modelo Keynesiano e o crescimento da firma se tornaram de grande relevância na teoria econômica, este processo teve seu curso alterado, já que os investimentos de longo prazo passam a ser essenciais para elevar a economia a um novo patamar. Portanto, o papel do crédito teve variações ao decorrer do tempo, à medida que a sua dinâmica de desenvolvimento evoluía, ou alterava seu rumo.

O maior problema das economias em desenvolvimento sempre foi buscar recursos de longo prazo. Desta forma, o fortalecimento do Estado como agente de fomento deste desenvolvimento, capaz de obter recursos em grande escala e intermediar o risco com as instituições financeiras, é uma solução que se apresenta. O financiamento de um processo de crescimento acelerado, sem um mercado de capitais desenvolvido, fica sujeito a grande volatilidade de capitais, principalmente quando causada por uma estrutura bancária pouco desenvolvida (CASTRO, 2006).

O objetivo geral deste estudo, portanto, é analisar se o processo de centralização financeira implementado na China, contribuiu para alavancar o desenvolvimento econômico e qual a sua dinâmica no período de 1978 a 2000, frente a um cenário internacional de financeirização do capitalismo. Neste sentido, é importante buscar, com base nas teorias econômicas, a reconstrução das recentes trajetórias das políticas econômicas chinesas que moldaram a sua dinâmica de financiamento centralizados nas decisões do Estado, com a finalidade de compreender a relação entre a estratégia de centralização financeira e a trajetória de desenvolvimento da economia chinesa.

Durante estes anos, as economias mundiais passaram por uma grande transformação, perdendo gradativamente a relevância das políticas econômicas de Estado, sendo substituídas por concepções instrumentais de políticas liberais de desenvolvimento, amparadas pela liberdade de mercado (LIMA, 2017). As economias periféricas entram neste contexto como coadjuvantes, não tendo passado pela transformação Keynesiana das economias desenvolvidas, com uma grande demanda reprimida por investimentos, principalmente de infraestrutura, neste sentido necessitando de grandes volumes financeiros.

O grande desafio em economias em desenvolvimento ou industrialização tardia, é proporcionar ao mercado recursos para o financiamento de longo prazo. O Estado deve equacionar condições para alocar e recompor, de forma satisfatória, os recursos para estes investimentos. Em países onde o mercado financeiro é pouco desenvolvido ou inexistem condições para um funcionamento equilibrado, o Estado deve atuar como agente de fomento, obtendo os recursos em grande escala com intuito de intermediar o risco financeiros na aplicação das políticas de crédito.

Assim, a hipótese central deste reside em mostrar que a dinâmica de financiamento chinês — centralizado nas políticas e decisões do Governo central e constituído a partir das políticas de crédito direcionadas — foi uma das principais variáveis responsáveis para a trajetória de elevado crescimento econômico chinês deste período e sua transformação estrutural. A China conseguiu superar os obstáculos com a formação de um sistema financeiro capaz de angariar grandes volumes de recursos, organizado sob uma dinâmica de centralidade de suas decisões e sustentado no longo prazo, o qual possibilitou a criação de um sistema com maior potencial transformador.

Assim, cabe desvendar os processos de crescimento individual, apresentar as evidências que foram preponderantes para elevar os mecanismos de financiamento, que geraram este crescimento econômico. Neste cenário, o crescimento chinês dinamizou a economia mundial, sendo seu principal expoente de desenvolvimento. Entender esta lógica de desenvolvimento é um dos propósitos que será pleiteado por este estudo.

A trajetória que levou a China ao protagonismo em relação ao seu rápido crescimento econômico, está no centro dos debates econômicos da atualidade. Com o maior mercado interno do mundo, maior *superávit* em conta corrente, maior volume de exportações e uma crescente demanda por produtos agrícolas, a economia chinesa se consolidou como a segunda maior economia do mundo (SOUZA, 2018).

O contexto de centralidade, adotado no processo de financeirização, tem grande importância para entender a lógica de desenvolvimento utilizada. As economias que adotaram as políticas voltadas ao liberalismo financeiro tendem a ter juros mais altos e um maior endividamento de curto prazo, além de apresentarem dificuldade de obter recursos para investimentos mais longos, que são necessários ao crescimento econômico duradouro. Assim, uma das justificativas para este estudo é discutir a essencialidade da atuação dos governos nacionais como supervisores prudenciais do sistema financeiro, para garantia da regulação sistêmica, sua liquidez e o direcionamento dos recursos orientados pelas suas políticas econômicas de Estado. Tudo isso com a finalidade de promover o crescimento de longo prazo, associado às transformações estruturais, como é o caso da China.

A experiência chinesa será tratada neste estudo desde a reforma econômica de 1978, passando pela construção e posterior reforma bancária da década de 1990 e do plano de reorientação econômica de 1999, os quais consolidaram o país no final do século XX como uma grande potência mundial. O processo de construção de um poderoso sistema financeiro, mediante as políticas de crédito direcionadas e orientadas a setores estratégicos, busca enriquecer o debate sobre a trajetória de desenvolvimento chinês.

Em relação à definição sobre o período de análise, o espaço temporal escolhido se constitui para aprofundar e inserir o estudo em uma lacuna teórica sobre a importância da centralização do setor financeiro para o desenvolvimento econômico em economias de industrialização tardia. O período escolhido coincide com o ápice da introdução dos ideários liberais aos manuais de economia, os quais apresentam um receituário orientado para a rejeição do

intervencionismo do Estado, o princípio da autorregulação dos mercados, ou o investimento somente quando da formação prévia de poupança, que foi o oposto do apresentado pela economia chinesa. A limitação da análise no final do século XX, constitui-se devido a importância do período posterior para o aprofundamento do estudo sobre as consequências das inserções destas políticas à economia chinesa, que requer uma pesquisa futura, aprofundando o debate sobre o tema.

A disposição para um ao estudo científico desta natureza requer a indicação dos procedimentos de ordenação para melhor orientar a pesquisa. Deste modo, como Metodologia de ação, por se tratar de uma investigação, será realizado um estudo indutivo qualitativo de natureza exploratória, justificado pela complexidade do processo investigado. O processo indutivo exploratório será aliado a uma revisão da literatura teórica sobre a relação entre centralização financeira e desenvolvimento econômico, bem como sobre a formação do sistema financeiro chinês, tendo como instrumento empírico a análise dados secundários, os quais possibilitaram uma maior profundidade e contextualização na análise dos fenômenos. Para cumprir com esses objetivos, utilizou-se os dados disponíveis em publicações em mídia impressa e digital como as oriundas do Fundo Monetário Internacional (FMI), Organização Mundial do Comércio (OMC), Banco Mundial (*World Bank Group* – WBG), Banco Central do Brasil (BCB), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), *National Bureau of Statistics of China* (NBS), *National People's Congress of China* (NPC), dentre outros.

Este estudo se propõe a realizar uma investigação dividida em cinco capítulos, além desta introdução. No segundo capítulo foi apresentada uma revisão da literatura que deu ênfase às teorias mais atuais. O terceiro tratou da trajetória de reconstrução do sistema financeiro chinês e das reformas de 1978, com o direcionamento desta reformulação e as medidas apresentadas que levaram o setor a atual lógica financeira centralizada na atuação e direcionamento do Estado. O quarto capítulo faz uma análise da década de 1990 que foi marcada por uma nova reforma bancária reposicionando o Estado como agente de financiamento, que resultou no crescimento do mercado bancário e também do mercado não bancário, a partir da abertura da bolsa de valores. Além disso, contextualiza as consequências oriundas da crise asiática que culminou numa forte exposição do mercado financeiro e pelo posterior plano de desenvolvimento do Grande Oeste e as suas medidas de reajustamento. No último capítulo, apresenta-se a conclusão deste estudo, passando pela síntese das discussões apresentadas e pela

recapitulação da literatura, além de apresentar uma relação comparativa do processo de centralização financeira do desenvolvimento chinês com o apresentado pela economia brasileira no mesmo período.

Assim, busca-se debater a relevância da centralidade financeira como mecanismo estratégico para o desenvolvimento, e as suas relações com as reformas propostas pelo Estado, comparando os conceitos relacionados as teorias de financiamentos e a experiência apresentada pela economia brasileira a utilizada pela economia chinesa.

Este estudo, pretende contribuir com a elevação do debate sobre a lógica de financiamento adotada no processo de desenvolvimento da economia chinesa, entre os anos de 1978 a 2000. Desse modo, o arcabouço teórico proposto neste estudo se torna um instrumental pertinente para interpretar a lógica do financiamento do desenvolvimento apresentado pela economia da China no atual cenário de centralização financeira.

2 FORMAÇÃO BANCÁRIA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO — UMA REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo tem como objetivo realizar uma revisão de literatura sobre o desenvolvimento do sistema financeiro, para isso revisita as teorias tradicionais e as abordagens mais recentes para contextualizar e discutir os principais modelos teóricos utilizados para o financiamento do desenvolvimento.

Busca-se apresentar a evolução histórica das principais e mais importantes teorias de desenvolvimento, apresentadas a partir de uma retrospectiva cronológica com as primordiais abordagens e conceitos relativos à formação dos bancos, seu processo de crescimento e sua relação com o financiamento do desenvolvimento econômico, em particular de economias de industrialização tardia como a chinesa.¹

Esta investigação se mostra relevante, pois visa contribuir com a discussão sobre quais os principais aspectos das teorias financeiras que se mostraram, ao longo do tempo, importantes para a formação, desenvolvimento, centralização e integração do mercado financeiro, que tem como principal operador os agentes econômicos dos Governos. Assim, o objetivo é expor como esta formação e centralidade financeira contribuíram para o desenvolvimento econômico, principalmente em economias de industrialização tardia, como o caso da China.

¹ A industrialização tardia é o termo usado para determinar uma industrialização que ocorre em uma economia periférica com atraso em relação as economias centrais. Em geral, o processo se constitui em uma mudança profunda e acelerada de sua estrutura produtiva, com uma relativa dependência do processo tecnológico existente. Este processo ocorreu em diversos países, e elevou economias como o “caso da Alemanha e dos Estados Unidos não apenas a convergência da renda, mas também a própria ultrapassagem da Inglaterra”, no início do século XX (MEDEIROS; SERRANO, 2012, p.128). Historicamente, na análise de Tavares (1998b, p.139) a maioria dos países com industrialização tardia não participaram da revolução industrial e “implementou sua indústria pesada seja com o apoio do Estado Nacional, seja em aliança com o grande capital internacional”.

2.1 RETROSPECTIVA TEÓRICA DOS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL FINANCEIRO

As principais teorias de desenvolvimento do sistema financeiro sugerem, por meio do crédito, um efeito positivo na relação entre as trajetórias de crescimento e o papel deste financiamento no desenvolvimento econômico. Neste sentido, o processo de crédito é que proporcionará a criação de um mercado que associe o agente superavitário ao agente deficitário, proporcionando este financiamento e, com ele, o desenvolvimento econômico.

Essa relação transformou as instituições financeiras em grandes empresas constituídas de um volume extraordinário de capitais e, por consequência, de poder econômico. Contudo, a transformação destas instituições financeiras em grandes conglomerados não trouxe somente benefícios, pois com ela o risco também cresceu e, quando assumido, esse se tornou um grande desafio ao setor.

O fortalecimento do Estado como agente de fomento deste desenvolvimento, capaz de obter recursos em grande escala e intermediar o risco com as instituições financeiras, foi uma solução que se apresentou neste contexto, principalmente após o surgimento do modelo Keynesiano nas primeiras décadas do século XX (CASTRO, 2006). Assim, serão apresentados a seguir os principais modelos teóricos que contribuíram para formação e construção destes conceitos e como eles podem colaborar para compreendermos como a dinâmica da centralização financeira comandada pelo Estado é essencial como estratégia de desenvolvimento econômico.

2.1.1 Hilferding e o modelo dos Bancos

Hilferding (1985) faz uma análise do capital financeiro com base nos escritos feitos por Marx, em que descreve os movimentos de reorganização com o domínio do capital financeiro caracterizado pela associação deste capital com o capital produtivo. Para o autor, o acesso facilitado ao crédito, em que as empresas estabelecem relações especiais com os bancos, demonstram o domínio do capital financeiro (OLIVEIRA; CASTRO, 1981).

Hilferding (1985) assim como Marx², vê o dinheiro de crédito como um instrumento necessário do capitalismo. O autor analisa os pontos de anomalia ao longo do ciclo produtivo como uma possibilidade de cessão momentânea de crédito, corrigindo o descompasso temporal entre o capital monetário disponível e o requerido, propondo uma solução para a relação econômica entre o dinheiro e o crédito (COUTINHO, 2013).

Coutinho (2013) traz um refinamento no estudo da economia de crédito feita por Hilferding, que tem como ponto central um elemento indispensável que contribuiu para economias de escala: as novas tecnologias. Essas novas tecnologias, assim como apresentou Schumpeter (1997), são responsáveis por compor os arranjos societários por intermédio da nova composição societária das empresas incorporados nas ações. Neste cenário, o sistema bancário seria a síntese deste capitalismo organizado, que reduz a concorrência e acentua a formação de carteis e trustes. Para Hilferding (1985, p. 224), este processo modificou por completo a dinâmica de concorrência, trazendo um processo de cartelização:

[..] a cartelização supõe uma alteração na taxa média de lucro. A taxa de lucro cresce na indústria cartelizada e diminui nas não cartelizadas. Essa diversidade conduz a associação à maior cartelização. A taxa de lucro cai para as indústrias não cartelizadas.

Essa dinâmica traz a uma nova concepção para as operações de crédito, pois as transações entre capitalistas e produtores dependem do crescimento da produção e quanto maior esta produção, maior será o efeito multiplicador na sua circulação, tornado possível um maior volume de dinheiro disponível para crédito (HILFERDING, 1985).

Neste sentido, Hilferding (1985, p. 87) não só define a função dos bancos como também mostra a importância de sua solvência³ e de mostrar credibilidade em suas transações, já que os bancos serão responsáveis em comprar e vender os títulos que, na verdade, é a substituição das suas notas promissórias por notas bancárias, ou seja, substituição por suas próprias promissórias, como mostrou:

² Ver Marx (1909), capítulo V.

³ Solvência é a capacidade do devedor de cumprir com seu compromisso, de acordo os recursos ou patrimônio que possui, e ainda possuir a expectativa de gerar lucro e sobrevivência no futuro. Em geral, ocorre quando se possui um ativo superior ao passivo, ou seja, quando a receita ou renda é superior ao volume de despesas ou dívidas. Neste contexto, quanto maior a solvência, maior a liquidez e capacidade de honrar seus compromissos.

A escolha feita em moeda corrente será tanto maior quanto maior for o volume de títulos compensados. Para fazê-lo são necessários instituições próprias; as letras têm que ser reunidas e confrontadas entre si. Tais funções são desempenhadas pelos bancos. Cresce, assim, a economia de dinheiro à medida que os referidos títulos passam a funcionar como meios de pagamento. A circulação desses títulos poderá aumentar cada vez mais, por sua vez, quanto mais segura for sua solvência. É necessário ser conhecida a credibilidade do título que irá funcionar como meio de circulação e como meio de pagamento. Cabe ao banco, igualmente, exercer essa função. Ambas as funções o banco as desempenha na compra do título. O banqueiro substitui o crédito comercial pelo crédito bancário, trocando as notas promissórias por notas bancárias, ou seja, as duplicatas industriais e comerciais por suas próprias promissórias.

Assim, para Hilferding (1985), o crédito de capital para investimento envolve a transferência dos recursos excedentes de proprietário — que não pode empregá-lo como capital para outros empresários — deficitário que pretende usá-los como crédito para investimento. Este modelo alterou a forma de fornecer crédito e com ela as relações entre os bancos e as indústrias. Para o autor este é o propósito do dinheiro, pois é empregado como capital e seu valor precisa ser recuperado de forma a remunerar os envolvidos.

Esta definição de capital financeiro contém as interrelações entre as diferentes esferas do capital e permite identificar suas funções em cada etapa de sua circulação na economia. O capital financeiro e o sistema financeiro, em sua totalidade, teriam como maior finalidade colocar à disposição do setor produtivo os recursos necessários para sua expansão (LINS, 1995).

Outro ponto apresentado pelo autor foi a mudança na composição do capital nas empresas industriais, em que o acionista se converte em mero capitalista monetário. O pagamento de dividendos aparece tanto como um incentivo, como para auferir parte de sua remuneração de juros. Este incentivo mostra que a oferta destes títulos seria diretamente proporcional à sua segurança, e esta relação explica a estrutura de taxas de juros e das cotações dos títulos (HILFERDING, 1985).

A elevação da massa de capitais disponível para investimento dimensiona o novo papel do capital financeiro, de modo que a sua concentração dá acesso a novas tecnologias e a economias de escala. Na análise de Hilferding (1985, p. 219), “o capital financeiro se desenvolveu com o desenvolvimento da sociedade anônima, e alcança o seu apogeu com a monopolização da indústria”. Este argumento indica que os capitalistas financeiros atingem o seu mais alto poder em detrimento dos capitalistas produtivos, demonstrando que cada vez mais, com a

concentração deste capital, o capitalista proprietário do capital fictício e o proprietário dos meios de produção são o mesmo agente.

Contudo, com a evolução do sistema bancário todo o dinheiro não empregado na produção vai para os bancos, assim o crédito bancário substitui o comercial. Esta mudança é uma tendência dos grandes capitais de se concentrarem, já que o volume de capitais, em poder dos bancos, tende a crescer, e assim poder realizar investimentos em escala, o que reduz o risco e eleva os juros devido ao seu poder de mercado (HILFERDING, 1985).

Para Hilferding (1985), as empresas em livre concorrência tendem apenas a evoluir a produção, o que não ocorre em monopólio onde existe a concentração dos capitais. Nos monopólios, a busca pelo crescimento da produção é feita com a introdução de novas ferramentas e técnicas de produção, e estes processos auferem lucros extras aos monopolistas que não seriam possíveis na livre concorrência.

A principal crítica às conclusões de Hilferding (1985), na análise de Coutinho (2013) e Lins (1995), passa por não dimensionar de forma mais detalhada e efetiva a origem dos recursos para o uso do crédito. Essa deveria perpassar desde uma análise superficial do funcionamento das Bolsas de Valores e como sua arrecadação acontece, até a completa formação e desenvolvimento dos bancos e do capital financeiro. Para os autores, a sua análise é bastante importante, porém é realizada de forma subjetiva, mesmo alterando em definitivo as concepções sobre o entendimento da intermediação financeira.

Esta mudança é uma tendência dos grandes capitais de se concentrarem, já que o volume de capitais em poder dos bancos tende a crescer e, assim, poder realizar investimentos em escala, o que reduz o risco e eleva os juros devido ao seu poder de mercado. Essa tendência demonstra a importância da escala no processo de centralidade financeira e da participação destas empresas no direcionamento destes recursos para o financiamento do desenvolvimento (HILFERDING, 1985).

2.1.2 Papel do sistema financeiro para Schumpeter

Schumpeter também discute “teoricamente o papel dos bancos em uma economia em crescimento” (CASTRO, 2006, p.15). Para Schumpeter (1997), este processo de crescimento se realiza por meio do empresário inovador que é um agente econômico que traz novos produtos para o mercado, mediante novas práticas de processo, ou por uma invenção, ou uma nova combinação de fatores que tornaria mais eficiente a produção, ou ainda, por uma inovação tecnológica.

O surgimento da inovação é que torna possível o crescimento econômico e os lucros extraordinários, de tal forma que é de vital importância o financiamento destas inovações e o empreendedor é um devedor nato que necessita dos recursos dos bancos. “É o devedor típico na sociedade capitalista” (SCHUMPETER, 1997, p. 107). O crédito se torna essencial para o processo de desenvolvimento e o empresário é o agente central neste aspecto. Neste sentido, Schumpeter afirma que a necessidade de investimento é essencial para o empresário, ou seja, o empresário se tornará de fato um empresário se ele se tornar um devedor.

Na análise de Schumpeter (1997), em equilíbrio, o ciclo do capitalismo natural em que a demanda se iguala a sua oferta, tem efeito neutro, pois não impulsiona o desenvolvimento. Para constituir num crescimento robusto, na maioria das vezes, os fundos que se acumularam na empresa não são suficientes, assim o papel do crédito e das instituições financeiras passam a ser adicionados em grandes volumes ao capital para servir de alavanca para o crescimento econômico, gerando um ciclo expansivo de crescimento.

Este crédito terá o papel de definir o comportamento para aquisição de bens, podendo adentrar na essência da produção e definir de forma dirigida o investimento. A natureza e a intensidade deste comportamento é que vai definir a produção e as necessidades dos indivíduos e empresas, determinando o resultado e as condições do financiamento (SCHUMPETER, 1997).

Neste cenário, o empresário consegue obter lucros expressivos com o desenvolvimento, o que garante as instituições financeiras o retorno de seu investimento. Para Schumpeter (1997), a finalidade principal do capital é a evolução da atividade econômica e este processo se dá com a ampliação da função do capital produtivo, pela transferência de recursos do capital financeiro. Assim Schumpeter (1997, p. 118) descreveu este processo:

O capital não é nada mais do que a alavanca com a qual o empresário subjugava ao seu controle os bens concretos de que necessita, nada mais do que um meio de desviar os fatores de produção para novos usos, ou de ditar uma nova direção para a produção. Essa é a única função do capital e por ela se caracteriza inteiramente o lugar do capital no organismo econômico.

Esta definição de Schumpeter (1997) é que conceitua a migração do excedente da produção, como fonte a ser usada como pagamento do risco do investimento, dos custos da operação e da produção, além da parte a ser deixada aos produtos como lucro. Neste sentido, inclui-se as questões ligadas ao risco envolvido no crédito, assim como as precauções e garantias de sua produção e os seguros e custos correspondentes, dando legitimidade à retirada do lucro sobre a intermediação financeira.

Esta fonte de recursos será a responsável por formar novas combinações, que mesmo para a maior das empresas, não pode ser financiada pelo excedente da produção anterior. Desse modo, Schumpeter separa a atividade do empresário e do capitalista, dado que a função do capitalista é de fato oferecer crédito e esta não pode ser realizada pelo excedente da produção, já que este remunera o capital emprestado na forma de juros. Para Martins (2012), ao conceder crédito, os bancos trocam um direito sobre fluxos futuros de renda, cuja produção que os irá lastrear ainda não procedeu pelo adiantamento ou transferência de poder aquisitivo de forma imediata ao empresário.

A ideia principal desta análise de Schumpeter é que o investimento requer o adiantamento dos recursos financeiros, que ainda não existem. Dessa forma, o investimento precede o crescimento, e o crédito passa a ser uma evolução do capitalismo como uma oportunidade de lucro que se realiza quando este investimento ganha forma e é remunerado (CASTRO, 2006). O investimento proporciona o crescimento da empresa e abarca dois movimentos: o primeiro, é que o fluxo circular refere a reprodução econômica constante sem alterar a criação de riqueza, de modo que os meios de pagamentos circulem em uma velocidade fixa. O segundo movimento são as inovações que são impulsionadas pelo investimento, quando as empresas tendem a buscar novos produtos e processos para alcançar um novo patamar junto a seus concorrentes e proporcionar maiores lucros.

As inovações são a base de um movimento que Schumpeter analisa como ciclos econômicos de crescimento. As inovações rompem com o fluxo circular e criam um novo ciclo de crescimento econômico (MARTINS, 2012). Neste sentido, os ciclos são responsáveis por um novo estágio

expansivo e a estrutura do crédito se projeta muito além da base existente de mercadorias, criando grandes volumes de investimento como tendência à concentração, no intuito de redução dos riscos e garantias sobre o retorno do capital emprestado. Para Schumpeter (1997, p. 109), o volume necessário para o crescimento econômico se altera justamente pelo desenvolvimento obtido com o investimento anterior, concluindo que:

Se não houvesse desenvolvimento nenhum, então as somas de dinheiro necessárias à realização de transações normalmente precisariam ser mantidas realmente em todas as empresas e famílias e teriam que permanecer ociosas durante o tempo em que delas não se necessitasse. É o desenvolvimento que altera isso. Logo varre para longe os tipos cujo orgulho era o de nunca terem demandado crédito. E no fim, quando todos os negócios — antigos como novos — são lançados dentro do círculo do fenômeno do crédito, os banqueiros até preferirão essa espécie de crédito por envolver menor risco.

À medida que a empresa apresenta uma nova inovação, ela cresce e precisa de cada vez mais volumes de recursos para o seu investimento. Este processo faz não só a empresa concentrar a produção e conseqüentemente o mercado, como também condicionam as empresas de crédito a buscar mais recursos para atender a sua demanda, e assim concentrar este financiamento. Esta concentração será abordada no tópico a seguir e é tratada como uma função do empresário que está vinculada à posse de riqueza do lucro obtido na produção. Para Schumpeter (1997), o crédito é essencialmente para compor este o poder, que se transforma em poder de comprar por intermédio do empréstimo concedido.

Com isso, Schumpeter (1997) conclui este conceito apresentando a principal função do mercado de crédito que é o de financiar o desenvolvimento. Este propósito faz o empresário habilitado a adquirir os bens necessários à sua produção, por meio da criação de seu poder de compra e da criação de uma nova demanda constituída com base no investimento ao empresário, o qual torna o mercado a própria fonte de rendimento, já que o lucro obtido servirá para o investimento futuro. Diante disso, ao debater sobre a relação entre inovação, empresário, capitalista e o sistema financeiro, Schumpeter deixa em evidência o quanto é essencial a estratégia de centralização financeira como mecanismo de política de desenvolvimento econômico.

2.1.3 A inserção do Estado e o Modelo Keynesiano

Até 1929, quando ocorreu a grande depressão da bolsa de Nova York, os modelos econômicos hegemônicos se amparavam no estudo e implementação de políticas econômicas fundamentados no “Modelo Clássico”. Seu principal autor foi o francês Jean-Baptiste Say que formulou o que passou, posteriormente, a ser conhecido como “lei dos mercados de Say”, segundo a qual toda produção criava uma demanda necessária para absorvê-la. Foi David Ricardo, porém, quem deu consistência teórica à “lei de Say”, que foi incorporada coerentemente à análise de diversos problemas econômicos no capitalismo. Mais tarde, John Stuart Mill se encarregou de transformá-la em dogma, e como tal, ela foi incorporada pelos economistas neoclássicos. Junto a esta teoria estava a crença no poder dos agentes privados, que detinham a exclusividade na alocação dos recursos financeiros até o início do século XX (IORIO, 2017).

A partir do início do século XX, principalmente após a crise mundial de 1929, há uma mudança de vertente de pensamento com a inserção do modelo Keynesiano como hegemônico e a introdução do papel do Estado nos sistemas financeiros. Essa nova visão rompia com a lógica de mercados auto ajustáveis propostos pelos clássicos e apresentava um novo paradigma para o desenvolvimento econômico. Neste modelo, o Estado tem o papel primordial de realizar a interação entre o mercado financeiro e produtivo, assim como de agente autônomo para alavancar o consumo e o investimento (TAVARES; CARVALHEIRO, 1985).

Assim, passou a predominar os ensinamentos propostos por Keynes, que além de transferir a lógica do processo para a demanda de bens e serviços, institui um novo agente na formação desta demanda, com poder de alavancar os investimentos e o consumo, que é o Estado (KRUGMAN, 2012).

Keynes mostra que por meio do crédito os recursos reais que ainda não existem são adiantados para a realização do investimento pelo empresário. Este investimento possui uma dinâmica própria que começa na procura de lucros extraordinários, mas se espalha pela imitação que a evolução proporciona, sendo os bancos uma peça fundamental para disseminar estes investimentos (CASTRO, 2006).

Na análise de Keynes (2012), deve haver um volume de investimento suficiente para absorver o excesso de produção total e, assim, justificar o nível de emprego. Assim, dada uma propensão a consumir existente, o nível de equilíbrio do emprego — o qual não possui mais um incentivo aos empregadores de expandir ou retrair novos empregados —, só se alteraria em volume ou no seu preço — salário — mediante variação no investimento corrente. O nível de produto tende a se sujeitar às decisões do empreendedor que terá como base para a suas escolhas, os níveis de tecnologia na economia e as expectativas destes empresários. O conceito de expectativa também é muito importante no arcabouço keynesiano. Dele se define a taxa de juros e a opção pelo investimento.

A taxa de juros, na análise keynesiana, não reflete a produtividade do capital, pois ela é um fenômeno monetário determinado pelas políticas econômicas, por estratégias de crédito e nas preferências pela liquidez. Assim, a existência de poupança não garante o investimento, já que para que ele ocorra é preciso que a economia crie liquidez. O conceito de liquidez está relacionado à taxa de juros, que é a recompensa à renúncia pela liquidez dos detentores dos recursos, que irão financiar projetos ilíquidos⁴. Neste sentido, quanto maior a liquidez, maior retorno de investimento, menor a incerteza na economia, por conseguinte, maior a taxa de poupança (CASTRO, 2006).

Desse modo, sendo a taxa de juros, a recompensa da renúncia à liquidez, é também uma medida de relutância que sente quem possui o dinheiro para alienar o seu controle sobre o mesmo, o seu direito a dispor incondicionalmente dele. A taxa de juros não é o “preço” que estabelece o equilíbrio entre a demanda de recursos para investir e a propensão para dispensar o consumo imediato. É o “preço” que estabelece o equilíbrio entre o desejo de manter a riqueza em forma líquida e a quantidade de moeda disponível – o que implica que, se a taxa de juros fosse menor, isto é, se a recompensa da renúncia à liquidez se reduzisse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível e que, se a taxa de juros se elevasse, haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a deter (KEYNES, 2012, p. 150).

A preferência pela liquidez possui três condições apresentadas por Keynes (2012): por motivo de transação, precaução e de especulação. A primeira condição está relacionada à vontade dos agentes em manter a moeda para a realização de transações e, também, como reserva de riqueza,

⁴ Os projetos são ilíquidos quando precisam de um tempo, suficientemente grande, para reaver os valores investidos para a sua execução, ou seja, o tempo de maturação para o seu investimento retornar o lucro proposto.

mesmo esta não rendendo juros A retenção por motivo de precaução é decorrente da incerteza e do risco de perdas em relação às variações nas taxa de juros, valor de títulos e riscos de mercado. Já a especulação está também relacionada à incerteza na economia, com o intuito de apostar contra estas expectativas, mas com o interesse de obter lucro.

Como os retornos de longo prazo estão num cenário de grande incerteza, e a produção depende dos investimentos, a volatilidade deste investimento será maior que a da produção de bens. Desta forma, quanto menor for a incerteza na economia, maior será o investimento e o seu retorno e, conseqüentemente, maior será o crescimento econômico (KRUGMAN, 2012).

Em complementação a esta abordagem, para Martins (2012), a elevação do investimento e do crescimento econômico, faz crescer também a renda que influencia nos gastos correntes. Esta renda, por sua vez, determina para os agentes a expectativa do seu crescimento futuro. Para que o investimento ocorra, o rendimento oferecido — eficiência marginal do capital — deve superar as taxas próprias de juros dos demais ativos, incluindo a moeda. Por este motivo, as expectativas de longo prazo dos agentes é que determinam a eficiência marginal do investimento,

Na análise Keynesiana, o “incentivo para investir depende, em parte, da curva da demanda do investimento e, em parte, da taxa de juros” (KEYNES, 2012, p. 122). A ligação entre liquidez e desenvolvimento necessita, além dos recursos disponíveis por longos períodos, de uma margem de lucro para repor os juros pagos, de um mercado onde a alocação dos recursos ocorra de forma eficiente, reduzindo o cenário de incertezas no longo prazo. Este cenário não é visto em economias em desenvolvimento, neste caso, o Estado deve possuir condições de calcular a eficiência marginal do capital no longo prazo e propor uma maior organização e alocação destes investimentos. Nesse sentido, a lógica da centralização financeira com a finalidade de direcionar recursos se torna essencial.

2.1.3.1 O financiamento do investimento e o sistema financeiro Keynesiano

O crescimento e a importância do sistema financeiro na análise Keynesiana, constitui-se com base na sua relação entre a participação do Estado e o seu processo de financiamento do investimento para o desenvolvimento econômico. Este investimento não se refere apenas à acumulação de capital fixo, mas na análise de Castro (2006), depende de três fatores: o primeiro

é da disponibilidade de recursos financeiros próprios; o segundo da variação nos lucros e no estoque de capital fixo; e o terceiro do acréscimo tecnológico.

Na análise das disponibilidades de recursos para financiamentos, Keynes (2012) mostra que o financiamento requer uma fonte de recursos líquidos, que ele chama de “*finance*”, esses são recursos normalmente disponíveis para empréstimos com prazos curtos. Porém, os investimentos precisam de prazo para maturação, neste sentido, os proprietários destes recursos devem se abster da preferência pela liquidez por tempo maior, que é o chamado pelo autor de “*funding*”.

“*Finance*” é função da disposição dos bancos em emprestar e o conceito de incerteza influencia nesta decisão, já que depende da propensão de enfrentar o risco futuro. Os bancos e instituições financeiras determinam quantidades disponíveis, e a sua escassez pode ser barreira para o investimento, conseqüentemente, ao crescimento econômico (CASTRO, 2006).

Na análise do “*funding*”, estes fundos são constituídos considerando a pré-existência de recursos emprestáveis e estes haveres podem impulsionar o crescimento econômico. O problema para propor este investimento não é a existência ou o volume desta poupança, mas sim a sua forma de alocação. Neste sentido, as expectativas de longo prazo dos empreendedores vão incentivar as famílias a manter por um período de tempo maior estes recursos e os lucros alcançados, os quais se mostrarão como parâmetro para viabilizar os novos investimentos (CASTRO, 2006).

Como este novo investimento será “autofinanciado”, os capitalistas que serão os investidores poderão emitir títulos de crédito no mesmo valor, dessa forma, saldar os empréstimos bancários assumidos. A emissão de dívida ou de capital (ações) no mercado é, portanto, uma forma de realinhar as posições financeiras das empresas que investiram e lograram seu objetivo. Neste cenário se torna importante ter mercados não bancários⁵ eficientes para a alocação deste capital (KEYNES, 2012).

⁵ O sistema bancário ou mercado bancário é aquele em que as instituições estão sujeitas a regulamentação específica, podendo criar meios de pagamento e agregados monetários. Enquanto o sistema não bancário tem o papel de servir como intermediário ao público no acesso aos ativos financeiros e na criação de direitos sobre esses ativos, como depósitos, ações, títulos, entre outros (BCB, 2019).

Contudo, a maior eficiência destes mercados tem proporcionado uma maior independência e liberdade em sua atuação, que nem sempre se transforma em desenvolvimento econômico para os países, mas em movimentos especulativos que visam o lucro no curto prazo — fatores que inclusive causaram crises econômicas como a crise asiática da década de 1990. Assim, a intervenção do Estado se mostra necessária para combinar esta eficiência ao desenvolvimento pleiteado. Na análise de Castro (2006), este efeito combinado com as inovações, vai proporcionar o crescimento da poupança externa — que é o investimento externo no país — e determinar o desenvolvimento do país no longo prazo.

Países que recebem grandes volumes de poupança externa podem utilizar estes recursos para os investimentos no longo prazo e quanto maior este investimento, maior será o crescimento da sua economia — exemplo observado no crescimento das economias asiáticas com a industrialização voltada para a exportação, proporcionando grandes volumes de poupança externa (CASTRO, 2006).

Para Kalecki (1977), ao analisar essa perspectiva do desenvolvimento, o grande problema das economias em desenvolvimento é não acumular poupança externa, pois não possuem capacidade de obter grandes volumes de recursos para o investimento em inovação, que, em geral, é elevado e com longos prazos de duração. Diante dessa limitação, é que se faz necessária a estratégia de centralização financeira em países de industrialização tardia, com a finalidade de financiar o desenvolvimento econômico, implementando uma política de alocação de recursos para setores considerados estratégicos nos projetos de desenvolvimento.

2.1.3.2 A formação da poupança externa na contraposição kaleckiana

A escassez de grandes volumes de recursos para investimento, principalmente em novas tecnologias, inviabiliza a mudança de patamar das economias menos desenvolvidas e acabam mantendo o seu baixo nível de desenvolvimento. Este é o maior problema dessas economias que possuem uma baixa capacidade de obter os investimentos, principalmente privados, resultando na escassez de recursos para produzir e investir em inovação. Diante disso, para Kalecki (1977), quanto maior o volume que o país adquire em poupança externa, maior será o seu investimento e, conseqüentemente, o seu desenvolvimento no longo prazo.

Dessa forma, torna-se necessária a presença de “fatores de desenvolvimento” específicos para sustentar um movimento ascendente no longo prazo (KALECKI, 1977, p. 187). Entre esses as inovações (em seu sentido mais amplo), a existência de poupança externa e o investimento em tecnologia são os fatores mais importantes para promover este desenvolvimento.

Acerca das inovações, tanto Kalecki (1977), como Schumpeter (1997), abordam o tema como um ponto essencial ao desenvolvimento econômico e necessários para criação de novos ciclos de crescimento, transformando um sistema estático em dinâmico e sujeito a uma tendência ascendente, ressaltando que:

As inovações que surgem no decorrer de um dado período tornam mais atraentes os novos projetos de investimento. A influência desse fator é análoga à de um acréscimo do montante dos lucros que, no decorrer de um dado período, torna os projetos de investimento em geral mais atraentes do que eram no princípio desse mesmo período. Cada nova invenção, da mesma forma que cada acréscimo dos lucros, provoca certas decisões adicionais de investimento. Um fluxo constante de invenções — no que diz respeito ao efeito sobre o investimento — é comparável a uma taxa constante de acréscimo dos lucros. Assim, esse fluxo faz subir o nível de investimento por unidade de tempo que se teria sem ele (KALECKI, 1977, p. 184).

Deste modo, combinando o efeito das inovações com o da poupança externa, será o seu efeito líquido que determinará o desenvolvimento no longo prazo. Neste sentido, se um país recebe um grande volume de investimentos externos, este volume de recursos será a impulsão para este crescimento elevando a economia a um novo patamar. O efeito deste investimento, que é a consequência do acréscimo do lucro, tem como resultado sua introdução no consumo e no novo investimento pelos capitalistas. Se o investimento aumenta, a poupança se movimenta na mesma direção. Por isso, a taxa de juros não é determinada pela demanda e oferta de capital novo, mas sim, pela demanda e oferta de moeda, tendo em vista este investimento ser “autofinanciado⁶” (KALECKI, 1977).

Neste sentido, para Kalecki (1977) deve existir separação entre as taxas de juros de curto prazo e de longo prazo, devido as grandes oscilações das taxas de juros de curto prazo, e da dificuldade de previsibilidade das taxas de longo prazo, conforme descreveu:

⁶ O sentido de autofinanciamento está na relação entre a reprodução do lucro em um novo ciclo de desenvolvimento. Para Kalecki (1977), uma consequência do lucro como resultado do investimento proposto, é a sua introdução no consumo e no novo investimento pelos capitalistas. Assim, o crescimento do investimento eleva a poupança e proporciona um novo ciclo de financiamento.

[..] Taxa de juros a curto prazo é determinada pelo valor das transações e pela oferta monetária por parte dos bancos; e que a taxa a longo prazo é determinada por previsões da taxa a curto prazo baseadas na experiência passada e por estimativas do risco envolvido na possível depreciação do ativo realizável, a longo prazo (KALECKI, 1997, p. 93).

Dado o exposto, o investimento depende da taxa de juros e das expectativas de longo prazo, e esta decisão sobre o investimento deve ser tomada num ambiente de incerteza. A incerteza associada às expectativas no longo prazo é que vão definir o desenvolvimento dos países. Para Kalecki (1977), as economias se desenvolvem em padrões cíclicos, com flutuações periódicas, em que a renda oscila em um determinado tempo e padrão de crescimento, determinando o seu nível de renda⁷. Economias menos desenvolvidas não conseguem manter o padrão cíclico de crescimento por um longo período, mantendo baixo o seu nível de desenvolvimento. Este contexto mostra a importância da centralidade financeira para manter este crescimento, invertendo esta lógica de desenvolvimento.

2.1.4 Tipos de financiamento e o Teorema de Modigliani-Miller

O teorema de *Modigliani-Miller*⁸ demonstra que em mercados eficientes, na análise do valor da firma e quando não há incidência de impostos, custos de falência e as informações não são assimétricas, este valor não é afetado pelo modelo de financiamento escolhido, ou seja, não há alteração no valor da firma quanto ao tipo de financiamento, seja ele mediante empréstimos bancários ou venda de ações. O teorema propõe que o aumento do volume de poupança é condição necessária para promover crescimento econômico, seja ela produzida por poupança interna ou externa (CASTRO, 2006).

O teorema é dividido em três proposições. A primeira é a demonstração de que se o investidor pode criar endividamento, então a decisão de financiar a empresa não pode afetar o seu valor. A segunda proposição mostra que o custo de seu capital próprio cresce à medida que a empresa se endivida, pois, o aumento de sua dívida eleva o desvio padrão de seu retorno sobre o

⁷ Ver Kalecki (1977), Capítulo 14 - O Processo de Desenvolvimento Econômico – A tendência a longo prazo e o ciclo econômico.

⁸ O teorema de Modigliani-Miller foi publicado em 1958, e posteriormente revisado em 1963 (MODIGLIANI; MILLER, 1963).

patrimônio líquido, elevando o risco empresarial (MODIGLIANI; MILLER, 1958). As preposições foram reescritas em 1963, quando o autor reconheceu que o relaxamento de pressupostos, principalmente os relacionados à cobrança de impostos sobre o lucro das empresas e dos juros do seu endividamento, eleva o valor da empresa, reduzindo assim o seu custo de capital (PEGETTI, 2012).

A proposição é que o valor de uma empresa — que não está alavancada, ou seja, seu endividamento se dá unicamente por meio de capital próprio — é uma função de seu lucro operacional⁹ descontado do imposto sobre o lucro e de seu custo de capital próprio. Já o valor de uma empresa alavancada — que possui seu endividamento em capital próprio e capitais de terceiros — é igual ao valor de uma empresa semelhante, que não está alavancada, acrescido do ganho derivado do benefício fiscal (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Assim, alavancar a empresa é preferível, pois as empresas podem deduzir os pagamentos de juros, conforme mostrou Modigliani e Miller (1963, p. 442):

Such, then, are the major corrections that must be made to the various formulas and valuation expressions in our earlier paper. In general, we can say that the force of these corrections has been to increase somewhat the estimate of the tax advantages of debt financing under our model and consequently to reduce somewhat the quantitative difference between the estimates of the effects of leverage under our model and under the naive traditional view. It may be useful to remind readers once again that the existence of a tax advantage for debt financing—even the larger advantage of the corrected version—does not necessarily mean that corporations should at all times seek to use the maximum possible amount of debt in their capital structures.

A proposição três descreve a independência entre as decisões de investir e sobre qual melhor meio de financiar este investimento. Com base nas formulações anteriores, implica que a realização de projetos mais arriscados não aumentaria os seus custos de financiamento. Este custo de financiamento está ligado à rentabilidade exigida pelo retorno de capital próprio, ou seja, quanto maior o retorno sobre este capital exigido, maior será o custo da empresa com esta dívida (PEGETTI, 2012).

O autor baseia a sua teoria em dois princípios racionais, que é a maximização dos lucros e o do valor de mercado da firma. Esta premissa se baseia em duas visões divergentes sobre o comportamento dos investidores e o funcionamento do mercado de capitais, que apresentam

⁹ O lucro operacional, é o Lucro auferido antes de descontado os juros e o imposto de renda, utiliza a sigla LAJIR.

resultados que podem ter influências importantes, muito além dos efeitos sobre a alavancagem no seu custo de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Para Pegetti (2012), as principais críticas às propostas da teoria de Modigliani e Miller seriam: a) a não representação real dos mercados perfeitos nos quais os acionistas não são completamente racionais; b) as taxas de juros cobradas das empresas, que em geral são inferiores as cobradas de pessoas físicas; c) os níveis de endividamento, que interferem no risco e nas taxas de juros dos financiamentos; d) e a formação societária das empresas públicas, que não é formada totalmente por acionistas e que está relacionada ao mercado secundário (PEGETTI, 2012).

Neste sentido, na análise do terceiro teorema, como no mundo real sempre o pressuposto será violado, este teorema na verdade mostra como este processo de endividamento afeta a estrutura de capital da firma. Conforme apresentou Castro (2006), na ausência de mercados eficientes, que é o que ocorre nas economias pouco desenvolvidas, a estrutura de capital da firma pode ser relevante.

Outro ponto a ser contornado é que existem restrições na determinação das estruturas de capitais destas economias. Neste caso, o ambiente de incerteza com taxas de juros indexadas e flutuações inflacionárias, as teorias formuladas precisam ser adaptadas proporcionando desafios ainda maiores nas tomadas de decisão (TEIXEIRA; PRADO; RIBEIRO, 2011). Essa constatação fortalece a ideia da necessidade do processo de centralização financeira em países de industrialização tardia.

2.1.5 O funcionamento do Sistema Financeiro de Gurley e Shaw, e o Modelo Shaw-McKinnon

O Modelo de Gurley e Shaw¹⁰, publicado em 1960, revela a necessidade de desenvolvimento dos mercados financeiros, como meio para acelerar o crescimento econômico das nações. Para os autores, é possível acelerar e melhorar a qualidade deste crescimento por meio do

¹⁰ O Modelo de Gurley e Shaw foi desenvolvido pelos autores John G. Gurley e Edward S. Shaw, em seu livro “*Money in a Theory of Finance*”,

desenvolvimento da intermediação financeira, neste cenário, o crescimento econômico inevitavelmente, aumenta o endividamento das firmas (CASTRO, 2006).

A necessidade de desenvolver os mercados financeiros, para os Gurley e Shaw (1955) somente é possível por intermédio da intermediação financeira e é com ela que se pode aumentar os níveis de poupança e investimento em uma economia, alocando de forma eficiente seus recursos. Neste sentido, os autores apontaram que o crescimento equilibrado é uma das consequências de se possuir instituições financeiras desenvolvidas e integradas à economia, conforme mostraram (GURLEY; SHAW, 1955, p. 132 - 133):

Money so created gravitates to financial portfolios of consumer and firms, helping to satisfy the demand for protection against risk in a hazardous world financial development is a maturing economy generates growth in the demand for money, by both consumer and firms as one component of diversified portfolios. The policy bureau's choice between alternative ways satisfying growth in the demand for money may affect the contours of growth in real income and wealth.

A principal inovação do estudo de Gurley e Shaw (1955), considerando o princípio da intermediação financeira e o crescimento de seu potencial para o crescimento da economia, foi a apresentação da instituição financeira não bancária. O estudo define as instituições financeiras bancárias como responsáveis por criar os ativos monetários¹¹ por meio dos meios de pagamento; e as instituições não bancárias, por criar os ativos não-monetários¹² e ações. A expansão da intermediação financeira em seu conjunto, tende a aumentar o potencial de crescimento da economia (CASTRO, 2006).

Neste contexto, o desenvolvimento da intermediação financeira vai tornar mais eficiente alocar recursos em poupança. Para Tavares e Carvalheiro (1985), esta é a principal contribuição do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico. Por consequência, o modelo estabelece

¹¹ Ativos monetários são aqueles representados por dinheiro ou por direitos e obrigações a serem recebidos e liquidados em dinheiro, ou seja, que possuem liquidez imediata. Exemplos de ativos ou os denominados haveres financeiros são: papel moeda em poder do público e os depósitos a vista utilizados como meios de pagamento. Em relação às operações de crédito, o sistema monetário está relacionado aos empréstimos e aos financiamentos fornecidos pelas instituições bancárias, que utilizam dos haveres monetários como fonte de recursos.

¹² Ativos não monetários são aqueles que não possuem liquidez imediata, ou seja, não recebidos ou liquidados em dinheiro. Exemplos de ativos ou haveres não monetários são: Depósitos a Prazo, Títulos Públicos, Ações, Certificado de Depósito Bancário (CDB), entre outros. Em relação às operações de crédito, o sistema não monetário está relacionado aos empréstimos e aos financiamentos fornecidos por instituições não bancárias, que utilizam de haveres não monetários como fonte de recursos.

uma ação direta entre poupança e investimento para acelerar e melhorar a qualidade deste crescimento.

Esta ação está presente também no modelo Shaw-McKinnon, que é a composição teórica dos modelos de Gurley e Shaw (1973) e de McKinnon (1973), em que os autores mostram que as políticas financeiras conduzidas pelo Estado afetam o desenvolvimento do setor financeiro. Ambas são construídas sob os preceitos que resultam num conjunto de proposição de políticas de desenvolvimento financeiro, que foram implementadas sob a ótica da liberalização financeira.

A principal proposta do modelo aponta que quando se elevam as taxas de juros, considerando a validade do princípio dos mercados eficientes, mais altas serão a taxa de poupança e o volume de crédito disponível na economia, que levará a um aumento do investimento agregado, consequentemente, a elevação da taxa de crescimento econômico (CASTRO, 2006).

O modelo Shaw-McKinnon associa o desenvolvimento financeiro à liberalização financeira, e qualquer repressão financeira resultaria em limitar o desenvolvimento econômico. Neste contexto, o sistema financeiro teria papel duplo: o primeiro — que é a proposta de Gurley e Shaw (1973) — de ofertar ativos que remunerem de forma adequada e de acordo com suas preferências; e o segundo — que é a proposta de McKinnon (1973) — de fortalecer as instituições financeiras para captar os recursos necessários para poupança, desse modo os ofertar aos agentes deficitários para alavancar o potencial de investimento na economia (MARTINS, 2012).

A essência do argumento de McKinnon (1973) é que os juros elevados aumentam o custo de oportunidade do investimento. O mercado livre permite a convergência da taxa de juros a um nível mais eficiente, de forma contrária, a repressão financeira gera escassez de crédito e os juros elevados aumentam o custo de oportunidade do investimento. Neste cenário, o subsídio ao crédito levaria a ineficiência dos fatores e ao superinvestimento de um setor em relação a outro, conforme mostrou (MCKINNON, 1973, p. 9):

The capital market in a “developed” economy successfully monitors the efficient whit which the existing capital stock in deployed by pushing returns on physical and financial assets toward equality thereby significantly increasing the average return. Economic development so defined is necessary and sufficient to generate high rates of saving and investment (accurate reflecting social and private time preferences) the adaption of best practice technologies and learning by doing.

The converse is not likely to be true however. Arbitrary measure to introduce modern technology via tariffs or to increase the rate if capital accumulation by realign on foreign aid or domestic forced saving will not necessarily lead to economic development.

A estratégia de países em desenvolvimento de inserir subsídios em incentivo a indústria local afeta o equilíbrio do mercado e possui um histórico de ineficiência em sua aplicação. Nos países da América Latina, por exemplo, as taxas de juros reais cobradas pelos Bancos Centrais são muito abaixo do equilíbrio de mercado e por este motivo, a alocação da oferta de crédito é limitada e se transformou em uma concessão puramente política. Neste cenário, as políticas internas protegem a indústria local, mantendo os produtos externos afastados e a produção interna é mantida a um baixo preço, formado de forma artificial, conforme mostrou McKinnon (1973, p. 131):

Domestic industry is protected both because competing foreign products are kept out and equally important intermediate products are artificially cheapened – exportable and importable that are used by favored industries or exclusively licensed firms.

Assim, a estratégia da industrialização por substituição de importação, como no caso brasileiro, tem retrospectos ruins, pois em geral reduz a competitividade do país ao favorecer a indústria local pela proteção artificial que impacta todo o equilíbrio econômico. A proteção a estas indústrias foi implementada para incentivar uma acumulação mais rápida de capital e não para a aquisição de uma moderna tecnologia industrial, que é a dinâmica apresentada por países que constituíram a sua industrialização voltada para a exportação e tiveram que competir no mercado internacional (MCKINNON, 1973). A função do Estado seria a de corrigir estas políticas, excluindo as barreiras à livre operação dos mercados financeiros, não havendo espaço para intervenções. Para Martins (2012), a alocação alcançada pelos mercados financeiros livres corresponderia à melhor alocação de recursos possível.

A dependência colonial da produção e exportação de produtos primários em economias em desenvolvimento deveria ser eliminada à medida que a estagnação econômica fosse superada, mas o histórico apresentado por estas economias e suas políticas econômicas não foram satisfatórios, tendo em vista sua aplicação ser altamente discriminatória (MCKINNON, 1973). Contudo, esta relação não se mostrou linear e se desenvolveu de acordo as políticas internas implementadas pelas economias, apresentando forte intervenção e repressão no caso brasileiro, e maior abertura e internacionalização na alocação do capital no caso chinês, como será visto nos capítulos seguintes.

2.1.6 A importância das instituições financeiras e a abordagem Histórico Institucional

Na abordagem Histórico Institucional as instituições são peças importantes para compor o processo de tomada de decisão. Esta intervenção tem o intuito de promover o desenvolvimento do país, mas também pode atuar como força antagonista ao processo de crescimento econômico. Nesta análise, o principal papel do sistema financeiro é alocar poupança em projetos de investimento.

O conceito de eficiência de mercado de capitais é substituído por ferramentas capazes de comparar diferentes estruturas financeiras e criar instrumentos que reduzam esta incerteza. No lugar do conceito de eficiência de Pareto, o conceito de funcionalidade varia nos países em razão do seu nível de desenvolvimento. Assim, na ausência de poupança ou mercado de capitais desenvolvidos, a relação entre o setor bancário e a indústria pode ser uma solução alternativa (CASTRO, 2006).

Na análise de Zysman (1983) a relação entre governo e mercado conduz ao crescimento. A participação do Governo seria, principalmente, em atuar em prol de viabilizar o financiamento de longo prazo. O desafio comum em economias em desenvolvimento ou industrialização tardia é equacionar o problema do financiamento de longo prazo. Em países onde os mercados são pouco desenvolvidos, onde o desenvolvimento do mercado de capitais não atingiu o nível de liquidez adequado e inexistem grandes volumes de poupança, reside no crédito um viés de curto prazo nos financiamentos.

Para Castro (2006), este viés de curto prazo nos países em desenvolvimento ou industrialização tardia, tendem a possuir os juros mais altos para compensar as taxas de inadimplência e a falta de empreendedorismo e inovação, forçando os governos a atuarem de forma intervencionista para viabilizar os investimentos de longo prazo. Neste cenário, quando a economia cresce a elevadas taxas, o sistema financeiro se beneficia com empréstimos de curto prazo, mas as empresas precisam buscar meios de conseguir créditos de longo prazo. Com isso, nesses países, como o mercado é pouco desenvolvido, estas empresas acabam buscando o autofinanciamento e o crédito externo.

Três tipos de sistema financeiros são apresentados na análise proposta por Zysman (1983): o primeiro seria baseado em um mercado de capitais amparado no livre comércio, em que os

preços seriam constituídos ancorados em condições estabelecidas em um mercado competitivo; o segundo fundamentado em crédito com alocação e juros administrados pelo governo; e o terceiro formado por crédito e instituições financeiras privadas, não diretamente submetidas as políticas governamentais.

Na análise de Zysman (1983, p. 179) ou se tem capacidade de competir por recursos para investimentos ou ficará à margem do desenvolvimento. Assim, para o autor, foi alinhada as condições e requisitos para o Estado intervir no mercado em busca destes recursos, conforme descreveu:

- 1) manter-se fora do mercado, deixando à livre sinalização dos preços a direção do ajuste industrial;
- 2) proteger os arranjos econômicos prevaletentes, seja pelo subsídio a firmas ou setores em declínio, seja pela limitação do acesso de concorrentes externos ao mercado, mais certamente por ambas as atitudes;
- 3) compensar os perdedores no processo de mudanças influenciando-os para aceitação dos resultados do mercado; e
- 4) intervir na concepção e promoção da mudança industrial.

Com isso, o governo não tende a desenvolver maior competitividade, mesmo se mostrando aberto a proteger e subsidiar a indústria local. Em economias em desenvolvimento, existe falta de empreendedorismo e de incentivo à inovação, fato que torna mais evidente a falta de competição no mercado. Deste modo, o governo deve atuar para viabilizar os investimentos de longo prazo (ZYSMAN, 1983).

Outro autor que apresentou uma análise neste contexto foi Goldsmith (1969), o qual foi um dos percursores em medir empiricamente as mudanças nas estruturas dos mercados financeiros, assim, agregar padrões para melhorar seu funcionamento. Nele o autor insere o debate do papel do financiamento e a sua importância na evolução das estruturas financeiras.

Para Goldsmith (1969), a estrutura financeira se altera à medida que o país se desenvolve. Com este desenvolvimento os bancos aumentam a sua importância na alocação de crédito, os sistemas não bancários se tornando mais eficientes e o mercado financeiro mais robusto, proporcionando maior diversidade financeira e maior volume de crédito disponível. Para o autor, com a evolução dos intermediários financeiros, — com os bancos e outros investidores

institucionais — a transformação de poupança em novos investimentos tem crescido e facilitado a liquidez e o fluxo de informações nos mercados.

Contudo, comparações entre os sistemas financeiros devem ser feitas com cautela. O crescimento deste mercado está ligado ao crescimento econômico, mas na análise de Goldsmith (1969), devem ser considerados outros fatores que também influenciaram este crescimento, para que as comparações resultem em resultados não conflitantes. Outro ponto de destaque na análise do autor é a maturação dos mercados, que associados a um setor financeiro eficiente, diversificado e com alta liquidez acentua o nível de desenvolvimento bancário, e este crescimento prediz o nível de crescimento ao longo de décadas.

Estes conceitos evidenciam que para a abordagem institucional não existe arranjos ótimos que desconsiderem o contexto histórico e o nível de desenvolvimento. A sua essência teórica está mais voltada à incerteza do que ao risco, enfatizando situações em que não há informação perfeitas e onde os mercados não são completos, de modo que uma política de centralização financeira se torna viável para estimular o desenvolvimento econômico.

2.1.7 Repressão financeira e as Falhas de Mercado

O teorema defende a intervenção governamental na presença de falhas de mercado, contestando a eficiência de Pareto¹³ e os modelos de McKinnon, com críticas a dois pontos fundamentais: a existência de mercados eficientes e a política econômica neoclássica derivada do modelo de Shaw-McKinnon. No primeiro caso, as próprias forças de mercado podem levar à ineficiência de Pareto, com isso justificar uma intervenção governamental. No segundo, a busca por condições particulares pode levar a uma distribuição entre poupança e investimento, por exemplo, que correspondam apenas a seus próprios anseios e não há um ganho social. Neste

¹³ A literatura apresenta duas configurações do teorema de Bem-estar: o primeiro com o princípio da existência dos mercados eficientes, em que na sua existência todo consumidor e produtor se comporta competitivamente. Se existir um equilíbrio, então a alocação de recursos no equilíbrio será, para Pareto eficiente. A segunda configuração do teorema faz uma separação entre a distribuição e a eficiência, que em mercados competitivos a distribuição é neutra e para propiciar o equilíbrio, deve ser utilizada a redistribuição de renda, deixando o mercado interagir. Em geral, será necessário realocar de forma eficiente, tanto a renda, a participação em ações e as dotações de trabalho para serem redistribuídas (VARIAN, 2016, p. 637).

caso, a intervenção governamental pode melhorar esta alocação e a sua eficiência (MARTINS, 2012).

Em relação a crítica à lógica de mercados eficientes, de acordo o princípio da economia de bem-estar, as condições em mercados competitivos se tornam ineficientes, devido a violação das leis do Teorema de Pareto. As próprias condições competitivas do mercado levam à violação destes princípios, pois cada unidade particular estaria em busca da sua maior satisfação e não da coletividade. Neste cenário, a convergência do mercado competitivo se daria em direção às falhas de mercado.

Outro ponto de violação dos princípios de eficiência de mercado é que as informações não são simetricamente distribuídas entre os consumidores e produtores. No caso do mercado de crédito uma falha na informação envolve riscos e incertezas, que vão afetar as taxas de juros praticadas e os custos de transação que podem afetar e inviabilizar todo o mercado financeiro (CASTRO, 2006). Este cenário é visto principalmente em economias em desenvolvimento, onde a maturação dos mercados não contempla os mercados completos. Neste contexto, a intervenção governamental é necessária e pode levar a um ganho de bem-estar social ao viabilizar uma maior competição e investimentos, justificando, por exemplo, uma política de centralização financeira com a finalidade de financiar o desenvolvimento econômico de um país.

Para Castro (2006), a não existência de um sistema de financiamento de longo prazo, mesmo em economias maduras, é considerada uma falha de mercado. Como os agentes buscam financiamentos com juros menores e prazos maiores, os que possuem risco baixo tendem a ter acesso a este portfólio, mas não é regra e sim uma exceção. Como os mercados são incompletos, o cenário que se apresenta é o inverso. Os agentes possuem risco maiores e são poucos que possuem acesso a portfólios de longo prazo, já que os emprestadores de maneira geral, para contrapor os riscos envolvidos, buscam lucros no curto prazo.

A teoria mostra que a economia não está na restrição de Pareto, para o qual, apesar dos mercados não apresentarem resultados ótimos, é impossível a intervenção governamental alterar o bem-estar social. “Em situações de falhas de mercado, a intervenção governamental não só é possível, como pode levar a um ganho social” (STIGLITZ, 1993, p. 29).

Stiglitz (1993) aponta que o Estado tem a função de proteger os consumidores e produtores, assim como garantir a solvência e estabilidade dos sistemas financeiros. De forma esquematizada, o autor apresenta sete manifestações de falhas de mercados em mercados

financeiros: 1) o monitoramento dos bens públicos; 2) as externalidades; 3) a insolvência financeira; 4) as falhas de mercado; 5) a competição imperfeita; 6) a ineficiência de Pareto nos mercados competitivos; 7) e a presença de investidores desinformados.

O primeiro é o monitoramento dos Bens Públicos. Para Stiglitz (1993, p.25), “monitoring, like other forms of information, is a public good. If one shareholder takes actions that enhance the value of the shares of the firm (for instance, by improving the quality of management), all shareholders benefit”. O governo, por meio do monitoramento das instituições financeiras, pode alocar de forma mais eficiente os recursos. O monitoramento torna o mercado mais seguro contra alocação indevida e o uso de informações, podendo gerenciar as instituições, inclusive sobre as informações de solvência.

As Externalidades são influências positivas ou negativas que interferem ou condicionam o funcionamento dos mercados. No mercado de crédito, por exemplo, firmas ruins, riscos de falência e riscos sistêmicos, podem dificultar a aquisição de financiamento e elevar taxa de juros. Para Stiglitz (1993, p. 26), “[s]ome externalities extend across markets”. O desenho das instituições e regulamentos financeiros, afetam a extensão e a forma de monitorização, assim como a extensão que afetam seus mercados.

As falhas de mercado relacionadas à insolvência financeira estão ligadas ao monitoramento das instituições a fim de evitar que as informações sobre a solvência afetem os mercados financeiros com corridas bancárias. Diante disso, a falência de um único banco, ou múltiplos bancos, pode interromper o fluxo de crédito para todos os mutuários, podendo ter efeito indireto para todo o sistema financeiro (STIGLITZ, 1993).

Os Mercados incompletos estão presentes mesmo em países industrializados e sugerem a existência de problemas relacionados à disponibilidade de crédito. Em economias em desenvolvimento, as estruturas dos mercados são imperfeitas e existe a dificuldade de determinar se os preços estão realmente adequados. Esta falha de mercado está presente principalmente nos mercados financeiros onde as informações são onerosas, incidindo problemas como risco moral¹⁴ e seleção adversa¹⁵, o que elevam os custos de transação,

¹⁴ Risco moral é o termo utilizado quando um agente, amparado em uma informação incompleta, muda o seu comportamento na decisão sobre uma transação (STIGLITZ, 1993).

¹⁵ Seleção adversa é um fenômeno que ocorre na escolha incorreta pelos compradores de determinado produto ou serviço, quando esta decisão se constituiu com base uma informação incompleta, que constitui uma falha de mercado (STIGLITZ, 1993).

podendo limitar o funcionamento e a disponibilidade de recursos de longo prazo deste mercado (STIGLITZ, 1993).

A falha de mercado denominada de competição imperfeita está relacionada aos mercados ineficientes e à falta de informações simétricas. O fato de uma empresa possuir um arcabouço de informações positivas de seu cliente pode não ser o-diagnóstico do mesmo cliente em outras empresas, ou outros segmentos de mercado. Outro fator é a busca por pioneirismo e inovação, dado que as informações baseadas em novos projetos não estão disponíveis (STIGLITZ, 1993).

A ineficiência, de acordo Pareto, nos mercados competitivos é determinada pela necessidade de validar o seu teorema e de suas premissas na ausência desta validação, pois o teorema geralmente não é verdadeiro. Em face disso, para Stiglitz (1993, p. 23), deve haver um conjunto completo de mercados e as informações devem ser exógenas, ou seja, não serem afetadas por nenhuma ação de outro participante. “Thus, not only is there no presumption that competitive markets are efficient, but there is a presumption that they are inefficient”.

A observação de investidores desinformados — não se trata de falha de mercado — sugere intervenção devido ao viés sistêmico no julgamento de probabilidades sem a totalidade das informações e da saúde financeira da economia. Portanto, o Estado deve buscar promover a confiança para o investidor (STIGLITZ, 1993).

As manifestações das falhas de mercado definem o debate entre liberalização e repressão financeira. Este debate está relacionado às implicações das teorias do modelo pós-keynesianos e dos novos-keynesianos a esta teoria. Para os novos-keynesianos, a liberalização financeira não leva a um novo equilíbrio e compromete o sistema financeiro, daí que a alternativa a este modelo é necessariamente a participação governamental por meio de políticas públicas. O Estado deve atuar no sentido de promover o desenvolvimento financeiro, de tal modo que esta intervenção tenha a finalidade de posicionar o sistema financeiro no caminho correto e contribua para uma alocação de recursos mais eficiente e uma trajetória de crescimento econômico (MARTINS, 2012).

Na análise do modelo pós-keynesiano, o desenvolvimento financeiro deve ser analisado de forma mais crítica, considerando a hipótese da instabilidade financeira. Neste cenário, a atuação do Estado deve ser funcional mediante a intervenção com políticas financeiras ativas. O debate da repressão financeira mostra que ao criar escassez de recursos, eleva-se o potencial de competição dos mercados e a disputa pelos recursos. Para Castro (2006), a intervenção

governamental, seja junto a taxa de juros ou ao custo de capital, evita falências quando eleva o potencial de crédito e reduz os custos financeiros, e quando atua junto a taxa de juros melhora a qualidade dos competidores, como concorda Stiglitz (1993, p. 41):

Indeed, financial repression can be used as the basis of an incentive scheme to encourage higher savings and more efficient allocation of capital. Financial repression creates a scarcity. Some will get the capital they want at the interest rate being offered, while others will not. The government can set up a contest so that those who perform well (as measured by, say, exports) get more access to capital. Such contests can have strong positive effects (STIGLITZ, 1993, p. 41).

A hipótese da instabilidade financeira está atrelada à importância dos fluxos de pagamentos oriundos da renda e do balanço patrimonial das empresas. Tanto nas necessidades financeiras das economias industrializadas como em economias em processo de industrialização, o financiamento externo ou bancário não é apenas necessário, mas essencial para projetos de longo prazo. Assim, quando os ativos de longo prazo utilizam recursos de curto prazo para o seu financiamento, origina uma falta de sincronismo que é uma das causas da instabilidade financeira. Neste sentido, as empresas e as instituições financeiras estão buscando mecanismos de financiar as suas inovações, e estas, se bem-sucedidas, serão recompensadas como os lucros extraordinários do período (MINSKY, 2008).

Na análise de Minsk (2008) a economia é instável por se tratar de uma finança capitalista. Neste sentido, a instabilidade de um regime financeiro é fortemente sobrecarregada com finanças especulativas. Assim sempre que existe uma instabilidade monetária, os mercados são obrigados a reagirem em suas posições monetárias, alterando as taxas de juros e/ou oferta de ativos, de modo que os agentes tendem a diminuir os seus investimentos ou vender as suas posições de ativos.

No momento de crescimento da economia, os investidores tendem a correr maiores riscos em busca de uma maior lucratividade, este movimento compromete a estabilidade econômica. A regulação financeira tem o papel de limitar esta atuação, reprimindo a especulação e prolongando os ciclos de crescimento econômico (MINSKY, 2008).

A justificativa da regulação do mercado por parte do governo deve ser a existência das falhas de mercado. A regulação financeira pode ser adotada com a construção de limites e políticas públicas para administrar os riscos, limitando o comportamento oportunista e o poder de

mercados dos “tomadores de preço¹⁶”, garantindo os benefícios públicos maiores do que os privados e proporcionando a redução das assimetrias de informação (CASTRO, 2006).

O conceito de fragilidade financeira de Minsky (2008) descreve que todo financiamento concedido possui duas faces opostas, podendo gerar o crescimento e proporcionar o desenvolvimento, mas também propiciar falências e crises. De modo geral, a mudança nos preços dos ativos pode proporcionar alterações no comportamento geral da economia e ocasionar estes distúrbios opostos (CASTRO, 2006).

Para Mendonça (2015), o modelo minskyano avança ao discutir como as decisões de investimentos são influenciadas pelos mercados financeiros. Por isso, deve-se entender o papel dos bancos de forma mais ampla, pois estes influenciam decisões de investimento, afetando de forma direta o nível de atividade econômica.

Os principais equívocos apresentados no estudo da regulação econômica, para Stiglitz (1993), estão na análise de dados por meio de *cross-sectional*¹⁷ e de séries temporais, que não distinguem pequenas e grandes repressões financeiras e nem as suas causas, promovendo políticas governamentais de forma ineficiente; e na incorreta compreensão da curva de crédito, já que a sua elevação não depende apenas das taxa de juros interna.

Outro ponto de ponderação é a análise destas falhas e intervenções em economias em desenvolvimento. Vários países, na opinião de Stiglitz (2002), tornam-se mais ricos, aproveitando o fato de os países subdesenvolvidos abrirem seus mercados à competição externa antes de possuírem instituições estáveis, com isso, não conseguem competir no mercado e atrair recursos, sendo obrigados a oferecer altos juros. “Deveríamos reconhecer que há algumas empresas que estão tentando melhorar a produtividade dos pobres e outras que reconhecem que se podem tirar vantagem deles” (STIGLITZ, 2002, p.194). Essa afirmação demonstra a sua preocupação com a desigualdade dos mercados onde não existe equilíbrio nas informações e o custo de arbitragem se apresenta excessivamente elevado.

¹⁶ Tomadores de preço são os compradores e vendedores que precisam aceitar o preço que o mercado determina. Pode ocorrer em mercados competitivos, onde as empresas não conseguem concorrer por preço, ou em mercados oligopolizados, em que o tamanho da firma define a sua situação no mercado (VARIAN, 2016).

¹⁷ *Cross-sectional* ou dados de corte transversal são amostras usadas em econometria ou estatística, que utilizam dados de um dado ponto no tempo, representando um corte no período de todos os dados disponíveis para a análise estatística.

O comportamento e a estabilidade de uma economia mudam à medida que evolui a complexidade dos arranjos financeiros. Deste modo, os governos devem atuar como reguladores e supervisores dos sistemas financeiros, devendo os credores e os devedores respeitar as regras e normas estabelecidas, como defendem os autores que debatem a teoria da repressão financeira. Esta atuação é essencial para o processo de desenvolvimento em economias de industrialização tardia, dado que esses países, em geral, possuem sistemas financeiros pouco desenvolvidos (BURLAMAQUI, 2015).

2.2 INOVAÇÃO E O PAPEL DOS BANCOS NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

Os bancos comerciais foram constituídos na maioria dos países como instituições que atuavam principalmente no mercado de crédito de curto prazo. O custo para inovar e a busca pelo crescimento da firma, altera e insere relevância ao investimento de longo prazo que se torna essencial para o desenvolvimento econômico dos países. Com isso, o papel do crédito teve variações ao decorrer do tempo, à medida que a dinâmica de desenvolvimento evoluía ou alterava o seu rumo.

Esta decisão de investir, conforme apresentou Keynes, depende do Estado de confiança, para não só afirmar a expectativa de longo prazo, que é a base para escolha de prognósticos mais prováveis, como também demonstrar maior convicção nesta escolha. Assim, os bancos são peças fundamentais desta engrenagem, já que buscam os agentes dispostos a manter ilíquidos por um período de tempo e dispostos a entregarem seus recursos, antecipando ao empresário, de forma momentânea, a liquidez. Nesta análise, os recursos de longo prazo são essenciais para viabilizar crescimento, devido ao tempo de maturação dos projetos produtivos (CASTRO, 2006).

Diante disso, em mercados eficientes e desenvolvidos o volume de recursos de longo prazo tende a crescer e tornar o crescimento econômico mais homogêneo. Martins (2012) destaca que o modelo Shaw-McKinnon associa o desenvolvimento financeiro à liberalização financeira, assim o sistema financeiro teria papel duplo: o de oferecer ativos que remunerem de forma adequada e fortalecer as instituições financeiras para captar os recursos necessários para poupança e os investimentos de longo prazo. Sua análise se desenvolveu por meio dos

princípios do liberalismo econômico da teoria econômica ortodoxa, que foi um processo hegemônico das políticas econômicas praticadas pelos principais países a partir da década de 1980.

A análise da teoria econômica heterodoxa, ao utilizar tanto a abordagem histórico-institucional como a abordagem das falhas de mercado — mesmo se diferenciando em suas concepções — defende propostas em que os subsídios e os incentivos ao crédito, mediante intervenção governamental, são meios essenciais para o desenvolvimento econômico (CASTRO, 2006).

Na abordagem institucional, as instituições são peça fundamental para compor as políticas de desenvolvimento. Com efeito, o papel das instituições importa, e essas devem promover o desenvolvimento dos mercados financeiros, como mecanismo de torná-lo mais eficiente, com isso elevar o crescimento econômico. Este conceito de eficiência de mercado, para Martins (2012), foi substituído por ferramentas capazes de reduzir a incerteza e manter o papel principal do sistema financeiro que é o de alocar recursos de poupança em projetos de investimento.

Na abordagem das falhas de mercado, o Estado tem o papel de corrigir estas falhas, quando o mercado deixa de alocar eficientemente os recursos. A liberalização financeira pode ser corrigida, e em economias em desenvolvimento, onde os mercados se formaram de forma assimétrica, a intervenção pode proporcionar elevação do bem-estar social. (MARTINS, 2012). Neste cenário, o principal papel dos mercados financeiros é alocar de forma eficiente os recursos disponíveis, e as políticas direcionadas do Estado podem direcionar de forma mais eficiente esta aplicação.

Para McKinnon (1973), por este motivo, em economias em desenvolvimento, prevalece uma atitude favorável à intervenção estatal no mercado de crédito, já que com os mercados pouco desenvolvidos esta alocação não é eficiente e, em consequência, não conseguem alavancar o desenvolvimento. Existe, portanto, a necessidade da intervenção estatal para corrigir esta ação do mercado.

De maneira semelhante o crescimento do processo de inovação também afetou profundamente o desenvolvimento do mercado financeiro. Toda inovação tem um impacto inicial de criar uma nova ruptura no ciclo, saindo do equilíbrio anterior e alterando sua forma e os padrões de produção, que eleva a firma a um novo patamar de produtividade. Patamar este que proporciona à firma uma vantagem competitiva, e junto a ela, a possibilidade de constituir lucros extraordinários por um período para se manter como líder da indústria em que está inserida.

Schumpeter (1997) analisa o desenvolvimento como um fenômeno distinto, iniciado como uma mudança espontânea, entre um desequilíbrio e outro, na qual há um rompimento do estado atual e se deslocando a uma nova posição, superior e transformada em um novo ponto de equilíbrio o chamado “novo normal”. Os principais pontos da metodologia que traria impacto neste processo são a inovação, a criação de novas empresas, novos mercados, os grandes empreendimentos que impedem a concorrência e os monopólios. Para o autor, a ênfase do papel do crédito para o desenvolvimento econômico colocando o empresário como agente central, desloca esta relação comercial e proporciona as empresas financeiras para uma maior concentração de volumes e a importância da sua relação com a taxa de juros e investimento de longo prazo.

Para Tavares e Carvalheiro (1985), a disputa por domínio do mercado e pelo controle tecnológico impõe aos capitais individuais uma constante necessidade de se concentrarem. Com a reforma financeira e a possibilidade de captação de recursos diretamente no mercado financeiro para financiar seus projetos, houve uma transformação do mercado bancário ao longo do tempo. Este processo fortaleceu a formação das grandes empresas por intermédio de inovações que garantiram a elas uma vantagem competitiva concentrando o mercado, já que absorviam as firmas menores e com as fusões e incorporações se tornaram ainda maiores, podendo influenciar no preço e na busca por novos mercados.

A lógica de atuação do sistema financeiro deve ser compreendida em uma perspectiva da atuação de empresas no mercado. Em face dessa compreensão, fica mais clara a relevância da política de centralização financeira. A maximização do lucro não é o objetivo da firma, mas sim a sua busca pelo crescimento. Desta forma, a firma busca se transformar em grandes conglomerados e possuir condições de monopólio e acesso a novos mercados. A questão, para Lazonick (2006), é que uma firma maximizadora não é uma firma inovadora. Na análise da grande firma, ela transforma tecnologias e acessa os mercados, assim se desenvolve utilizando as capacidades de criação de valor destes recursos para gerar produtos que os compradores querem a preços que eles estão dispostos a pagar. Este processo de inovação anda de forma oposta ao desejo da firma maximizadora.

Na firma inovadora os empresários são os responsáveis por criar as novas oportunidades e interromper a condição de equilíbrio de mercado, além do conhecimento especializado ser de extrema importância para competir e se manter inovadora em sua indústria. A constante inovação, por conseguinte, o tamanho da firma e o seu poder de mercado, influenciam em outra

condição de monopólio, que são as barreiras à entrada de novas firmas. O poder das empresas e o grande volume de recursos que se cria nestes mercados impedem a entrada e o crescimento de pequenas empresas (SCHUMPETER, 1997).

As instituições financeiras também buscam esta concentração. Ao concentrarem seus ativos os bancos têm condições de fornecer operações com menor risco e incerteza. Porém, esta concentração nem sempre atende aos desejos dos empresários, já que os bancos em geral buscam o lucro no curto prazo em detrimento dos financiamentos de longo prazo, em particular em países com seus mercados financeiros pouco desenvolvidos.

De fato, para Tavares e Carvalheiro (1985), os bancos são agentes dinâmicos que, impulsionados pela lógica concorrencial, definem suas estratégias de ação procurando conciliar rentabilidade e preferência pela liquidez em suas escolhas em relação às fontes de recursos ou de aplicações. O aumento do nível de renda e de riqueza realizado por meio de transformações na estrutura financeira, usualmente, proporcionam aos países um crescimento rápido dos seus ativos financeiros de suas instituições e mercados.

No setor financeiro, o crescimento da competitividade tem incentivado na formação de grandes conglomerados, elevando a concentração neste mercado. Um fator que tem influenciado este processo é o aparecimento de novas empresas, que são classificadas como inovações tecnológicas, as chamadas “*Startups*”¹⁸ (BCB, 2017). Com o aparecimento destas empresas inovadoras, a tendência seria a diminuição do processo de concentração do mercado financeiro, mas não é isso que ocorre em alguns mercados, entre eles o brasileiro, onde este índice continua crescendo. Um movimento contrário ao que ocorre na China, que conseguiu com as novas tecnologias uma inserção maior de novas empresas no setor, reduzindo o processo de concentração.

Assim, não existe uma estrutura financeira ótima a ser implementada nos países. A intervenção governamental não é exceção, mas a regra em industrialização tardia bem-sucedidas no arranjo de desenvolvimento em economias. Para Freitas e Prates (2001), se não houver uma radical alteração nas políticas macroeconômicas dos países em desenvolvimento, será muito difícil que os bancos estrangeiros — e no caso brasileiro, também os bancos nacionais — assumam uma

¹⁸ *Startup* são empresas em fase inicial de implantação e com alto grau de inovação. No cenário financeiro, essas empresas são também chamadas de “*Fintech*” e já possuem expressiva participação no mercado financeiro em todo o mundo (BCB, 2017).

postura mais agressiva na concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário, já que buscam sempre uma maior rentabilidade nas suas operações. Nestes países, apenas os bancos públicos financiam, de forma mais expressiva, os setores agrícolas e agroindustriais e concedem a maioria dos financiamentos imobiliários de longo prazo.

De posse destas referências conceituais, deve-se ressaltar que o exercício de pluralidade metodológico apresentado, trazendo referência a autores que representam os mais variados campos da teoria econômica, tem como objetivo apresentar uma completa discussão a respeito das teorias de desenvolvimento e centralidade financeira apresentadas. Contudo a fundamentação do estudo é crítica e oposta a pressupostos, teorias e conceitos do capitalismo relacionadas a teoria neoclássica, como será apresentado nos capítulos a seguir.

Deve-se ponderar também, que em uma análise de desenvolvimento econômico na qual se utiliza um país como referência, com projeção de reflexões comparativas, mesmo não sendo o objetivo deste estudo, existem contraposições que podem explicar experiências históricas semelhantes. As experiências dos diversos países apresentam características que trazem elementos estruturais e contextos históricos específicos, condicionando a sua tomada de decisões. De outro modo, os problemas econômicos possuem, em geral traços comuns que podem apresentar resultados distintos em diferentes países. Assim, ponderado o contexto de individualidade na análise de desenvolvimento, nos capítulos seguintes, passa-se a analisar as evidências históricas da economia chinesa no contexto da centralidade financeira neste processo de financiamento do desenvolvimento.

3 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NA CHINA — GOVERNO DE MAO ZEDONG E O GOVERNO XIAOPING

A economia chinesa tem vivenciado um elevado e constante crescimento nas últimas décadas, que foi marcada pela elevação da produtividade e pela expansão da capacidade produtiva que resultou no alto nível de investimento ao país. Entender este ritmo de crescimento passa pela compreensão do sistema financeiro chinês, que buscou superar a ausência de mecanismos de financiamento, sobretudo para os investimentos, por meio de políticas e decisões cruciais conduzidas e centralizadas pelo Estado (MENDONÇA, 2015).

O sistema financeiro chinês teve participação essencial para a mobilização e alocação de capitais, e a sua disposição junto aos setores estratégicos e prioritários do país durante a fase de recuperação do atraso de seu desenvolvimento econômico foi fundamental. Esta transformação somente foi possível amparado em um sistema financeiro em que a liderança do Estado se mostrou eficaz para financiar uma rápida expansão do investimento e do crescimento econômico a partir da segunda metade do século XX.

Neste contexto, o sistema bancário deveria ser mobilizado no intuito de atender à alta demanda por investimentos, tanto por parte das empresas como também do governo central. Dado o exposto, seria necessário reconstruir todo o sistema financeiro, expandindo a rede de agências e de atendimento, elevar o volume de depósitos e da participação do setor nos negócios nacionais e integrar a sua atuação junto aos governos locais, viabilizando seus investimentos principalmente em infraestrutura, além do controle da inflação, câmbio e da taxa de juros como fundamentação de políticas econômicas (WORLD BANK, 1993).

Os dois próximos capítulos buscam reconstruir a trajetória do sistema financeiro chinês, passando por sua reconstrução e reforma da década de 1970 e a sua abertura ao mercado internacional dos anos 1990. Foram estes fatores que levaram o setor financeiro chinês para a atual lógica centrada na atuação e direcionamento do Estado. O objetivo principal desta análise é desvendar o processo de construção e de reforma do sistema financeiro imposta pelo Estado, tornando-o essencial para elevar a capacidade de investimento no país e recuperar o atraso econômico e industrial existente.

Todo este processo foi conduzido por um sistema centralizado no poder do Estado, e apresentou dois meios de expansão e aplicação de suas políticas: o primeiro, durante o Governo de Mao Zedong¹⁹, utilizou-se de um sistema chamado de economia planificada²⁰, sustentado em um sistema econômico centralizado proposto por orçamentos planejados — em grande medida replicando os modelos soviéticos do período — em que a produção seria de propriedade do Estado e este determinaria as metas de desenvolvimento e de distribuição. Durante essa fase, o dilema do Governo seria como dispor de recursos para promover este desenvolvimento amparado em um sistema financeiro praticamente inexistente, além de não possuir recursos para esta expansão devido a sua economia, após o fim da guerra civil²¹, ser demasiadamente pobre.

Já o segundo, durante o governo de Deng Xiaoping²², foi responsável por introduzir as reformas do final da década de 1970, formuladas inicialmente por intermédio da abertura comercial com o investimento interno voltado para a indústria de exportação, o chamado *export-led*²³, apoiada em uma dinâmica descentralizada em sua atuação, porém centralizada nas funções e políticas

¹⁹ Utilizada a grafia dos nomes chineses conforme o sistema pinyin. A grafia original seria Mão Tsé-tung, pode ser encontrado também em algumas referências a grafia Mao Tsetung (SOUZA, 2018, p. 27). Mao Zedong proclamou a República Popular, em 1º de outubro de 1949, e foi o seu primeiro presidente, governando o país até a sua morte em 1976. Mao iniciou no país um processo de profundo domínio do Partido Comunista Chinês – PCC – tendo controle sobre a propaganda, os movimentos de massa, e a concepção ideológica, além de integrar os militares neste processo. O país consolidou neste período uma centralidade das políticas públicas e na execução do seu orçamento, tornando-se um país comandado no padrão Soviético do período (SOUZA, 2018).

²⁰ A economia planificada era constituída com base em um planejamento centralizado e baseado em uma produção esperada. Assim, na China, o volume da produção era previsto e racionalmente planejado por especialista, em que os meios de produção são de propriedade do Estado, e a atividade econômica é controlada por uma autoridade central que estabelece metas de produção e distribui as matérias-primas para as unidades centrais, estabelecendo preço e custos para as unidades de produção. Nesse sistema, a escolha da proporção entre quanto do produto interno bruto deve ser investido e quanto deve ser consumido, torna-se uma decisão política centralizada (OLIVEIRA, 1990).

²¹ Guerra Civil na china ocorreu entre 1927 a 1949, entre os nacionalistas e socialistas, após a fundação do Partido Comunista Chinês em 1926, esse período marca a ascensão ao poder dos comunistas em 1949. Porém, a data de sua realização é controversa, para alguns autores o período da invasão Japonesa, entre 1937 e 1945, não é caracterizado um período de guerra civil. Outros autores incluem apenas o período pós-guerra, de 1946 a 1949 como lapso temporal da guerra civil chinesa (BERGÈRE, 1980).

²² Deng Xiaoping foi líder supremo chinês de 1978 a 1992, responsável por implementar uma série de reformas, com o objetivo de alterar a estrutura do governo e o modelo planificado baseado na produção coletivizada. A estratégia adotada foi de uma abertura comercial, introduzindo elementos capitalistas, principalmente após a indústria exportadora leve, que foi inspirada no sucesso dos sul coreanos (SALAMA, 2016).

²³ Export-led é um crescimento impulsionado pelo aumento do coeficiente de exportações, que procurou promover exportações mediante incentivos, oferecendo ao mesmo tempo proteção significativa. Este sistema desempenhou um papel importante na estratégia liderada pelas exportações da Coreia do Sul (LI; JIANG, 2018).

do Estado. Assim o Governo deveria buscar reduzir a centralidade na sua aplicação, delegando poderes e utilizando incentivos materiais para despertar o entusiasmo das empresas, localidades e dos trabalhadores (SHIRK, 1993). A reforma financeira se desenvolveu utilizando estas premissas, consolidando-se na abertura econômica e nos financiamentos às indústrias leves voltadas para exportação, e junto aos empreendimentos conjuntos direcionados pelas políticas do Estado.

Após as reformas da década de 1970, para Burlamaqui (2015), a atuação das instituições financeiras chinesas e as suas ramificações que operam como bancos comerciais e de investimentos, representavam a mais recente dinâmica de capitalismo financeiro, já havia sido inicialmente descrito por Hilferding (1985).

Tanto quanto o proposto pelo modelo minskyano²⁴, o modelo de Hilferding (1985) — visto no capítulo anterior — não contempla a disseminação das estruturas financeiras especulativas e o acúmulo de posições de fragilidade imposta aos países. Para Burlamaqui (2015), no sistema financeiro chinês há um elemento novo, cuja fundamentação teórica vai além dos modelos de Hilferding e de Minsky, entrando no modelo schumpeteriano de inovação e de um robusto Estado empreendedor.

O Estado, nesta concepção, foi o centro e mais importante agente para a consolidação do processo de reforma financeira na China. O seu papel foi de consolidar o processo de abertura comercial, integrar o sistema financeiro ao mercado internacional e estimular/formular as estratégias produtivas de investimento do país, tornando-se uma nova rota comercial no mundo globalizado. Uma nova situação que, em outros períodos, seria considerada muito difícil, principalmente durante o Governo de Mao Zedong, consolidando a economia de mercado ao seu sistema econômico.

Os dois períodos se mostraram distintos, mas com a centralidade e a essência do planejamento do Estado como ponto em comum. Mesmo com abordagens distintas e com resultados opostos, os dois períodos de reformas na China se apresentaram como princípios nacionalistas, defendendo o crescimento e a transformação estrutural do país, com a ideia predominantes de ser vanguarda no cenário mundial. Entender essa posição de vanguarda do Estado chinês é

²⁴ Ver Minsk (2008), capítulo 9 e 10.

essencial para o entendimento das reformas financeiras e o seu papel na lógica de centralidade do setor e das políticas de investimentos no país.

Neste sentido, mesmo escolhendo se desenvolver utilizando a economia de mercado, a China não poderia se desenvolver espontaneamente de acordo com as essas forças. Uma saída para desenvolver e manter essa indústria, na análise de Lin e Shen (2018), foi passar para as administrações locais condições administrativas e políticas de mobilizar e alocar recursos para as indústrias prioritárias voltadas para exportação, mesmo mantendo a dependência no Estado central. Esta disposição se consolidaria por intermédio de várias medidas: investimentos e subsídios, induzindo a formação dos preços e o acúmulo de capital; na introdução de projetos priorizados e viáveis, que respeitariam os interesses locais; no investimento a importação de insumos e equipamentos da produção; e na alocação e elevação dos créditos bancários voltados à indústria exportadora.

Estas medidas estimularam a economia e provocaram grande crescimento econômico, muito em resposta aos estímulos e prioridades oferecidos à produção voltada ao mercado externo, proporcionando o crescimento da poupança externa que era apropriado pelo sistema financeiro para a concessão dos financiamentos de volta à produção. Para conseguir estes crescimentos o Estado oferecia incentivos como: a isenção de impostos de exportação; a isenção de imposto de importação para as matérias primas e componentes destinados à produção de exportáveis; e empréstimos preferencialmente para empresas que produzem para o exterior (OLIVEIRA, 1990). Assim, a China buscou de todas as formas possíveis absorver a tecnologia estrangeira com o propósito de transformá-la ou substituí-la por fabricação nacional o mais rápido possível, principalmente na indústria de bens intermediários e de bens de capital.

Desta forma, todo este processo de reforma financeira e consolidação do Estado centralizador, será discutido neste capítulo. Na primeira seção, será apresentada uma análise sobre a construção do sistema bancário Chinês no Governo de Mao Zedong e a sua política de crédito e de financiamento. Na segunda seção, será apresentada a reforma financeira de 1978 no governo de Deng Xiaoping, quando há uma inversão de paradigma na condução das políticas econômicas no país, inclusive as políticas financeiras, passando a predominar as políticas de mercado. Por fim, na terceira seção, uma análise sobre a centralidade do Estado em propor as políticas financeiras durante este período.

O período consolidou na China o chamado “Estado prestador e investidor”. Amparado em fatores de socialização e investimentos, que combinou grandes projetos de financiamento nas atividades produtivas e indutoras, tais como infraestrutura e incentivos fiscais a áreas prioritárias. Além do papel de colaboração com a iniciativa privada que unificou o mercado nacional e proporcionou uma abertura econômica eficiente (JABBOUR, 2019, p. 168).

Como grande resultado desta empreitada chinesa, identifica-se um processo de consolidação das instituições financeiras voltadas para o financiamento de longo prazo, superando os obstáculos apresentados na concepção apresentada por Zysman (1983), que condicionava o crescimento à capacidade da economia de competir por recursos para investimento, como será visto a seguir.

3.1 FORMAÇÃO BANCÁRIA PRÉ — REFORMA DE 1978

Após a consolidação da República Popular da China, em 1949, todos os bancos e empresas capitalistas foram nacionalizados em 1950 (ADLER, 1957). No caso dos bancos, houve também a unificação e até a reforma de 1978, momento em que havia apenas um banco no país, o Banco do Povo da China (People’s Bank of China — PBC), que serviu tanto como banco central, como também banco comercial.

A indústria financeira quase entrou em colapso durante a guerra com o Japão (entre os anos de 1937 a 1945) e na parte final da Guerra Civil da China (entre os anos de 1946 a 1949). Nesse período, a economia chinesa passou por uma oferta monetária indisciplinada, que culminou em uma hiperinflação e na instabilidade macroeconômica, realidade que contribuiu para a queda do governo do Partido Nacional e a ascensão do Partido Comunista da China (PCC) (HUANG; WANG, 2018).

Com a vitória do PCC, tomando o poder em 1949, começou no país a sua transformação socialista, com todas as instituições financeiras sendo nacionalizadas e depois de 1952, todas foram fechadas. Todos os ativos e valores foram transferidos ou absorvidos pelo PBC, que seria a única instituição financeira autorizada. Todos os fundos foram coletados pelo sistema de planejamento central e distribuídos de acordo suas políticas de crédito, já que existia pouca

necessidade de intermediação financeira no período, tendo em vista a política aplicada pelo governo²⁵ (HUANG; WANG, 2018).

Mesmo com elevada capacidade de mobilizar capitais, este não foi mobilizado para propor o financiamento interno, muito em virtude de possuir um setor bancário pouco desenvolvido. Para Adler (1957), a política bancária na china era praticamente inexistente e foi reconstruída amparada em quatro modificações principais: a primeira foi incorporar todo o sistema ao setor estatal, ou seja, todo o setor foi estatizado e transformado em apenas uma instituição. A segunda foi a difusão de suas funcionalidades, propondo uma unificação econômica. A terceira foi passar ao setor financeiro a responsabilidade de controlar e executar as políticas cambiais e fiscais do Governo. A quarta foi centralizar o sistema bancário, submetendo todas as decisões ao governo, sendo o responsável por mobilizar as políticas públicas e sociais, transferindo os excedentes e distribuindo entre as suas esferas para se expandir.

As medidas tomadas entre 1950-1978 foram implementadas pelo PBC que era controlado pelo Ministério das Finanças, possuindo a quase totalidade das operações financeiras, além de controlar mais de 90% dos ativos financeiros do país. Na análise de Mendonça (2015), a concepção dos planos de crédito e de moeda do banco partia desta centralidade, e os financiamentos eram direcionados de acordo com os critérios dos planos de produção do governo, os quais contemplavam principalmente os projetos agrícolas e da indústria leve, como a têxtil. Com isso, o governo pôde controlar os fluxos de caixa no mercado consumidor e a sua transferência entre as demais agências internas.

Esta dinâmica, na análise de Souza (2018), era considerada ineficiente, concentrada e vulnerável, e estava apoiada em uma repressão que impedia o seu desenvolvimento. O resultado foi um modelo de sistema financeiro altamente concentrado, até a reforma de 1978, em apenas um banco estatal. Todo este processo de centralização, moldou e direcionou os financiamentos em projetos considerados prioritários pelo Governo que aprofundou a repressão e a centralidade do setor.

Esta repressão, em parte, foi constituída pelo desempenho econômico não satisfatório do período e pelo sistema planejado, adotado pelo governo até as reformas de 1978. Na análise

²⁵ A política de planejamento era altamente centralizada no poder do estado chinês, negando qualquer papel para os mercados, e se desenvolveu no intuito de construir um modelo de economia planejada, inspirada na política instituída pelos soviéticos, em que a produção fosse de propriedade do Estado, e determinada sustentada em metas de desenvolvimento e de distribuição (SALAMA, 2016).

de Lin e Shen (2018), isso aconteceu porque a China adotou neste período, uma estratégia de desenvolvimento voltada para uma indústria leve e pesado de baixo valor agregado, não se inserindo na industrialização mais tecnológica ou voltada para um processo de imitação das indústrias, portanto, não conseguiu explorar a vantagem de país retardatário²⁶.

Como a china não foi capaz de se apropriar e direcionar este excedente para o financiamento de seu desenvolvimento — diferente do período posterior a década de 1970 —, as duas principais fontes de recursos que foram utilizadas pelo sistema financeiro como fonte de financiamentos neste período foram: os recursos externos, advindos principalmente de empréstimos e acordos comerciais; e os excedentes do lucro das empresas públicas.

A China pagaria esses financiamentos por meio das exportações de seus produtos têxteis e agrícolas. Os recursos externos viriam principalmente da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), que era o seu principal parceiro comercial durante o primeiro plano quinquenal²⁷, para financiar equipamentos e projetos industriais. Estes empréstimos, durante o plano, chegaram a U\$\$ 1,5 bilhão de dólares. Deste modo, a China não teve a sua dívida externa alavancada, como o ocorrido nos demais países em desenvolvimento, a exemplo do Brasil. Até o ano de 1978, o saldo total da dívida externa chinesa era de apenas U\$\$ 237,5 milhões, representando apenas 0,87% do PIB naquele ano (BERGÈRE, 1980).

O lucro das empresas públicas foi outro mecanismo que também foi utilizado pelo governo como excedente financeiro, para serem realocados junto aos projetos prioritários mediante o

²⁶ A vantagem de país retardatário está na utilização da tecnologia pronta ou no processo de imitação das indústrias, com os processos ou equipamentos adquiridos dos países de renda avançada, durante o seu processo de recuperação de desenvolvimento. Se países que não possuem capacidade de produzir novas tecnologias, conseguem explorar plenamente esta vantagem, poderão alcançar taxas anuais de modernização e crescimento mais elevadas que os próprios países que produziram a tecnologia. Desta forma, na análise de Lin e Shen (2018), a inovação tecnológica e a modernização industrial nos países em desenvolvimento envolvem custos mais baixos e menos riscos do que nos países desenvolvidos.

²⁷ Os Planos Quinquenais, iniciados em 1952, têm como objetivo desenvolver a indústria nacional com o planejamento de ações e estratégias bem definidas, delineados por meio de ciclos, normalmente de cinco anos (MORAIS, 2011). O primeiro Plano Quinquenal, de 1953 a 1957, tinha como prioridade absoluta a indústria, tendo como meta a duplicação da produção em cinco anos (BERGÈRE, 1980). O Plano representava o ponto de partida para a construção de uma sociedade socialista, com o objetivo de transformar a China numa potência industrializada, modificando radicalmente toda a sua estrutura produtiva. A metas do Plano, estavam centradas ao redor de 694 grandes projetos, cerca de 156 baseados nos primeiros planos quinquenais desenvolvidos pelo Governo soviético, por este motivo, a sua concepção está relacionada historicamente às produções soviéticas, pelo menos na sua concepção inicial. Assim, até o ano de 1956, a China tentou copiar o modelo soviético de planejamento central, que contou com a concentração de autoridade no governo central, e consolidou nele o seu modelo de economia planificada (QIAN, 1999).

plano de crédito. Como a maioria das empresas do país eram estatais, o lucro dessas constituía a poupança interna a ser utilizadas pelo sistema bancário chinês. Estes valores foram utilizados para compor o fluxo monetário e a necessidade de moedas dos bancos e de créditos corporativos — principalmente para as empresas estatais — e projetos governamentais (HASENSTAB, 1999).

Todo este contexto, condicionou a escolha do Estado nacional por uma dinâmica de mercado financeiro centralizado, que tinha o objetivo de recuperar o *status* de grandeza perdido desde o início do século XIX (JABBOUR, 2019). Com isso, a solução pelo modelo centralizado tentava espelhar as experiências de sucesso alcançadas pelas unidades produtivas provenientes tanto do Atlântico Norte, quanto dos seus vizinhos asiáticos, como Japão, Coreia do Sul, Hong Kong e Taiwan.

A política de crédito foi construída dentro deste contexto e foi operada em conjunto com o plano monetário pelo PBC. O Banco controlava o fluxo monetário, as transações e os ativos financeiros, além de sua transferência entre os ramos da economia (SOUZA, 2018). Isso mostra que a China, com os depósitos oriundos das famílias e do excedente empresarial, não possuía capacidade genética para uma propensão à poupança.

A execução dos Plano de Crédito restringia os bancos especializados em seu alcance e na sua disponibilidade de recursos. O volume público destes créditos estavam condicionados às políticas direcionadas do governo central que destinavam as cotas e os setores beneficiados, e estes bancos eram obrigados a executar esta política que, muitas vezes, excedia os seus níveis de caixa e passivos, obrigando-os a manter as reservas excessivamente caras junto ao PBC e a financiar projetos com retorno incerto, conforme demonstrou Hasenstab (1999, p. 118):

From the beginning of reform until recently, China operated under an increasingly broad credit plan-setting money supply as a function of planned growth, prices and trends in money velocity. Prior to 1978, enterprise profits were remitted to the government and then reallocated directly to priority firms through the credit plan aimed at banks and through the cash plan aimed at currency in circulation for household, enterprise and government cash needs. The central and local branches of the People's Bank of China (PBC) executed this State Council plan, giving specialised and universal banks specific assets and liabilities, working capital, long-term loans, and technical renovation loan targets. The credit plan restricted specialised banks from freely lending funds and since deposits were often in excess of quota lending levels, banks were forced to hold costly excess reserves at the central bank.

As condições impostas pelas políticas de crédito moldaram todo o sistema econômico chinês, pois condicionavam a remessa de lucros, os subsídios diretos e as transferências de recursos para o setor real e bancário. Poucas empresas financeiras não bancárias conseguiram se estabelecer em províncias chinesas, e estas estavam localizadas em regiões onde as indústrias possuíam uma relativa abertura econômica. Como as empresas foram autorizadas a reter uma parte cada vez maior de seus lucros, necessitavam de financiamentos para produzir, as poucas instituições não bancárias existentes no país começaram a aumentar a utilização de instrumentos financeiros, mantendo os recursos fora do sistema bancário. Com isso, elevando os empréstimos diretos, de modo que diminuiu nestas províncias a dependência pelas transferências governamentais. (HASENSTAB, 1999).

Porém, a dinâmica chinesa foi diferente dos demais países do Leste Asiático os quais adotaram uma estratégia comercial voltada para exportação, que possibilitou a construção uma condição de competitividade com os demais mercados, elevando a sua capacidade de produção, e conseqüentemente, a sua tecnologia, mesmo mantendo um sistema bancário estatal e excessivamente fechado até os anos 1980, como foi o caso da Coreia do Sul, por exemplo (LIMA, 2017).

Na China, como a economia ficou excessivamente fechada, mesmo com o crescimento econômico, o resultado não foi o mesmo. Embora a taxa de acumulação e de estoque de capital ter demonstrado capacidade de mobilização, por isso ter crescido muito rapidamente, a taxa de crescimento médio anual do PIB ficou abaixo da média dos demais países em desenvolvimento. Portanto, o crescimento do investimento não estava associado ao crescimento do PIB ou da poupança interna. No período 1952 a 1978, a taxa de investimento média foi de 29,5%, significativamente mais elevada do que a média da maioria dos países em desenvolvimento. Em relação à taxa de crescimento médio anual de PIB, no período de 1952-1978, foi de 4,4%, mesmo elevado, se considerada a taxa de investimento, esta não demonstrou a mesma capacidade de mobilizar capital, não trazendo ao país o crescimento robusto e acelerado esperado (FANG; GARNAUT; SONG, 2018).

Como exemplificação do crescimento do PIB até a reforma de 1978, a Tabela 1 abaixo apresenta três momentos distintos desta análise: um crescimento inicial, muito influenciado pela devastação e recuperação causada pelo fim da Guerra Civil. O segundo momento que é

caracterizado pelo fracasso na implementação do plano “Grande Salto adiante”²⁸. E o terceiro que apresentou um relativo crescimento no final do período, após a reorientação imposta para correção do plano “Revolução Cultural”²⁹, que também não obteve sucesso esperado.

Tabela 1: Taxa de crescimento ao ano — períodos (%)

Período	Taxa média crescimento PIB	Crescimento Bens de Produção	Crescimento Bens de consumo	Crescimento Produção de cereais	Crescimento volume de Importação	Crescimento volume de Exportação
1952-1960	18,3	25,3	8,4	- 3,1	9,1	10,7
1961-1965	1,6	- 2,2	9,9	3,4	0,1	0,8
1966-1977	9,1	10,6	6,8	3,7	11,5	12,3

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), OLIVEIRA (1993), elaboração própria.

Além do limitado setor bancário, o setor não bancário praticamente não existia na china neste período. Assim, devido à dificuldade de financiamento, praticamente todo o valor financiado neste período foi oriundo do saldo acumulado na balança comercial com o aumento das exportações, como também via dívida externa. Outro ponto que poderia ter financiado o período seriam as emissões inflacionárias de moeda, porém este mecanismo não foi verificado no período, como se pode observar abaixo na Tabela 2:

Tabela 2: Necessidade de Moeda - China (100 milhões de Yuan)

Ano	Necessidade Total Moeda	Utilização Meios de Pagamento	Emissão de moeda
1957	516.7	512.2	-4.5
1962	633.2	614.0	-19.2
1965	675.7	686.5	10.8
1970	812.8	799.3	-13.5
1975	1128.2	1134.2	6.0

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), OLIVEIRA (1993), elaboração própria.

Estes valores foram pouco representativos, se analisados no contexto do crescimento da economia no período. Uma análise que pode ser apresentada é que devido o país ter passado

²⁸ O plano Grande Salto Adiante, de 1958 a 1960, possuía grandes objetivos, como ultrapassar a economia da Grã-Bretanha em 15 anos, o aumento de 250% (para 450 milhões de toneladas) na produção de cereais até 1967, e duplicar a produção de aço em um ano, seguindo com esta dinâmica em todos os demais setores industriais. As medidas causaram uma grande convulsão social e o agravamento das crises internas, principalmente junto aos camponeses, com a forte repressão no campo, como também na educação, com o fechamento de escolas e universidades (BERGÈRE, 1980).

²⁹ A Revolução Cultural de 1966 a 1976 surge como uma resposta à estratégia econômica aplicada na economia chinesa até então. Não apresentava inicialmente projetos de crescimentos com políticas pré-definidas, como as medidas anteriores, mas sim uma atuação política, buscando consolidar o seu posicionamento nacionalista de caráter socialista. Como resultado destas interpretações nacionalistas, muitas vezes xenofóbicas, a economia se mostrou estagnada impedindo, por exemplo, o crescimento industrial que necessitava de recursos externos (BERGÈRE, 1980).

um longo período de crise e guerras, as instalações existentes eram bastante precárias e qualquer investimento elevaria consideravelmente o seu valor relativo. Porém, era certo que tal investimento seria insuficiente e ficou evidente no descontentamento popular e na desconfiança do próprio partido na política implementada (OLIVEIRA, 1993).

Com a baixa atividade do setor, coube também ao PBC regulá-la. Com isso, o mercado não-bancário não conseguiu avançar e teve efetividade apenas na sua regulamentação e controle, ficando a sua atuação condicionada às intervenções do governo que era restrita a poucas províncias que consolidaram as políticas industriais (HASENSTAB, 1999). Com apenas uma instituição assumindo a responsabilidade de regulamentação de todo o sistema financeiro, era evidente a baixa eficiência e alcance social do setor financeiro.

Todas estas medidas elevaram muito rapidamente a produção industrial na China, principalmente no setor têxtil e agrícola. Contudo, este crescimento se apresentou em um contexto parcial e restrito às poucas províncias que conseguiram consolidar este processo de produção e desenvolvimento (YAO, 2018).

Na análise de Yao (2018, p. 83), nos estágios iniciais, as mudanças econômicas se mostraram suficientes para gerar melhorias no sentido de Pareto³⁰, principalmente a reforma rural e o crescimento da indústria leve. No entanto, após este estágio, as políticas que foram impostas baseadas em restrições e com grandes assimetrias entre as regiões, mostraram-se eficientes apenas no curto prazo, de modo que o potencial de melhoria esperado não poderia mais ser alcançado. “Very quickly, however, most reforms and economic policies would fail to generate explicit Pareto improvement”. As políticas pró crescimento adotadas se mostraram parciais e não alcançaram êxito em manter o seu potencial durante todo o governo de Mao Zedong.

Vale destacar que na reforma financeira na China, até 1978, pode ser entendida apenas como uma reforma bancária, assumindo contornos muito diferentes dos observados nas economias desenvolvidas. Para Mendonça (2015), estes contornos são certamente explicados pelas

³⁰ A melhoria no sentido de Pareto, está relacionada às contribuições da teoria de bem-estar apresentada por Vilfredo Pareto, segundo a qual, houve um ganho de bem-estar em favor da comunidade. A principal contribuição a teoria do bem-estar, está relacionada a mesurar, por meio de técnicas microeconômicas, como alocar de forma eficiente os recursos, principalmente os relacionados à renda dos indivíduos. O principal modelo apresentado por Pareto à economia de Bem-estar foi o chamado “ótimo de Pareto”, que foi um conceito utilizado para construir um mapa de indiferença, o qual apresenta vários níveis de satisfação. Na sua teoria, ele mostra que não há uma mudança capaz de deixar uma pessoa em melhor situação sem deixar outra numa situação pior (BRUE, 2005).

diferentes estruturas vinculadas ao poder central. Os chineses adotaram uma série de planos ambiciosos de cinco anos para acelerar a construção de modernas indústrias, mas esbarraram nos conflitos internos e não conseguiram solucionar as suas contradições econômicas, sociais e políticas. Esta dinâmica limitou a alocação de recursos às regras orçamentárias destes planos e ao modelo planejado, que se utilizou sobretudo de recursos vindos da URSS para financiar a sua produção (ADLER, 1957).

A consolidação de uma economia em que o seu *status quo* era centralmente planejado, com um setor financeiro de alcance extremamente limitado, mostrou-se insuficiente e significava o contínuo atraso na China, evidenciando a sua vulnerabilidade política, econômica e social. Toda esta baixa relativa de performance econômica – tendo um crescimento econômico porém ser apresentar a dinâmica e desenvolvimento esperado –, contrapõe-se às demais economias em desenvolvimento, principalmente quando comparada com outros países asiáticos, que experimentavam uma dinâmica de crescimento acelerado e mercados financeiros bem desenvolvidos deixando o país insatisfeito e questionando o próprio processo de desenvolvimento aplicado (GARNAUT, 2018).

Para Jabbour (2019), em grande medida, foi o excedente camponês que financiou o desenvolvimento econômico chinês até a reforma de 1978. Para o autor, o excedente agrícola camponês financiava a industrialização da cidade. Este processo se deteriorou na década de 1970 e o baixo crescimento associado ao fracasso na implementação dos planos econômicos, resultou no rompimento ideológico dos camponeses com o sistema planejado central. Tendo o seu marco na liberação para os camponeses comercializar livremente parte do excedente agrícola produzido, que foi o primeiro passo para a grande reforma que estava por vir.

3.2 REFORMA FINANCEIRA DE 1978

O processo de abertura comercial e de reforma proposto pelo governo chinês, coincide com a inserção do neoliberalismo e a globalização dos mercados. Este modelo se mostrou hegemônico ao redor do mundo, principalmente nas economias mais desenvolvidas, inserindo uma influência sobre os mercados e empresas, passando a valorizar o mercado acionário ao

produtivo, muitas vezes baseados em movimentos especulativos com os retornos de curto prazo em detrimento aos projetos de longo prazo.

Estas mudanças influenciaram as reformas na China, contudo não afetaram a ocupação do Estado como agente central e provedor das políticas de inserção do investimento que, no modelo neoliberal, foi excluída. No sistema financeiro mundial, estas influências propuseram alterações nos mercados bancários e não bancários, nas políticas de crédito e no mercado interbancário, além de influenciar na descentralização administrativa e no desenvolvimento de novas tecnologias. Contudo, no caso chinês, todo este processo foi liderado e centralizado pelo Estado, constituindo em paralelo e num contexto integrado com as demais reformas, proporcionando uma externalidade positiva, não podendo se analisar a reforma financeira em um contexto isolado.

Ao longo das reformas econômicas, na análise de Jabbour (2019), foi sendo consolidado um setor privado que não existia até então, avançando inclusive sobre o volume de ativos das empresas estatais. Este processo não diminuiu o tamanho do Estado, ocorrendo de fato o contrário, integrando a novas empresas e mercados passando a atuar de forma mais objetiva e direcionada. Para o autor, a reforma do setor financeiro da década de 1980, foi a mudança fundamental da economia chinesa, que permitiu a consolidação de “um sistema financeiro capaz de financiar o processo de desenvolvimento de longo prazo na economia” (JABBOUR, 2019, p. 70).

Neste contexto, é revisto e implementado o programa chamado de Quatro Modernizações³¹, e passa a ser conduzido de forma mais progressiva. O principal objetivo, além de modernizar as quatro áreas, era de reduzir as grandes diferenças entre a indústria e a agricultura e seria desenvolvido gradualmente, implementado as modernizações na indústria com a criação dos setores considerados mais importantes, em geral a indústria pesada, com a extensão das zonas agrícolas e recorrendo a capital financeiro para o seu financiamento e a aquisição de novas tecnologias (BERGÈRE, 1980).

³¹ O plano das Quatro Modernizações foi colocado em questão no X Congresso do Partido Comunista Chinês (PCC) em 1973, e previa a modernização de quatro áreas: agricultura, indústria, ciências e tecnologia e forças armadas. Seu objetivo consistia em, além de reestruturar as quatro áreas, reestabelecer “a disciplina no trabalho, reforçar o papel dos organismos centrais de planificação, dar ao trabalho seu preço e, se necessário, reestabelecer os estímulos materiais e de elevar o nível de habitações reabrindo escolas e universidades”, que foram fechadas durante a revolução cultural (BERGÈRE, 1980, p. 50).

Além destas medidas, conforme Maddison (2007), as principais diretrizes desta reforma foram: O direito de propriedade misto, estimulando as empresas privadas no meio urbano; os investimentos direcionados para uma indústria leve, voltada à exportação; a regulação econômica orientada pelo Estado; a formação de empreendimentos conjuntos, estimulados pelos Estado, com empresas públicas, voltadas para o comércio exterior; e a política econômica direcionada, impulsionada por investimento público e pelo financiamento das instituições bancárias, para o crescimento acelerado de setores estratégicos ou prioritários.

Com estas medidas, o Estado chinês criou as condições para que estas empresas conseguissem prosperar amparados na modernização de infraestrutura, atraindo investimento estrangeiro e mantendo de forma deliberada o valor da moeda chinesa relativamente baixo. Este processo culminou numa industrialização mais acelerada nas áreas urbanas, sendo primordialmente financiada pela poupança interna, o que permitiu a alavancagem do crédito pelos bancos públicos e por recursos próprios das estatais, além das reservas dos fluxos de Investimento Estrangeiro Direto, alterando a estrutura das cidades e fomentando ainda mais o desenvolvimento nestas áreas (MADDISON, 2007).

3.2.1 A reforma do mercado bancário

Em 1983, o Conselho de Estado concedeu o PBC a autoridade de um banco central e posteriormente transferiu operações comerciais para quatro bancos especializados: o Banco Agrícola da China (*Agricultural Bank of China — ABC*) para o setor rural; O Banco Industrial e Comercial da China (*Industrial and Commercial Bank of China — ICBC*) para o setor industriais e comerciais, o Banco de Construção Popular da China (*Bank of China Construction Popular — PCBC*) para investimentos fixo de longo prazo, e o Banco da China (*Bank of China — BOC*) para o negócio de câmbio (QIAN, 1999).

Embora vários dos principais bancos estatais existiam no nome antes de 1979, as suas finalidades e modo de atuação mudaram dramaticamente. O ABC foi oficialmente restabelecido em 1979 para atuar nos empréstimos rurais, junto com as cooperativas de crédito, que formaram a base das políticas e financiamentos agrícolas. O PCBC foi estabelecido pela primeira vez em 1954, mas somente iniciou a sua operação com empréstimos em 1979, sendo direcionado aos

projetos de construção. Em 1996 teve o seu nome alterado para Banco de Construção da China (*China Construction Bank — BCC*). O BOC, em 1980, iniciou a sua atuação junto às operações de importações e exportações, de câmbio e nas operações de crédito internacionais. O BOC manteve os direitos exclusivos para lidar com câmbio até 1985, quando o governo chinês autorizou os demais bancos especializados a operar neste mercado. O ICBC foi fundado em 1984, com intuito de financiar os novos projetos industriais e comerciais, estabelecendo o quarto grande banco comercial público. Essas quatro instituições financeiras constituíram o chamado *big four* — “quatro grandes” (HASENSTAB, 1999).

A função de cada banco era de fornecer apoio financeiro a um determinado setor da economia, evitando a concorrência entre eles e se especializando no seu segmento de atuação. O papel destes bancos cresceu gradativamente à medida que ocorria o declínio da alocação de recursos com base no orçamento central, e estes eram direcionados de acordo a necessidade de investimentos e aos projetos relacionados à implementação da reforma. Assim, os bancos tornaram-se o principal canal em que se realizava o financiamento destes investimentos e o governo exercia apenas o papel do planejamento econômico (DEOS, 2015).

No caso do PBC, apenas em 1983, o banco deixou de exercer as funções comerciais e de desenvolvimento, passando a desempenhar, exclusivamente, o papel de banco central, mesmo com esta efetivação só ocorrendo formalmente em 1995. Esta separação de funções foi decisiva para a reorganização do sistema bancário chinês, que conseguiu separar os dois níveis de funcionalidade: o PBC ficou responsável por executar as funções típicas de banco central, relacionadas à política monetária, a política cambial, de prestador de última instância e ainda de regular e supervisionar todo o sistema financeiro; os demais bancos passaram a atuar nas funções de bancos comerciais e de investimento, executando as políticas de desenvolvimento (DEOS, 2015).

Outro ponto que colaborou com a reorganização do sistema foi que os quatro grandes bancos passaram a experimentar uma quantidade muito menor de restrições na construção de suas carteiras, inclusive nos direcionamentos dos empréstimos, podendo inclusive conceder financiamentos fora de sua área de especialização. Estas instituições ainda se engajaram no estabelecimento de *Trust and Investment Corporations* (TIC) — sociedades de investimento constituídas para realizar grandes empreendimentos e investimentos — o que pode ser entendido como uma forma de burlar as cotas de crédito às quais estavam sujeitas. Estas sociedades alavancaram o investimento e deram grande escala aos projetos industriais realizados na China.

Estes projetos foram criados sobretudo nas Zonas Econômicas Especiais (ZEEs) em áreas costeiras (MENDONÇA, 2015).

Como a China cresceu a níveis bastantes elevados neste período, pôde utilizar do excedente destes crescimentos, oriundos principalmente dos lucros empresariais, como recursos para financiamentos por meio do crédito bancário. Este crédito foi disponibilizado para as próprias empresas e em um volume cada vez maior, financiando os novos projetos produtivos. Desse modo, este processo proporcionou a China um ciclo virtuoso, no qual o crescimento e o excedente empresarial obtidos financiaram os novos projetos com volumes ainda maiores de recursos. Em 1982 já era possível verificar os resultados desta alteração, “dos recursos alocados para empresas industriais, 70% eram de origem orçamentária em 1978, enquanto 80% eram empréstimos bancários em 1982” (MENDONÇA, 2015, 343-344).

A grande velocidade deste desenvolvimento também tem relação com a competitividade, já que desde 1984 os quatro bancos especializados foram autorizados a competir para os depósitos e empréstimos nos mercados anteriormente monopolizados, e as empresas foram autorizadas a abrir contas com mais de um banco. No entanto, para Qian (1999), todos os quatro bancos mantiveram-se altamente especializados em suas operações, exercendo assim suas ações designadas pelo governo no sentido de promover setores considerados estratégicos para o desenvolvimento do país.

3.2.2 A reformas do mercado não bancário e a descentralização financeira

O mercado financeiro não bancário ainda foi bastante pequeno durante a reforma de 1978. O setor recebeu estímulos para se inserir no mercado, bem como forneceu recursos de médio e longo prazo. Contudo, apenas dentro das políticas de crédito e atuando dentro do escopo imposto pelo PBC. O objetivo era alcançar o pequeno produtor agrícola e expandir o fornecimento dos serviços bancários. Neste sentido, houve um grande avanço ao estabelecer uma rede de cooperativas de crédito rural, principalmente localizadas nas ZEE, mas o mercado pouco avança em outros mercados, como o mobiliário (MENDONÇA, 2015).

Foi estabelecida uma rede de cooperativas de crédito rural e empresarial sob a supervisão do ABC e do ICBC, buscando atender o pequeno produtor agrícola e as indústrias que se

estabeleceram nestas zonas. Também foi autorizada às províncias, conceder autorização de funcionamento e de utilização dos orçamentos pré-definidos para os empréstimos bancários liberados dentro do escopo do projeto, mas com a alocação e volumes determinados pela necessidade do mercado (QIAN, 1999).

Entre 1984 e 1988 os governos locais, em especial os localizados nas ZEEs, ganharam grande influência sobre as decisões de crédito e direcionamento dos investimentos, não só dos grandes bancos como também dos bancos regionais e cooperativas de crédito. Após a reforma de 1978, diversos bancos e corporações financeiras sem fins lucrativos foram criadas, entre elas diversas cooperativas e instituições com a finalidade de realizar empréstimos diretamente, com a supervisão dos quatro grandes bancos e controle do PBC, consolidando o processo de reestruturação do setor (OLIVEIRA, 1993).

Após a reestruturação dos bancos não estatais, como do *Bank of Communications* em 1986, e do Banco industrial da China o *International Trust Investment Corporation* — CITIC, o governo central autorizou a comercialização de operações independentes, fato que mobilizou e incentivou a criação de dezenas de cooperativas, de bancos de investimentos e de corporações sem fins lucrativos principalmente vinculados às ZEEs. Mesmo com a supervisão e direcionamento das políticas industriais do governo, até o final de 1997, esses bancos controlavam mais de RMB 788 bilhões em ativos, correspondentes a um pouco mais de 8% PIB anual. Além disso, esses bancos tinham originado tantos fundos nacionais como internacionais. (HASENSTAB, 1999).

Como complemento às mudanças no setor bancário do Estado, o PBC permitiu ser mais flexível para se desenvolver rapidamente fora da rigidez do sistema bancário formal, para financiar o desenvolvimento das empresas não estatais. O rápido crescimento dessas instituições também exerceu pressões competitivas sobre outras partes do setor financeiro, forçando o governo a liberalizar cada vez mais o setor bancário do Estado. Na década de 1980 as TICs estavam claramente na vanguarda da inovação da China no mercado financeiro, e como não enfrentavam os regulamentos impostos sobre os bancos estaduais, puderam atrair com o sucesso empresarial os depósitos individuais, oferecendo taxas de juros mais altas e participando de uma ampla gama de atividades de empréstimo de negócio, podendo se engajar em operações de câmbio (HASENSTAB, 1999).

Mesmo com todas estas medidas, o número de banco continuou pequeno e o mercado não bancário pouco expressivo, conforme se observa na Tabela 3. O número de matrizes tem uma ligeira elevação, principalmente com abertura de novas cooperativas e agências de poupança postal, porém sem capacidade de reduzir a concentração do setor que, a partir da reforma, se consolida-se nos quatro grandes bancos públicos.

Tabela 3: Composição do mercado bancário na China — 1978 a 1990

Ano	Matrizes	Filiais	Bancos estrangeiros (ZEEs)	Cooperativas crédito	Associações e departamento de crédito	Bancos de negócios	Sistema de poupança postais agências	Bancos de investimentos de companhias	Companhias de valores mobiliários
1978	15	514	13	75	282	8	2420	7	0
1979	15	512	13	75	282	8	2336	8	0
1980	15	520	21	75	285	8	2437	8	1
1981	15	564	24	75	285	8	1511	8	1
1982	15	580	25	75	287	8	1494	8	1
1983	16	556	28	75	295	8	1528	8	1
1984	16	561	31	75	295	8	1570	8	1
1985	16	585	32	75	300	8	1591	8	1
1986	16	601	32	75	303	8	1578	8	1
1987	16	632	32	74	301	8	1579	8	1
1988	16	663	32	74	304	8	1583	8	1
1989	16	692	33	74	307	8	1574	8	1
1990	16	721	35	74	309	8	1582	8	1

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), MADSON (2007), OLIVEIRA (1993), WORLD BANK (2020), elaboração própria.

Cabe destacar, contudo, que esta concentração não constituía um problema ao mercado financeiro chinês, que permaneceu concentrado e centralizado nas decisões e políticas do Estado. Todo o processo de desenvolvimento, após as reformas de 1978, foi direcionado e alicerçado nas polícias de desenvolvimento, que tinham nos bancos estatais a sua fonte de financiamento. Ademais, cada um destes bancos possuía um núcleo de ação, que moldava a sua atuação, e até a década de 1990 que, mesmo de modo ainda tímido, incentivou a entrada no mercado de diversas cooperativas, bancos de investimentos e corporações não governamentais.

Mesmo escolhendo se desenvolver utilizando a economia de mercado, a China não poderia desenvolver-se espontaneamente de acordo com as essas forças. Assim, a única maneira de desenvolver e manter essas indústrias, na análise de Lin e Shen (2018), foi passar para as administrações locais condições administrativas e políticas de mobilizar e alocar recursos para as indústrias prioritárias voltadas para exportação, mantendo a dependência no Estado mediante subsídios e investimentos, controlando os preços de capital, a viabilidade dos negócios a seus interesses locais e a importação de outros insumos e equipamentos. Nesse sentido, o processo de centralização financeira seria essencial para lograr esses objetivos.

Ponderado este processo inicial de mobilização de capital e formação bancária, a participação das instituições financeiras no mercado não bancário, mesmo crescendo consideravelmente, ainda possuíam baixa participação no seu volume total. Todo o movimento de títulos públicos e ações eram realizados diretamente pelos bancos, e foi limitado, até 1985, pela exclusividade de sua atuação pelo BOC, além do fato de o mercado mobiliário e de ações só terem o seu marco inicial na década de 1990, quando foram criadas as duas primeiras Bolsa de Valores chinesas, a de *Shanghai Stock Exchange* (SHSE), e a de *Shenzhen Stock Exchange* (SZSE) (MARTIN, 2012). Os limites impostos ao sistema não bancários, limitaram, em certa medida, o estímulo à especulação financeira ao reduzir a capacidade de atuação destas instituições.

Estes fatores limitaram a disponibilidade dos títulos públicos para financiar os grandes projetos no país, abrindo espaço para a formação das TIC's que, na análise de Deos (2015), assim como Martin (2012), foi muito em virtude de todo o movimento financeiro mobiliário ser realizado até 1985 pelo banco BOC, e a Bolsa de Valores somente ter iniciado as suas atividades na década de 1990.

A Tabela 4 abaixo, mostra que mesmo com a descentralização proposta pela reforma e a possibilidade de emissões de títulos públicos, inclusive pelas províncias e municípios, o volume negociado foi bem aquém da necessidade de investimento do país. Contudo, nas ZEEs, o desenvolvimento do mercado não bancário somente pôde ser considerado significativo nas operações realizadas pelas TIC, que consistiam em operações diretas de empréstimos e depósitos (ALLEN *et al*, 2012).

Tabela 4: Movimento de títulos públicos no mercado mobiliário chinês — 1980 a 1990

Ano	Total	Títulos do Governo	Títulos das Províncias	Títulos dos Municípios
1980	18.432,00	9.930,00	8.502,00	-
1981	25.722,00	15.918,00	9.102,00	702,00
1982	43.386,00	33.642,00	7.602,00	2.142,00
1983	48.338,00	37.902,00	5.922,00	4.514,00
1984	43.109,00	30.588,00	7.102,00	5.419,00
1985	66.429,00	49.870,00	8.380,00	8.179,00
1986	92.131,00	73.508,00	9.880,00	8.743,00
1987	130.741,00	105.072,00	13.660,00	12.009,00
1988	185.732,00	151.422,00	20.920,00	13.390,00
1989	222.815,00	169.847,00	31.520,00	21.448,00
1990	188.774,00	127.437,00	42.085,00	19.252,00

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), OLIVEIRA (1993), WORLD BANK (2020), elaboração própria.

A descentralização e cessão de autonomia aos bancos, quanto a decisão de conceder ou não os empréstimos, foi outro fator que acelerou o desenvolvimento local e o crescimento da produção. Com a transferência de autonomia, os quatro grandes Bancos e os bancos locais tinham o poder de analisar os projetos e formular planos de crédito, possuindo autoridade de decidir se uma empresa ou um projeto possuía capacidade de pagamento e viabilidade na sua implementação (QIAN, 1999).

Para conseguir esta autonomia, a reforma instituída por Deng Xiaoping, na análise de Shirk (1993), buscou reduzir a centralidade na sua aplicação, delegando poderes e utilizando incentivos fiscais e materiais para despertar o entusiasmo das empresas, localidades, e os trabalhadores.

Para conseguir isso, as políticas da reforma se moldaram com base em um modelo de "contratação particularista" entre o governo e as unidades subordinadas, tais como: contratação agrícola entre as famílias e a exploração agrícola, contratação fiscal entre os governos central e local, bem como a contratação de lucro industrial entre o governo e empresas estatais (QIAN, 1999). Em resumo, esta contratação particularista, mostrou-se na prática como uma cessão do Governo de parte da produção agrícola em prol das comunas, de parte do lucro em prol das indústrias e de parte dos impostos para as unidades locais, diminuindo a sua dependência.

O que podemos verificar é que o crescimento do mercado não bancário se constituiu em maior magnitude nas cooperativas de crédito, localizadas em grande parte nas ZEEs, e na formação das TICs, ambos no intuito de elevar a capacidade de financiamento para a economia. A menor magnitude dos demais mercados, principalmente voltado ao mercado de ações e títulos públicos, em certa medida, limitaram o seu poder de atuação mantendo os recursos direcionados junto às políticas de desenvolvimento com retornos no longo prazo, e longe do mercado especulativo com retornos no curto prazo. Esta foi a principal estratégia que relaciona este desenvolvimento às políticas de centralidade financeira.

3.2.3 As demais reformas econômicas e sua influência no mercado de crédito

O desenvolvimento econômico bem-sucedido em outras partes da Ásia, demonstrava ao povo chinês que o modelo planejado atual não atendeu ao objetivo esperado. Assim uma reforma era

necessária não só para contemplar a grande complexidade de sua economia, como também para atender ao anseio social. O conceito da reforma econômica da China foi implementado de forma parcial e experimental, muitas vezes começando em poucas regiões e expandidos em caso de sucesso comprovado. Estas medidas se caracterizaram como uma dinâmica própria chinesa, conforme argumentou Hofman (2018, p. 64):

With ‘socialism with Chinese characteristics for the new era’, China seems to have found its own distinctive economic system, with markets and state ownership existing side by side and with industrial policy guiding the market. [...] China’s current economic system has its own complexities and issues – both internal to China and in the international arena.

Com isso, os modelos experimentais confinados a regiões ou setores específicos, permitiam ao Governo reunir informações sobre os efeitos das reformas que não puderam ser antecipados. As reformas ocorrem em contexto integrado e gradual: gradual ao ser implementada em um espaço limitado, e baseado em seu sucesso expandido para as demais regiões; e integrado ao se constituir em conjunto, ou seja, diversas ações e políticas aplicadas no mesmo contexto, consolidando uma política de Estado com objetivos de longo prazo, dentro de uma lógica sistêmica da dinâmica de desenvolvimento chinesa. Por este motivo, entender a reforma financeira deste período passa pelo entendimento das demais reformas.

O processo gradual mostrou que as reformas caminharam em conjunto e que as decisões em cada uma das áreas influenciavam diretamente o projeto das demais. A exemplo da criação de cooperativas de crédito e bancos de investimentos nas ZEEs para financiar a produção agrícola, industrial e projetos das empresas estatais, que possuem características presentes nas cinco grandes reformas propostas, quais sejam: 1) a descentralização da decisão como medida de reforma fiscal; 2) a criação dos bancos e sua disposição junto às políticas de crédito para atuação nestes mercados como medida da reforma financeira; 3 e 4) políticas de créditos direcionadas à agricultura e indústrias exportadoras como medidas das reformas agrária e abertura econômica, respectivamente; 5) e o financiamento de projetos das empresas estatais como medida de reforma das empresas estatais (CHOW, 2018).

As políticas também eram necessárias para desenvolver e testar os procedimentos administrativos e políticas complementares necessárias para implementar as reformas, as quais teriam um papel essencial em dar suporte às reformas financeiras, com a finalidade de lograr os objetivos das grandes transformações do país. Com sucesso comprovado, o experimento

poderia ser expandido para outras regiões e setores. Entre 1979 e 1983, cinco grandes reformas foram perseguidas: a reforma agrária, a abertura da economia, a descentralização fiscal, a reforma das empresas estatais e a reforma financeira (QIAN, 1999).

A **Reforma Agrária** previa a atribuição de quotas por área cultivada, sendo imposta como percentual da produção. O que no primeiro momento pode parecer uma condição autoritária, na análise econômica mais profunda, pode ser entendida como um mecanismo de compra garantida, mantendo um comprador que garantira seu preço ao produtor e uma parte da demanda produzida. Contudo, como a reforma já tinha diagnosticado, dois principais pontos precisavam ser corrigidos: o primeiro em elevar a produção, incentivando a produtividade, para isso, deveria impor um preço justo a compra das quotas; e a segunda na liberdade em comercializar da produção das comunas³², criando um comércio com preço livre para a produção remanescente.

Até o final de 1982, 80% das famílias adotou o sistema de responsabilidade familiar em todo o país, e em 1984, quase todos eles tinham feito isso (QIAN, 1999). Esse novo modelo foi chamado de HSR (*High-Speed Rail*), baseado na consolidação da estrutura de produção coletiva, substituindo o sistema de comuna anterior (FANG; GARNAUT; SONG, 2018).

Para Chow (2018), o resultado positivo conquistado pelas medidas da Reforma Agrária, foi favorecido pela regulação financeira, devido à criação de diversas instituições — cooperativas de crédito em sua maioria — voltadas ao financiamento agrícola. Estas instituições de crédito direcionaram recursos diretamente aos agricultores, permitindo o financiamento da produção e investimentos na modernização do setor (CHOW, 2018).

A **Abertura Econômica** foi uma das principais reformas propostas pelo governo Chinês. A criação das ZEE está diretamente ligada ao sucesso das demais reformas e a abertura comercial serviu tanto para elevar a participação chinesa junto ao mercado internacional, como para atrair capitais para financiar e modernizar as suas fábricas. Foram inicialmente estabelecidas quatro zonas especiais em duas províncias: as de Shenzhen, Zhuhai e Shantou, na província de Guangdong, e Xiamen na província de Fujian. Estas experiências, para Fang, Garnaut e Song

³² O sistema consistia em cerca de 50 famílias, em um regime de responsabilidade familiar, com os direitos sobre a produção, mas com quotas desta produção, compradas pelos governos. No contexto histórico do processo agrícola chinês, a produção foi coletivizada em 1955, e as comunas populares foram estabelecidos em 1958. Este sistema sobreviveu até a reforma de 1978, por 20 anos, tendo as comunas o direito sobre a produção, exceto o direito de dispor de terra. (QIAN, 1999).

(2018), marcaram o início da abertura do comércio da China ao resto do mundo. Contudo esta abertura se consolidou, ao menos até a década de 1990, apenas nas ZEEs e direcionada às empresas e setores exportadores, não constituindo uma abertura irrestrita e voltada a todos os mercados.

As províncias podiam decidir de forma autônoma sobre diversos benefícios, entre eles a disponibilidade de recursos e financiamentos. Tal condição, propiciou tratamento especial às empresas instaladas nestas ZEE e com produção voltada à exportação, tratamento especial que, na prática, constituía um laboratório para as reformas econômicas do país, em especial as reformas financeiras. Dentre estas medidas de incentivos, estavam aquelas para a formação de empresas mistas, de capital estrangeiro e chinês, com benefícios fiscais na aquisição de financiamentos externos e os incentivos à concessão de créditos, principalmente a partir de 1985 por meio do BOC, e para as empresas voltadas ao mercado exportador (QIAN, 1999; OLIVEIRA, 1993; CHOW, 2018; GARNAUT, 1999).

Para Oliveira (1993), o resultado da criação destas zonas foram bastante positivos e viabilizaram a inserção da China no mercado internacional por meio do planejamento oficial das exportações, sobretudo pelo crescimento das importações, como matérias primas e bens intermediários. Desta forma, estes setores foram altamente financiados pelas políticas de crédito e proporcionaram o desenvolvimento e a transferência de tecnologia, mesmo pouco avançada, para as províncias. Assim, a centralização financeira foi essencial para alocar estes recursos, atendendo aos objetivos do plano direcionados pelo governo chinês.

A **Descentralização Fiscal** para o governo local se tornou uma ferramenta poderosa para o progresso dentro dos limites de orientação da política central. Os governos e as províncias locais recebiam cada vez mais autonomia fiscal e política para as aprovações de investimento e realizar suas políticas. De acordo com Oliveira (1993), foi implementada uma grande reforma fiscal, regulamentando a relação entre o governo e as províncias, com o "sistema de contratação fiscal"³³. Esse sistema incidia, uma taxa de partilha, sobre lucro e se dividia em uma receita fixa central, enviada ao governo, e uma receita local compartilhada com a província.

³³ O "Sistema de Contratação Fiscal", foi instituído junto a grande reforma fiscal, alterando a relação entre o Governo e as províncias chinesas. Sob o novo modelo, os lucros da arrecadação foram divididos primeiro entre "receita fixa central", todos os quais seriam remetidos para o Governo, e "receitas locais", que seria compartilhada para as províncias. As taxas de partilha contratuais variaram de província para província. O objetivo era aumentar os incentivos aos governos locais para a cobrança de receitas e o investimento desta arrecadação em desenvolvimento econômico local, dando a estes

O resultado foi o desenvolvimento acelerado das cidades nas quais esta receita se elevou, proporcionando a melhoria do bem-estar da sociedade e incentivando as demais regiões a aderirem a medida. Na análise de Qian (1999), o sistema de contratação fiscal reforçou consideravelmente a ligação entre as receitas e as despesas locais, e deu a estes governos autoridade e incentivo para desenvolver sua economia.

A **Reforma das Empresas Estatais**³⁴ (SOE — *State-Owned Enterprises*) foi realizada concedendo a elas autonomia empresarial e incluindo a retenção dos seus lucros. As empresas tiveram a sua autonomia expandida, o direito de produzir e vender produtos para o mercado depois de cumprir as quotas do governo, e autoridade para promover gerentes sem a permissão de aprovação pelo governo. Ademais, a retenção dos lucros serviu como mecanismo de autofinanciamento e elevação da poupança interna (QIAN, 1999).

Este sistema foi formado como pilar da reforma industrial e tinha como objetivo dar autonomia as indústrias quanto ao uso dos lucros acumulados, o planejamento da produção, o investimento de seu capital e a livre formação de preços. Neste contexto, a SOEs consolidaram o crescimento da poupança interna, devido principalmente aos seguintes fatores: à elevação dos lucros empresariais; a elevação da produtividade com a inserção de novas tecnologias; o aumento da sua participação nos mercados externos; e a racionalização do sistema administrativo e promoção das empresas de propriedade coletiva (CHOW, 2018).

A **Reforma Financeira** consolidou um novo sistema bancário na China. As forças de mercado agora é quem determinaria os preços que outrora seriam pré-determinados, a descentralização alterou os mecanismos de controle macroeconômicos, desenvolvendo-se através da cobrança de impostos, da taxa de juros e lucros e de uma política monetária que melhorou o sistema bancário com a instituição de novos bancos, principalmente direcionados aos investimentos (CHOW, 2018)

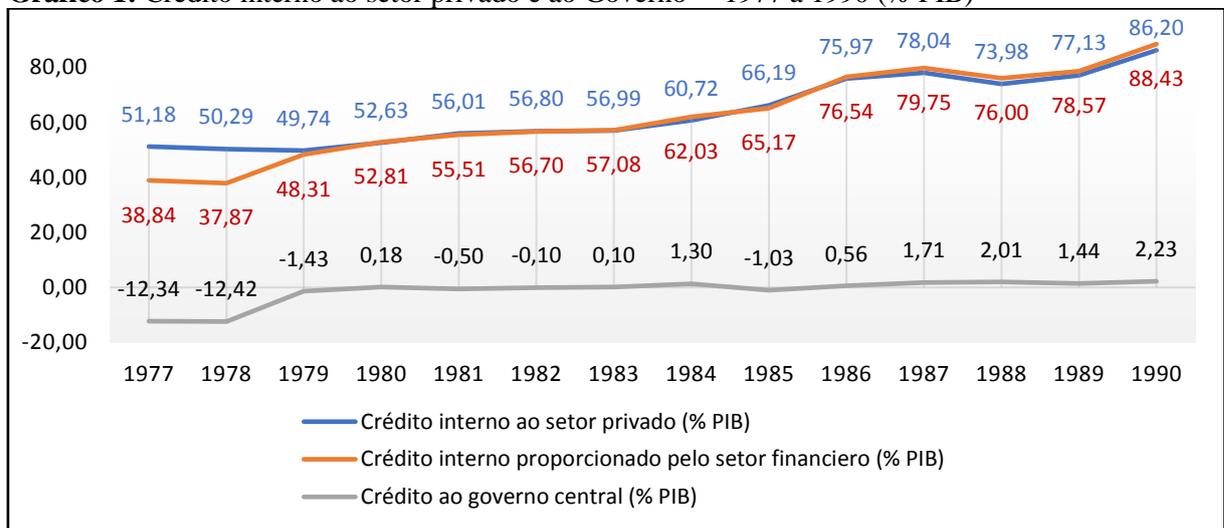
governos os níveis da autoridade e incentivos para desenvolver suas próprias economias (QIAN, 1999).

³⁴ Até a década de 1990 não houve privatizações. No final de 1990, uma medida mais radical foi introduzida: “agarrar a grande e largar o pequeno”. Isto envolveu corporalizarão de grandes estatais com base em princípios modernos de gestão empresarial e privatizar pequenas e médias empresas. Não foi introduzido o termo “privatização”, devido a grande contestação popular frente a esta medida. Portanto, foram priorizadas outras designações como “transformação da propriedade” (zhuanzhi) ou “reajustamento da estrutura de propriedade” (suoyouzhi jiegou tiaozheng). Da mesma forma, os chineses usam frequentemente “propriedade não-pública” como um substituto para a “propriedade privada” (FANG; GARNAUT; SONG, 2018).

As reformas não tinham a intenção de retirar do Governo central o poder de conduzir as políticas econômicas, apenas descentralizaram o seu modo de atuação, mantendo o modelo de centralidade financeira pautada em uma nova lógica. Deste modo, o sistema financeiro e as suas políticas de crédito continuaram centralizadas e condicionadas às orientações do governo central. Na análise de Allen *et al* (2012), mesmo com a entrada de diversos bancos e a criação dos bancos locais e cooperativas de crédito inclusive de capital estrangeiro, o sistema bancário chinês foi amplamente controlado e centralizado nos quatro grandes bancos estatais. Este sistema bancário controlou e determinou os investimentos até a década de 1990.

Este direcionamento proporcionou um crescimento elevado no volume de crédito para a economia chinesa no período. Conforme apresenta o Gráfico 1, o desembolso de crédito do setor financeiro total e direcionado ao setor privado cresceu de forma expressiva após a reforma. Este crescimento consolidou o mercado de crédito a partir de 1980 e praticamente todo o volume de crédito interno foi direcionado para o setor privado, principalmente para as indústrias voltadas para o mercado exportador.

Gráfico 1: Crédito interno ao setor privado e ao Governo — 1977 a 1990 (% PIB)

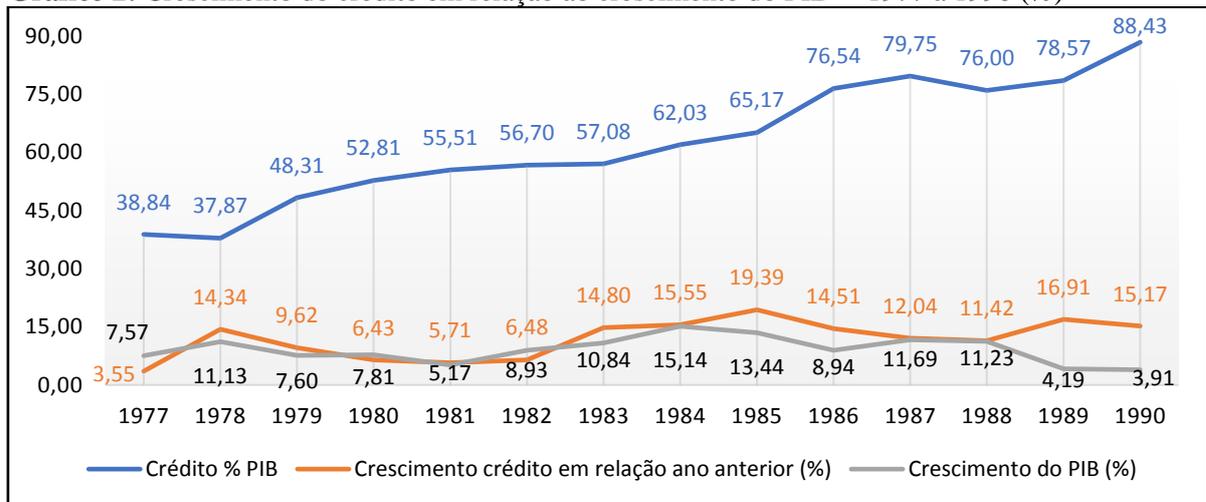


Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), FMI (2020), WORLD BANK (2020), elaboração própria.

Este crescimento foi muito importante para o desenvolvimento industrial do período e evidencia a importância do crédito para este avanço, já que foi por intermédio desta política que o Governo chinês centralizou os financiamentos planejados. Como a economia estava em pleno crescimento, o volume de crédito cresceu a percentuais ainda maiores que o crescimento do PIB. Considerando apenas o crescimento líquido, excluindo a depreciação da inflação, este crescimento ainda supera o crescimento do PIB em praticamente todos os anos desta análise.

Outro ponto é que a elevação do crédito não estava acompanhada do crescimento da dívida pública chinesa e muito menos da dívida externa, dando indícios de que este crescimento se utilizou de recursos da poupança interna para difundir. Desta forma, ao utilizar estes recursos, o crescimento anual de crédito em percentual estava sempre acima do crescimento anual do PIB, como apresentado pelo Gráfico 2, transformando este período de elevação do ciclo em um movimento constante e duradouro.

Gráfico 2: Crescimento do crédito em relação ao crescimento do PIB — 1977 a 1990 (%)



Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), FMI (2020), WORLD BANK (2020), elaboração própria.

Assim, o financiamento via crédito deste período não pode ser creditado à elevação da dívida pública, como pôde ser observado na Tabela 5, em que as dívidas internas e externas não possuem valores significativos no endividamento total chinês. Valores do déficit e da emissão de dívida tendem a se mover em conjunto, com isso o aumento dos déficits força o aumento de emissão de dívida. No entanto, no caso da economia chinesa, até meados de 1980, o governo seguiu uma tendência constante com uma elevação bastante reduzida da emissão de dívidas, enquanto o déficit orçamental, embora tenha se deteriorando um pouco, manteve-se relativamente estável (OLIVEIRA, 1993).

Tabela 5: Composição da dívida pública Chinesa — 1979 a 1990 (% do PIB)

Ano	Dívida total	Dívida interna	Dívida externa	Títulos domésticos	Pagamento principal	Liquidação de títulos internos	Pagamento para o exterior	Pagamentos nacionais a bancos
1979	0,87	-	0,87	-	-	-	-	-
1980	0,95	-	0,95	-	0,63	-	0,54	0,09
1981	2,50	1,00	1,50	-	1,29	-	1,19	0,10
1982	1,58	0,83	0,76	-	1,05	-	0,94	0,11
1983	1,33	0,70	0,64	-	0,71	-	0,61	0,10
1984	1,07	0,59	0,48	-	0,40	-	0,32	0,09
1985	1,00	0,67	0,33	-	0,44	-	0,36	0,08
1986	1,36	0,61	0,74	-	0,49	0,08	0,34	0,08
1987	1,87	0,53	0,89	0,45	0,67	0,19	0,43	0,04
1988	1,81	0,62	0,93	0,27	0,51	0,19	0,29	0,04
1989	2,41	0,33	0,85	1,23	0,43	0,11	0,27	0,04
1990	2,02	0,50	0,96	0,56	1,02	0,61	0,37	0,05

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), MADSON (2007), OLIVEIRA (1993), WORLD BANK (2020), elaboração própria.

Esta descentralização e a orientação para os investimentos nas ZEEs colaborou com a entrada de investimento estrangeiro, sendo a porta para a entrada de capital e o desenvolvimento destas regiões, como afirma Chow (2018, p. 104): “foreign investment increased from an annual rate of less than US\$1 billion in 1978 to nearly US\$30 billion in 1998”.

Com isso, os investidores estrangeiros poderiam montar fábricas, utilizando das vantagens de adquirir mão de obra barata e pagar-lhes a taxas salariais determinadas pelo mercado local, ao contrário das taxas vigentes em outras partes da China que eram determinadas. Os investidores também receberam benefícios fiscais especiais. Para Chow (2018, p. 104-105), o crescimento do financiamento foi o responsável pelo desenvolvimento destas zonas, sendo puxado pelo investimento direto estrangeiro e financiado pelas exportações e pela apreciação da valorização cambial, conforme apresentou:

The trade surplus and the surplus in the capital account helped increase the amount of foreign reserves in China, from US\$2.3 billion in 1977 to US\$142.8 billion by the end of 1997. [...] As well as the inflow of foreign reserves from a trade surplus and foreign investment, the value of the Chinese currency was supported by large foreign reserves and by its strong purchasing power. China’s currency was strong compared with the US dollar, at an exchange rate of RMB8.3 per dollar, because China had a lower inflation rate than the United States. Retail prices in China in March 1998 were 1.2 per cent lower than in the same period in 1997, and remained nearly constant until the middle of 1998. These factors provided strong fundamentals for the value of the Chinese currency and made devaluation unnecessary. Even if the trade surplus had fallen because of competition in world markets from Asian countries, which had devalued their currencies, the economic fundamentals and the political

will of the Chinese leadership were strong enough to prevent a devaluation of the Chinese currency.

Logo, outras zonas econômicas e áreas especiais foram criadas para a conveniência dos investidores estrangeiros. Em 1986 foi promulgada a legislação de abertura de capital externo que dispõe de estímulos destinados ao investimento estrangeiro na China, facilitando e incentivando a entrada de novos investimentos mediante subsídios, isenções fiscais e uma nova orientação administrativa e legal, como a instituição da lei da falência e a possibilidade de abertura de micro empresas (até então, somente era permitida a abertura de empresas ou indústrias com no mínimo oito funcionários)(GARNAUT, 2018).

Em resposta a estas medidas, somente no primeiro semestre de 1987, mais de 461 novos empreendimentos foram autorizados, além de 264 novas cooperativas mistas, e de 13 instalações de empresas com capital exclusivamente estrangeiros, somando investimentos diretos de mais de U\$\$ 1,1 bilhão (OLIVEIRA, 1993). O volume total de investimento com percentual do PIB se elevou bastante durante essa fase, conforme apresenta a Tabela 6 abaixo:

Tabela 6: Investimento total como percentual do PIB na China — 1978 a 1990 (% do PIB)

Ano	Investimento total	Investimento orçamento Estado	Investimento estrangeiro	Arrecadação e outros	Construções e instalações empresariais	Maquinas e equipamentos
1981	19,77	5,55	0,75	10,96	14,19	4,60
1982	23,21	5,27	1,14	13,48	16,43	5,50
1983	24,01	5,70	1,12	14,24	16,67	6,01
1984	25,43	5,84	0,98	15,02	16,90	7,07
1985	28,29	4,54	1,02	17,06	18,42	7,99
1986	30,59	4,47	1,35	18,32	20,19	8,35
1987	31,72	4,15	1,52	18,75	20,71	8,69
1988	31,86	2,89	1,84	19,89	20,77	8,75
1989	26,07	2,16	1,72	17,68	17,70	6,60
1990	24,29	2,11	1,53	15,89	16,18	6,27

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), MADSON (2007), OLIVEIRA (1993), WORLD BANK (2020), elaboração própria.

O volume de investimento se eleva mesmo com a redução do investimento direcionado com o orçamento do Estado. Este processo pode ser explicado pela elevação do financiamento via crédito, tendo em vista os investimentos nos setores de construção e instalações empresariais, em máquinas e equipamentos, e em outros (nos quais se encontram os investimentos em

infraestrutura) também terem se elevado. Estes dados mostram que a produção na China se voltou para o crescimento empresarial, principalmente de empresas estatais e com produção orientada para exportação, absorvendo os investimentos externos e os financiamentos em projetos que desenvolveram a região, proporcionando a elevação da arrecadação e a absorção ou desenvolvimento de tecnologias (OLIVEIRA, 1990).

Diante dessas mudanças, cresce o número de empresas financeiras de capital misto, expandindo a experiência da criação de cooperativas de crédito para as demais cidades. Com esta expansão, a partir de 1986, mais de 1.200 cooperativas de crédito urbanas são autorizadas a se instalar nestas novas zonas. O intuito era, assim como no caso das cooperativas rurais, proporcionar a elevação das operações de financiamento a pequenas empresas urbanas de propriedade individual ou coletiva (MENDONÇA, 2015). Contudo, a presença de instituições totalmente estrangeiras no setor bancário foi muito limitada neste período, principalmente devido as regulamentações governamentais rigorosas.

3.2.4 O mercado interbancário e os investimentos em novas tecnologias no contexto das reformas de 1978

O mercado interbancário também passou por grandes mudanças devido à grande reforma implementada. A demanda por empréstimos de liquidez, criado por intermédio do plano de crédito, fez com que a atividade interbancária crescesse de forma bastante acelerada. O mercado interbancário necessitava de uma regulação maior de sua atuação, seja mediante um banco central ou por meio de políticas governamentais, tendo em vista tratar de empréstimos entre bancos para cobrir seus balanços e orientar a taxa de juros aplicados em suas transações. Assim, a descentralização desejada no mercado bancário não era bem-vinda no mercado interbancário, o qual carece de uma maior regulamentação e intervenção para manter o sistema em um bom funcionamento.

Neste sentido, a descentralização existente neste mercado, na análise de Yu (2018), proporcionou um mau funcionamento, com um sistema de pagamento e liquidação pouco integrados entre as diversas regiões do país. Por conta disso, em 1986, foram desenvolvidos mercados interbancários formais nas cidades de Changzhou, Chongqing, Guangzhou,

Shenyang e Wuhan depois de experimentos com um mercado interbancário não oficial na cidade de Wenzhou em 1983. Também em 1986, o *Shanghai Money Market* foi aberto e viria a dominar mais de 50% das atividades do mercado interbancário ao final da década de 1990 (YU, 2018).

Na análise de Hasenstab (1999, p. 130-131), desde o final de 1980, o mercado interbancário chinês permaneceu mal regulado e descentralizado, devido à negociação ineficiente, o excesso de liquidações e a falta de harmonia entre os meios de pagamentos que ligam os diferentes mercados regionais. O autor apresentou as principais características que levaram o mercado a este resultado:

Interest rates differed significantly between regions; poor regulation led to a focus on loan creation not liquidity; local banks were forced by local governments to borrow excessively in the market to fund local SOEs; poor regulation and central bank support created moral hazard problems that directed inter-bank borrowing into speculative fixed asset investments; and a lack of banks operating under strict profit maximizing functions limited the market's sensitivity to interest rate changes.

Esses mercados também foram motivados pela transferência da responsabilidade do governo central de financiar o capital de giro empresarial dos bancos, apesar de manter a quotas de créditos com base nos níveis de depósitos previstos. Dentre as medidas de reformulação deste mercado, em 1984 o PBC emitiu regras de gestão dos fundos de crédito, limitando o seu saldo a descobertos em relação às quotas previstas de crédito.

Esta medida visava encorajar os empréstimos interbancários em substituição às transferências diretas do PBC como crédito reembolsáveis. Como a medida não obteve sucesso, em 1989 houve uma nova tentativa de recuperar o controle desses empréstimos não autorizados, com o Governo estabelecendo seis operações regionais interbancárias de balcão em Xangai, Wuhan, Pequim, Tianjin, Shenyang, Xi'an e Chongqing, estipulando que os empréstimos interbancários não deviam ser utilizados para financiar ativos fixos (HASENSTAB, 1999).

Na análise de Hansesstab (1999), a falta de regulamentação e de controle do PBC criaram problemas de risco moral, direcionando os empréstimos interbancários para ativos fixos especulativos de investimentos. Essas medidas também tinham o intuito de motivar a melhora no balanço destes mercados, criando a necessidade de um melhor acesso aos fundos líquidos,

dada a incapacidade do governo para garantir o lado do passivo segundo medidas administrativas.

3.2.5 Considerações sobre as reformas financeiras na China pós 1978

Antes das reformas, os bancos públicos não possuíam autonomia de decisão sobre os empréstimos e os bancos comerciais praticamente não existiam. Assim, a decisão quanto à concessão de crédito a empresas não passava por uma correta avaliação de seu projeto, viabilidade ou rentabilidade esperada. A reforma do sistema financeiro serviu para corrigir esta avaliação e progrediu gradualmente, principalmente nas ZEEs que tinham autonomia de decisão quanto aos investimentos prioritários e mais rentáveis (CHOW, 2018).

A reforma no sistema bancário, na análise de Jabbour (2019, p. 151), proporcionou a expansão creditícia criando condições para o “financiamento do investimento em setores e empresas selecionadas, regiões e infraestrutura”, consolidando o agente dinamizador tanto em quantidade como na qualidade dos investimentos.

Para Lin e Shen (2018), a reforma que criou os quatro grandes bancos estatais e a posterior consolidação do mercado de ações, foi concebido no intuito de atender às necessidades de capital de grandes empresas exportadoras que se firmaram no país a partir da década de 1980.

Para Mendonça (2015), as reformas consolidaram um novo sistema financeiro, com o estabelecimento dos quatro grandes bancos como agentes de financiamento no país, mantendo o Estado como o provedor destas políticas de crédito, consolidando uma política de centralização financeira com a finalidade de ter um sistema financeiro voltado para contribuir para o desenvolvimento do país. No entanto, as reformas não descentralizaram o sistema e mantiveram um mercado não bancário pouco expressivo, com a finalidade de controlar a predominância de uma lógica especulativa no sistema financeiro do país.

Além da liberação para atuar no mercado de câmbio, os bancos especializados tiveram maior liberdade para atuarem também no mercado de crédito. Neste momento, na análise de Hasenstab (1999), as restrições ao setor que existiam nos anos anteriores da reforma, foram retiradas e as empresas não mais estavam restritas apenas aos seus mercados originalmente

designados. Este fator teve influência na expansão de atuação do setor não bancário após a reforma, que somente alcançaria o seu pleno desenvolvimento a partir da década de 1990.

3.3 ESTADO EMPRESTADOR E INVESTIDOR NA CHINA

O liberalismo financeiro propunha a livre formação das taxas de juros e de câmbio, elevação dos riscos e também dos retornos, substituição dos créditos bancários pelos mercados de títulos em bolsa e o abandono da repressão imposta pelas políticas econômicas governamentais, que na prática significavam uma diminuição das intervenções do Estado na economia.

Contudo, não houve na China o abandono da repressão financeira, fato que foi aderente à crítica de Stiglitz (1993) ao modelo Modigliani-Miller. A crítica do autor mostra que a repressão financeira, em existências de falhas de mercado, pode não representar uma ineficiência econômica, pois a repressão pode melhorar a qualidade dos tomadores de crédito e diminuir a chance de falências. Neste sentido, na concepção do autor, esta repressão pôde criar uma melhor situação de concorrência pelos recursos financeiros mais escassos, principalmente em economias menos desenvolvidas com mercados menos eficientes. Contudo, esse movimento na China vai além de uma simples repressão financeira, onde as políticas de crédito e direcionamento do Estado extrapolaram e pressupõem uma dinâmica econômica e social que vai além destes conceitos.

O fim dessa repressão e das intervenções governamentais dos Estados centralizador, que não foi o caso da economia chinesa, estava no centro das discussões do liberalismo e da globalização dos mercados financeiros. As instituições buscavam melhores condições negociais e consequentemente maiores lucros com o fim da repressão e do intervencionismo.

Pela lógica teórica do liberalismo, com as reformas pró-mercado, o setor financeiro chinês teria melhores condições de concorrer globalmente e alcançaria maior eficiência na alocação e distribuição dos recursos. Entretanto, na China este movimento de uma suposta “liberalização” se processou apenas na globalização e não no liberalismo econômico, pois na prática, o processo de modernização do mercado financeiro inverteu a lógica do liberalismo, sendo o Estado o responsável por propor o crescimento, corrigindo as falhas de mercado e alocando os recursos de acordo com as suas políticas econômicas (CASTRO, 2006).

A economia chinesa precisava avançar na industrialização, superando a falta de empreendedorismo e inovação, de modo que o país buscou compensar, por meio do crédito, o grande atraso existente, principalmente relacionado ao fracasso dos planos econômicos anteriores à reforma de 1978 e à falta de recursos para os investimentos de longo prazo. Neste sentido, esse fato histórico no processo de formação do sistema financeiro chinês contempla as propostas apresentadas pelo arcabouço teórico de Zysman (1983), para o qual os mercados financeiros — em economias que procuram uma melhor capacidade de investimentos — o Governo e as suas instituições devem atuar de forma intervencionista para viabilizar os investimentos de longo prazo.

Esta dinâmica intervencionista se constitui amparada na transformação estrutural da China, que também se relaciona com a elevada expansão de seu comércio exportador, de dimensões globais, durante a década posterior à reforma. Do ponto de vista econômico, a globalização pode ser definida como um processo associado à abertura comercial e financeira, e ao aprofundamento na sua integração junto à economia mundial.

Esta visão foi difundida como um aspecto importante no Consenso de Washington, que em seus pressupostos centrais, as soluções baseadas no mercado apresentam superioridade ante aquelas baseadas na governança estatal. Este pressuposto, entretanto, não cabe nesta análise das reformas propostas pela economia chinesa. O que ocorre na China é um desenvolvimento centrado, liderado e financiado pelo Estado, tendo os bancos estatais como protagonistas na execução das políticas de crédito e do desenvolvimento econômico, como concorda Burlamaqui (2015):

Mais especificamente, trata-se de um Estado que combina as funções de *emprestador de última instância* (fiador dos empréstimos bancários e das dívidas corporativas) e *investidor de primeira instância* (formulador e financiador de políticas industriais, de inovações tecnológicas e da infraestrutura por meio dos bancos) (p. 285, grifos do autor).

O Estado Chinês ao implementar um conjunto de medidas de políticas econômicas relacionados ao sistema financeiro e outras dimensões da economia do país, tais como: garantir condições de retorno sobre os investimentos; do controle e direcionamento das políticas de crédito; da realização de uma abertura comercial gradual e voltada para exportação, proporcionando o crescimento industrial; do condicionamento para a liberação dos créditos e subsídios junto às políticas fixadas pelos planos de desenvolvimento; e ao criar instituições voltadas para o

financiamento deste desenvolvimento — contribuiu de forma substantiva para consolidar um vigoroso crescimento puxado pelo investimento privado e financiamento público (BURLAMAQUI, 2015).

Na análise de Jabbour (2019, p. 150), a consolidação estatal no sistema financeiro chinês possui diferentes graus de “funcionalidade para o desenvolvimento econômico”: o impacto na decisão quanto ao financiamento da economia e sobre o nível de gastos que afetava o seu nível de emprego e renda; e no papel de controle junto ao sistema financeiro e na sua alocação de recursos.

Para Hasenstab (1999) o Estado manteve a sua condição de liderança na condução das políticas financeiras ao manter o PBC com o seu papel de supervisão, controle e de prestador de última instância, como a de um Banco Central — que de forma normativa, somente ocorreria em 1994. O banco também iniciou as operações financeiras em mercado aberto do país, efetuando a política monetária imposta pelo Estado, que seria transferida e consolidada com a abertura das primeiras Bolsa e Valores também na década de 1990.

O Estado chinês, na análise de Huang e Wang (2018), continua a intervir pesadamente no funcionamento do sistema financeiro. O PBC decide regularmente sobre os volumes de depósito base e taxas de empréstimo, embora a liberdade dos bancos comerciais no estabelecimento de suas próprias taxas tenha aumentado ao longo do tempo. Para os autores, as autoridades chinesas também têm adotado várias maneiras de influenciar a alocação do crédito bancário mediante quotas de empréstimos. A maioria das principais instituições financeiras do país eram de propriedade estatal e possuíam, em certa medida, um elevado grau de repressão no direcionamento de suas políticas de crédito em relação à média dos demais países.

3.4 CONCLUSÕES SOBRE O PROCESSO DE CENTRALIZAÇÃO FINANCEIRA DA ECONOMIA CHINESA PÓS REFORMA DE 1978

O objetivo deste capítulo foi apresentar as alterações ocorridas no mercado chinês pós reformas de 1978. Para isso, foi analisado o período pré-reforma durante o governo de Mao Zedong, a formação do setor financeiro e as principais medidas de reforma financeira de 1978 e o modelo de estado prestador e investidor que se formou durante o período. Neste sentido, foi

apresentado que as reformas financeiras realizadas neste período consolidaram um mercado financeiro centralizado nas decisões do Estado, sendo este o provedor das políticas de crédito que financiaram o desenvolvimento e condicionaram a economia chinesa a um elevado crescimento robusto após as reformas de 1978.

A dinâmica de reforma chinesa, conduzida de forma gradual e com bases experimentais, obteve bastante sucesso. Na análise de Lin e Shen (2018), somente após 1978 com a reforma, a China começou a desenvolver os setores em que tinha vantagens comparativas, como as manufaturas. Assim, ganharam competitividade no mercado internacional, dado que promoveu um grande crescimento das exportações e abriu caminho para o desenvolvimento e a modernização de suas indústrias, inclusive o setor financeiro.

Neste contexto, para Qian e Wu (2005), até o início dos anos 1990, as empresas estatais voltadas para a produção industrial e para o comércio varejista configuraram menos de 50% da produção total, tendo representado praticamente a totalidade do mercado na década de 1970. Devido à política de abertura econômica e as políticas de crédito que financiaram principalmente a importação, as exportações e as importações aumentaram muito mais rapidamente do que o PIB. Para Arrighi (2008), o resultado deste processo é verificado ao constatar que os movimentos de capitais mundiais iniciaram uma mudança em sua rota, buscando mais ganhos, um desenvolvimento baseado no uso intensivo em mão de obra e poupador de energia, conforme concordou Correa (2015, p. 193):

O comércio exterior, que era monopólio do Estado na época socialista, foi dinamizado no período pós-reformas econômicas. As zonas econômicas especiais (ZEEs) criaram facilidades no tocante a tributação e armazenagem para as multinacionais que, de 1978 até meados da década de 1990, procuravam usar a China como uma plataforma de exportação. Com o crescimento pulsante do mercado doméstico, a direção dos IEDs também foi se voltando mais para atender ao mercado chinês.

As medidas especiais nas ZEEs, definiram regras junto ao mercado bancário para o estabelecimento de bancos estrangeiros na China. Estas medidas também incentivaram a criação de diversos bancos públicos locais, tanto comerciais de capital misto, como diversas cooperativas de crédito (DEOS, 2015).

Os bancos públicos foram os grandes responsáveis por liderar as políticas de crédito e elevar o volume de financiamento no país após a reforma de 1978. O escopo do planejamento central

também foi reduzido, dessa maneira a produção foi descentralizada e os métodos de planejamento alterados, voltando o desenvolvimento para implementação de medidas graduais e experimentais.

As forças de mercado agora é quem determinariam os preços que outrora seriam pré-determinados, a descentralização alterou os mecanismos de controle macroeconômicos se desenvolvendo com a cobrança de impostos, da taxa de juros e lucros e de uma política monetária que melhorou o sistema bancário, com a instituição de novos bancos, principalmente direcionados aos investimentos (CHOW, 2018). Contudo, todo este processo acontece sem a exclusão do Estado, o que ocorre é o contrário, com uma centralidade ainda maior das políticas e controle de financiamentos, dirigindo o desenvolvimento econômico.

Como o financiamento se desenvolveu apenas nas ZEEs, o governo chinês optou pelo investimento externo, como meio de constituir a modernização industrial do país. Dessa forma, o governo pareceu não apenas aceitar, como também considerar os benefícios destes investimentos no desenvolvimento das províncias e na inserção do país no mercado internacional (OLIVEIRA, 1990).

Para Deos (2015, p. 418), a crescente integração do comércio chinês com o resto do mundo, em especial as economias do leste da Ásia, somente foi possível dado o elevado desempenho do crédito bancário que possuiu papel central neste processo, que tinha a liderança do Estado como decisiva, conforme descreveu:

No que tange ao segmento bancário, o que se observou, a partir das reformas, foi a constituição de um sistema complexo, com instituições sendo criadas ou reorganizadas para atuarem em mercados e setores específicos. O sistema, progressivamente, absorveu capital privado, e a participação do Estado caiu no período mais recente. Contudo, e esse é um ponto importante que deve ser ressaltado, a presença estatal é ainda preponderante e decisiva.

Uma crítica ao processo de centralização financeira realizado pelo Estado chinês está na análise de Huang e Wang (2018), que relacionaram o período das reformas a cinco fatores:

- 1) Em primeiro lugar, a reforma financeira da China durante as últimas quatro décadas, tem sido forte em quantidade, mas fraca na qualidade. A China tem um grande número de instituições e de ativos financeiros, porém, as autoridades chinesas mantêm restrições nos

mercados financeiros, incluindo as taxas de juros e de câmbio, e na alocação de fundos e quotas de empréstimos;

2) Em segundo lugar, para melhorar a eficiência das empresas estatais, o governo teve de intervir na atribuição e nos preços dos fatores de produção, o que levou a uma dupla abordagem: à liberalização dos mercados de produtos e fatores e a uma repressão profunda;

3) Em terceiro lugar, este padrão de reforma financeira funcionou muito bem no início, marcado pelo “efeito Stiglitz” positivo de repressão financeira no crescimento dominado nos anos 1980 e 1990, porém pelo “efeito McKinnon” negativo, dominado na década de 2000;

4) Em quarto lugar, os riscos financeiros sistêmicos aumentaram dramaticamente ao longo do tempo, explodindo o risco financeiro, devido à grande oferta de dinheiro no sistema financeiro dominado por bancos públicos.

5) Por último, para construir um sistema financeiro eficaz, o governo precisava criar uma igualdade de condições no mercado e melhorar a regulação financeira acabando com a intervenção no mercado.

Em sentido oposto, para Mendonça (2015), as reformas marcaram um importante processo de transmutação do sistema financeiro chinês. Com os estabelecimentos dos quatro grandes bancos estatais e dos bancos especializados, sobretudo, com o crescimento de intermediários financeiros para além destas instituições, em especial as TICs. No entanto, para o autor, em relação ao movimento de diversificação e liberalismo do sistema, este papel não foi efetivamente alterado, e nem seria objetivo da reforma, que consolidou os quatro grandes bancos como principais instituições estatais, dominando e centralizando o sistema financeiro, exercendo um papel primordial no financiamento e nas decisões dos agentes econômicos, mantendo no Estado o seu papel de vanguarda.

Este papel de vanguarda pode ser medido, na comparação do mercado com as demais economias em desenvolvimento no período. Como apresentou Oliveira (1990), em 1980, logo após a implantação da reforma, as exportações chinesas eram de U\$\$ 18 bilhões bem inferiores a brasileira que era de U\$\$ 20 bilhões no mesmo ano. Contudo, em 1988, já com o reflexo do sucesso das mudanças impostas pela abertura comercial chinesa, as exportações já superavam as brasileiras, em mais de 35%.

Com o avanço das reformas, já era possível verificar, na concepção de Deos (2015), a existência de um sistema financeiro mais complexo, composto por diversas instituições financeiras, bancárias e não bancárias, incluindo cooperativas de crédito, TICs, companhias financeiras, companhias de *leasing* e seguros. A velocidade das reformas foi reduzida entre o final da década de 1980 e o início da década seguinte. Contudo, na década de 1990, foi tomada novas medida no sentido de elevar ainda mais a abertura comercial proposta pelo governo chinês, movimento que foi de especial importância para o crescimento das empresas estrangeiras e o início do crescimento econômico praticamente exponencial no país.

4 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NA CHINA — PÓS 1990

Devido ao resultado apresentado no período anterior, as reformas do sistema financeiro ganham força na década de 1990, objeto de análise neste capítulo. Medidas como a aprovação da Lei do Banco Central em razão do PBC, a abertura das primeiras bolsas de valores e a formação de grandes conglomerados empresariais³⁵ capazes de ampliar em escala o investimento e, conseqüentemente, o financiamento da produção, elevaram consideravelmente o volume de crédito e impulsionaram o exponencial crescimento econômico chinês da década (BURLAMAQUI, 2015).

A formação de grandes conglomerados empresariais, proporcionam o encadeamento industrial e seus efeitos *input — output*³⁶, ou seja, recebendo grandes investimentos e volumosos recursos via crédito e proporcionando uma produção cada vez maior e mais competitiva, elevando não só a produção como também o desenvolvimento de novos produtos e tecnologias. Para Jabbour (2019), este setor privado, que surgiu com a reforma econômica, tem sido beneficiário direto da grande oferta de insumos do setor estatal, inclusive de crédito deste setor bancário. Estes benefícios proporcionaram a formação destes grandes conglomerados empresarias condicionando um processo de longevidade no seu crescimento, tendo no crédito o centro deste processo de desenvolvimento, e conclui:

A formação de conglomerados estatais e a transferência de setores inteiros da economia para a iniciativa privada em absoluto foram uma obra do mercado, do *laissez-faire*. São escolhas políticas e estratégicas do Estado em consonância tanto com uma superestrutura voltada para objetivos estratégicos

³⁵ A formação dos grandes conglomerados industriais se constitui com base nas fusões e incorporações empresariais da década de 1990. Os Arranjos são formados, tanto com empresas estatais como do setor privados, e buscam um padrão de crescimento para firma e sua produção, na esteira da ampliação da escala e do seu alcance no comercial internacional. Esta formação tem o objetivo de formar grandes empresas monopolistas e possuía grande apoio do Estado, constituídas por meio dessas fusões e incorporações, “remetendo a exemplos dos *chaebols* na Coreia do Sul e *zaibatzus* no Japão” (JABBOUR, 2012, p. 230). No caso das fusões, em geral, foram formadas por empresas estatais aliadas a grandes empresas estrangeiras, formando as chamadas *join ventures* — que refere um acordo entre empresas que decidem reunir seus recursos para realizar uma tarefa ou projeto específico — no intuito de realizar grandes investimento e projetos na China (JABBOUR, 2019). Essas empresas elevaram exponencialmente o volume de investimento e financiamento na economia chinesa, proporcionando a estes conglomerados grandes lucros empresariais.

³⁶ Efeitos *input — output* dos encadeamentos industriais na China, mostram que as indústrias, ao se constituírem com as fusões e incorporações formando grandes conglomerados industriais, obtiveram benefícios tanto na entrada de recursos para fomentar a sua produção, quanto na saída, devido a concessão de financiamentos com elevados subsídios e vantagens, proporcionando a obtenção de elevados lucros.

de longo alcance (socialismo) quanto a uma base econômica fluida, em rápida transição e transformação qualitativa (JABBOUR, 2012, p. 243).

Para Medeiros (2012), o governo chinês desde a reforma de 1978 demonstrou uma impressionante capacidade de intervenção e exploração das oportunidades surgidas em sua economia, e com a reforma financeira da década de 1990, ampliou a sua autonomia e a especialização dos bancos estatais.

Esta autonomia dos bancos vem acompanhada de uma maior flexibilidade na tomada de decisões e de uma função mais voltada para a relação de um banco comercial. Sua estrutura de propriedade foi flexibilizada, tendo em vista que a configuração atual os impedia de operar de forma mais eficiente. Existiu ainda uma grande pressão política e econômica para conceder crédito a empresas estatais com risco mais elevado. Neste sentido, na análise de Chow (2018), é preciso maior flexibilidade e liberdade na tomada de decisão para que os bancos estatais possam operar como bancos comerciais autônomos.

Esses bancos estatais ajudaram a estabelecer as bases econômicas de uma transição para a China, baseada na distribuição de empréstimos do capital. No entanto, estes bancos estavam sob a direção do Conselho de Estado e, até a reforma da década de 1990, não havia feito transição para emprestar numa base comercial mais sólida isso porque tinham como prioridade os retornos esperados pelos projetos, que mantinha uma política voltada ao estabelecimento de prioridades em uma análise política do Estado (HASENSTAB, 1999).

Porém, essa análise mais comercial e autônoma apresentada pelas reformas impostas pela economia chinesa, estavam longe de se constituir como uma experiência liberal, conforme princípios e diretrizes apresentados pelo consenso de Washington. Essa autonomia, oriunda da desregulamentação econômica, principalmente com a criação de grandes conglomerados empresariais e da abertura comercial proposta, foi marcada pelo controle do governo e pela centralidade nas decisões do mercado financeiro, principalmente na concessão e direcionamento do crédito. As reformas da década de 1990 marcaram o desenvolvimento do mercado financeiro se tornando um dos pilares para esse novo período de crescimento. Contudo, mesmo propondo uma maior flexibilidade de atuação, manteve o controle e a regulação nas políticas do Estado, conforme descreve Jabbour (2019, p. 152):

O sistema financeiro chinês, visto como uma parte de um conjunto de instituições estatais indutoras do desenvolvimento, ao longo do tempo tornou-se um dos pilares de uma estratégia nacional onde o Estado tem demonstrado

flexibilidade em mudar, clinicamente, seu papel. Neste sentido, tem transitado de um agente direto da ‘poupança forçada’ à entidade gestora de mecanismo de nível superior em matéria de socialização/coordenação do investimento.

O papel do Estado nessa “poupança forçada” foi a de força motriz do desenvolvimento econômico chinês. Ao desenvolver esta intermediação financeira, tornou o processo mais eficiente proporcionando uma melhor alocação e direcionamento dos recursos de poupança. Para Tavares e Carvalheiro (1985), esta é a principal contribuição do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico. Por consequência, esta dinâmica estabelece uma ação direta entre poupança e investimento para acelerar e melhorar a qualidade deste crescimento, que é o que ocorreu na China na década de 1990.

Esse modelo, sem uma governança global dos fluxos financeiros, mesmo adequado à realidade centralizada chinesa, passou por mudanças desde o colapso de Bretton Woods³⁷. Para Burlamaqui (2015), existia um vácuo alarmante no âmbito das instituições de governança econômica, principalmente ligado a área das finanças. Assim, os governos nacionais devem atuar como supervisores prudenciais e reguladores sistêmicos dos fluxos e estruturas para garantir a liquidez global, conforme já havia sido demonstrado pelo modelo minskyano.

A crise asiática de 1997 agravou as preocupações com o potencial risco financeiro, oriundos dos elevados volumes de empréstimos de liquidação duvidosa (*Non-Performing Loan — NPL*)³⁸. Assim, a economia chinesa toma medidas para controle e regulação monetária a fim de controlar e conter os desequilíbrios do mercado. Desta forma, após a crise asiática, é lançado o

³⁷ O sistema de *Bretton Woods* foi constituído durante a Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas de 1944 em Bretton Woods, nos Estados Unidos, por meio do acordo comercial, entre as principais economias industrializadas do mundo. Este acordo orientava as relações comerciais, produtivas financeiras e tecnológicas entre estes países, sob a liderança americana. Entre pontos do acordo, estão a criação do FMI (Fundo Monetário Internacional) e o Banco Mundial, que nascem, com o poder de regulamentação inferiores aos desejados inicialmente por seus idealizadores, entre eles Jhon Maynard Keynes, que previa a criação de um Banco Central Mundial, o chamado “*Clearing Union*”³⁷, e um Fundo de Estabilização, que juntos, tinham como finalidade o provimento de liquidez no comércio entre os países membros, e de determinar certa flexibilidade nos ajustamentos dos déficits do balanço de pagamento. O *Clearing Union* foi uma proposta de criação da Instituição de União Internacional de Compensação, que seria uma espécie de Banco Central dos Bancos Centrais, mas que não obteve sucesso, mantendo neste acordo estas funções de ajustamento sob a responsabilidade do Banco Central Americano (BELLUZZO, 2009).

³⁸ Liquidação duvidosa representa a estimativa, prevista ou não, de perdas relacionadas com o risco envolvidos de não receber valores futuros decorrentes, normalmente, de promessas de pagamentos a prazo, no caso desta análise, relacionada aos empréstimos e financiamentos concedidos pelo sistema financeiro.

Plano para o reajustamento econômico, no intuito de colocar em prática estas medidas (MENDONÇA, 2015).

Nesse contexto, a década de 1990 foi marcada pela nova reforma financeira, na qual três episódios influenciaram em suas decisões e medidas por parte do Estado chinês: 1) a reforma bancária do início da década, com a consolidação deste mercado como agente de financiamento e o crescimento do mercado não bancário após a abertura da bolsa de valores; 2) a crise asiática que culminou com a exposição do risco financeiro e os desequilíbrios do atual mercado; 3) e o posterior plano de desenvolvimento do Grande Oeste, com medidas de reajustamento para conter essa crise.

As reformas propostas na década de 1990 consolidam um novo e poderoso sistema financeiro estatal e um sistema privado que se forma para atender as demandas impostas pelo setor empresarial, também em grande parte formado por empresas públicas e pelos grandes empreendimentos recém-formados (JABBOUR, 2019). Isso mostra que a estrutura de propriedade chinesa ainda é muito diferente dos demais países ao redor do mundo, refletindo tanto no aumento contínuo do controle governamental sobre os fluxos de renda nacional como no controle sobre o mercado financeiro, após a década de 1990, como será visto a seguir.

4.1 REFORMA FINANCEIRA E ABERTURA EXTERNA DA DÉCADA DE 1990

A estratégia utilizada pelo investimento chinês desde a década de 1970 foi uma combinação entre o plano de autonomia gerencial e o acesso aos empréstimos bancários. Este processo vem se alterando de acordo as novas estruturas industriais, e a centralidade típica do Estado chinês, e se manteve ao longo do tempo mesmo com a transformação estrutural propostas pelas reformas econômicas. Esta centralidade proporcionou ao mercado financeiro condições de articulação e dinamismo, de modo a ser o principal responsável pelos grandes volumes de investimos que impulsionaram o seu desenvolvimento (MEDEIROS, 2012).

O sistema financeiro chinês tem diferentes graus de funcionalidade. Este posicionamento sempre esteve condicionado às políticas do Estado que impôs sua condição, em forma de política industrial e direcionamento dos créditos para seu desenvolvimento econômico. Nestas condições, que foram cada vez mais complexas, o sistema financeiro direcionava mediante

volumosos recursos financeiros, principalmente via crédito, o nível de gasto dos agentes e das variáveis reais da economia como produto e emprego, além de possuir papel fundamental na alocação desse crédito e nas transferências intersetoriais de recursos para enfrentamento de suas funções e dos desequilíbrios existentes em sua economia. A sua imensa capacidade de financiamento tem ganhado corpo, principalmente dada a centralidade financeira no processo de expansão do crédito, que pode ser observada no seu crescimento elevado chegando rapidamente a mais de 88% do PIB em 1990 (JABBOUR, 2019).

Desde o início de 1990, novos bancos comerciais também têm despontado no mercado chinês, tomando a forma de corporações com acionistas e conselhos de administração. No final de 1990, esses bancos já correspondiam a mais de 20% dos empréstimos totais e a 10% dos depósitos bancários (CHOW, 2015).

Na análise de Souza (2018), as orientações do grande capital a esse movimento, era que o mercado financeiro deveria propor uma desregulamentação com a penetração e o incentivo à entrada dos bancos estrangeiros e à liberalização das bolsas com base em uma menor repressão. Um movimento claro, na interpretação do autor, de interesse desse mercado na busca por uma parcela do grande lucro apresentado. Porém, a economia chinesa preservou a centralidade e o controle do mercado, conforme concluiu Souza (2018, p. 174):

O porte da atividade bancária em uma grande e dinâmica economia como a chinesa desperta um grande interesse internacional. As pressões pela liberalização, privatização e internacionalização da estrutura bancária e dos serviços financeiros são persistentes. As Reformas buscam responder a estas expressões preservando um limite de controle estatal.

As reformas abrangeram três principais características: 1) uma reforma do setor bancário com a entrada de novas instituições no intuito de elevar as políticas de crédito; 2) a reforma do setor não bancário, com a abertura das bolsas de valores; 3) e a formação de grandes conglomerados empresariais que terão impactos diretos na formação e crescimento da poupança interna. Esses três pontos serão explanados nos tópicos a seguir.

4.1.1 A reforma do mercado bancário pós década de 1990

Até a década de 1990, os quatro bancos estatais operavam no mercado financeiro de forma direta e sob o controle do governo central, com o papel de alocar os recursos dos investimentos propostos pelos planos de desenvolvimento. Para Mendonça (2015), a sua atuação era mais voltada à alocação dos recursos do que na intermediação financeira. A reforma da década de 1990 vem para mudar esta realidade. Os bancos foram levados a operar como bancos comerciais, voltando esses investimentos para a lógica da intermediação financeira mesmo mantendo a autoridade central, agora via Banco Central, e respeitando as políticas de crédito. Porém, tornando-se responsáveis pelos lucros e perdas sofridas, assumindo assim o total risco pelos empreendimentos financiados.

Para alcançar esse sistema, em 1994, várias leis foram aprovadas criando as bases para instituir um Banco Central e inserindo os quatro maiores bancos estatais no caminho de se tornarem totalmente comerciais e independentes nos seus julgamentos de risco. Essa medida visava reduzir o risco institucional e assim melhorar os ativos em poder desses bancos (BURLAMAQUI, 2015).

Como a medida reduzia tanto a participação do governo na condução de suas políticas e na alocação de recursos, como na carga de responsabilidade desses bancos frente ao financiamento de projetos direcionados, três novos bancos estatais de desenvolvimento foram estabelecidos em 1994, no intuito de desenvolver essas políticas, bem como para ter uma atuação voltada apenas ao desenvolvimento econômico, quais sejam: 1) o *State Development Bank*; 2) o *Agricultural Development Bank*; 3) e o *Export-Import Bank* (HASENSTAB, 1999).

Outra medida dessa reforma, a criação do Banco Central, foi estabelecida apenas em 1995, após a promulgação da primeira lei do PBC e a lei dos bancos comerciais³⁹. Contudo, desde a terceira plenária do PCC, em 1993, já haviam detectado a necessidade de se promover um Banco Central ao país, desde então, o PBC já havia se colocado nesta posição, mesmo que de forma não oficial.

³⁹ *Law Commercial Bank* — Adotado na 13ª Reunião do Comitê Permanente e do Oitavo Congresso Nacional do Povo, em 10 de maio de 1995, promulgado, na mesma data, pelo Decreto Nº 47 do Presidente da República Popular da China. Esta Lei tinha o objetivo de proteger os direitos e interesses legais dos bancos comerciais (NPC, 2020).

O PBC assume a responsabilidade pela política monetária, regulação e supervisão do sistema financeiro, desvinculando-se do Ministério das Finanças e de governos locais. Além disso, filiais locais do banco possuíam companhias financeiras remanescentes, que ainda faziam empréstimos diretamente, as quais foram repassadas para os demais bancos comerciais (MENDONÇA, 2015).

A Lei dos bancos comerciais permitiu que as pessoas jurídicas que recebem depósitos do público em geral, pudessem conceder empréstimos, regulamentando 14 transações, tanto para empresas de economia fechada, quanto para empresas formadas como sociedades anônimas e com participação estatal, que foram (NPC, 2020, p. 2, tradução nossa):

- (1) receber depósitos do público em geral;
- (2) concessão de empréstimos de curto, médio e longo prazos;
- (3) lidar com assentamentos nacionais e estrangeiros;
- (4) lidar com a aceitação e desconto de instrumentos negociáveis;
- (5) emissão de títulos financeiros;
- (6) atuar como agente para a emissão, honrando e subscrevendo títulos do governo;
- (7) comprar e vender títulos do governo e títulos financeiros;
- (8) participação em empréstimos interbancários;
- (9) comprar e vender divisas e atuar como um agente para a compra e venda de divisas;
- (10) participação no negócio de cartões bancários;
- (11) prestação de serviços de carta de crédito e garantia;
- (12) atuando como agente para recebimento e pagamento de dinheiro e atuando como agente de seguros;
- (13) prestação de serviços de cofre; e
- (14) outras operações comerciais aprovadas pela autoridade reguladora bancária no âmbito do Conselho de Estado.

A Lei também considerou diversos requisitos previstos pelo acordo de Basiléia, já no caminho da evolução do sistema bancário e das reformas que viriam no início do século XXI, conforme descreveu Dias (2004, p. 80, tradução nossa):

- Taxa de adequação de capital – (CAR – *Capital Adequacy Ratio*) – o capital bancário deverá cobrir, pelo menos, 8% dos ativos de risco;
- Um teto para os empréstimos que não deveria ultrapassar 75% dos depósitos;
- Os ativos circulantes (aqueles cujo grau de convertibilidade em disponíveis é maior) deverão cobrir, pelo menos, 25% das responsabilidades de prazo mais curto;
- Limites de exposição a uma só entidade: os empréstimos não podem exceder 10% do capital do banco.

Os bancos comerciais passaram a possuir autonomia para tomar suas próprias decisões em relação às operações comerciais, assumindo responsabilidade por seus empréstimos e riscos envolvidos, assim como reconhecendo a responsabilidade exclusiva por seus lucros e perdas. Porém, somente mediante aprovação do PBC, esses bancos poderiam se envolver nos negócios de liquidação e venda de divisas. Com isso, os bancos comerciais possuíam apenas “certa” independência e responsabilidade sobre as suas operações podendo conduzir sem grandes interferências. Além disso, essa independência confrontava com a concorrência dos bancos públicos que já estavam consolidados no mercado e sempre envolvidos nas políticas públicas do Estado (NPC, 2020).

Com a regulamentação dos bancos comerciais e a alteração proposta aos quatro grandes bancos estatais, o governo chinês transfere a política de desenvolvimento aos bancos criados apenas para este fim, consolidando a política chamada de “*policy banks*”. A *policy banks*, na década de 1990, envolvia um projeto de fomento aos setores da agricultura, do comércio exterior e da infraestrutura doméstica, especialmente voltadas para as empresas estatais como forma de aliviar a carga dos bancos comerciais de realizar empréstimos dirigidos a esses setores e, conseqüentemente, manter as políticas de desenvolvimento econômico (CHOW, 2018).

A política tinha como objetivo que cada uma dessas instituições assumiria uma função distinta dentro da dinâmica de desenvolvimento chinês, marcada por uma centralidade e pelo direcionamento desse processo pelo Estado. Ao assumirem este papel a ideia era que proporcionassem uma redução de importância na concessão de empréstimos para estímulo de segmentos ou regiões, permitindo que os quatro grandes bancos se tornassem mais comerciais, conforme demonstrou Mendonça (2015, p. 348):

[..] o intuito era manter canais para o direcionamento de políticas de financiamento e alijar dos quatro grandes possíveis resultados inadequados, do ponto de vista das regras de mercado, e desta forma possibilitar que esses passassem a se desenvolver como bancos comerciais regulares.

No entanto, o volume desses empréstimos via bancos comerciais não retrocedeu. A taxa de retorno e a concorrência na esfera financeira os mantiveram gravitando em torno desse aglomerado econômico (BURLAMAQUI, 2015). No início de 1998, esses bancos de desenvolvimento representaram apenas cerca de 6% dos empréstimos dos quatro grandes bancos (CHOW, 2018). A composição junto ao mercado bancário também sofreu pouca alteração, conforme pode ser observado na Tabela 7, a seguir:

Tabela 7: Ativos do setor bancário na China — 12/1993 e 12/1997 (Bilhões de Yuan)

Principais Setores	Ativo Total em 12/1997	Percentual do Total	Ativo Total em 12/1993	Percentual do Total
Bancos Comerciais Públicos ¹	7.213,45	67,9	3.319,45	78,0
Cooperativa de Crédito Rural	1.040,46	9,8	374,96	8,8
Demais Bancos Comerciais ²	778,11	7,3	196,57	4,6
Bancos de Depósitos	681,27	6,4	232,81	5,5
Cooperativas de Crédito Urbano	498,94	4,7	118,24	2,8
Bancos Estrangeiros	313,97	3,0	0,00	0,0
Companhias Financeiras	100,52	0,9	16,29	0,4

Fonte: HANSESTAB (1999, p. 121, tradução nossa), elaboração própria. ¹ Os bancos comerciais públicos incluem: o *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), o *Agricultural Bank of China* (ABC), o *Bank of China* (BOC) e o *People's Construction Bank of China* (CCB). ² Os demais bancos comerciais incluem: o *Bank of Communications*, *China International Trust and Investment Corporation* (CITIC), *Everbright Bank*, *Hua Xia Bank*, *China Investment Bank*, *Guangdong Development Bank*, *Shenzhen Development Bank*, *Shenzhen Merchant Bank*, *Pudong Development Bank*, *Fujian Industrial Bank*, *Hainan Development Bank*, *Minsheng Bank*, *Yantai Housing and Savings Bank*, e *Bengbu Housing and Savings Bank* (HANSESTAB, 1999, p. 121, tradução nossa).

Mesmo existindo uma redução na participação dos ativos dos bancos públicos, este se dá em razão dos bancos comerciais, que foram incentivados a realizar fusões e incorporações junto as cooperativas e associações, e também em direção ao movimento ainda inicial do aparecimento dos bancos estrangeiros.

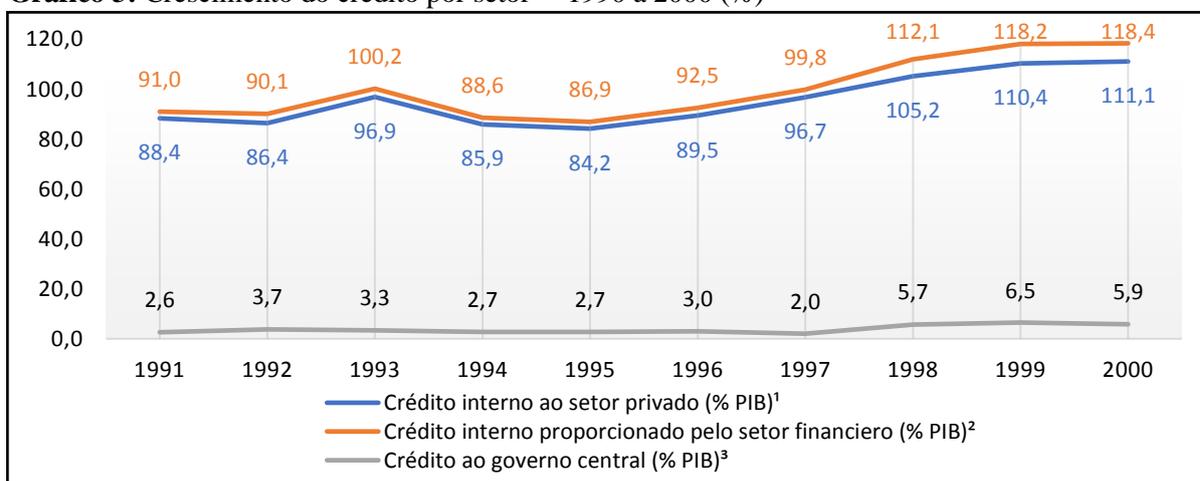
Até 1997, conforme apresentou Mendonça (2015, p. 352) o PBC sempre estabelecia a alocação de crédito, que era constituído com base nas políticas do governo que determinavam os seus limites, indicando os valores mínimos e máximos, as condições impostas e os segmentos específicos que receberiam estes novos empréstimos. Ainda segundo o referido autor, “Tal pressuposição acaba por levar a considerações de que, por meio dos planos de crédito, não era incomum os bancos serem estimulados a emprestar para empresas públicas, mesmo que geradoras de prejuízo”.

Assim, as decisões nem sempre eram pautadas dentro do escopo econômico, com validação da capacidade de pagamento e da viabilidade do projeto, mas sim por decisão política, seja ela direta ou envolvida nas políticas direcionadas pelo Estado. A partir de 1998, no contexto das reformas da década propostas pelo Governo, esse plano de crédito foi substituído pelo sistema de metas indicativas, que teria como principal característica a análise sobre a viabilidade do projeto para concessão do crédito, tendo em vista o risco operacional, inclusive para os quatro grandes bancos públicos, ficando exclusivamente direcionados aos bancos comerciais, conforme também conclui Mo (1999, p. 99):

In 1998, the loan target for the state-owned banks was RMB 1,000 billion, up 250/0 from the 1997 credit plan. Since the abolition, banks have been free to lend according to commercial considerations, provided that their total lending is in line with asset/liability ratios and monetary policy targets of the PBC. As loans are now granted based on the repayment ability of borrowers, loss-making SOEs will find it more difficult to obtain bank credits. By contrast, non-state firms and foreign-invested enterprises with high creditworthiness engaging in productive investment will find it easier to borrow from banks. With more efficient allocation of credits, the risk of loans turning bad will be reduced.

Deste modo, os bancos estatais também eram obrigados a administrar seus empréstimos e os índices de suas carteiras de ativos e passivos, tornando-os mais prudentes e cautelosos, mesmo cumprindo parte significativa das antigas políticas de crédito, em torno de 80%. Na análise de Mo (1999), os bancos passaram a competir por empréstimos, tendo que analisar com mais cautela os projetos e os escolher pela sua lucratividade, bem como investir em títulos do governo para melhorar seus ativos em carteiras. Essas medidas impulsionaram o crédito no mercado financeiro chinês, que continuou a crescer consideravelmente, como mostra o Gráfico 3, principalmente a partir de 1996.

Gráfico 3: Crescimento do crédito por setor — 1990 a 2000 (%)



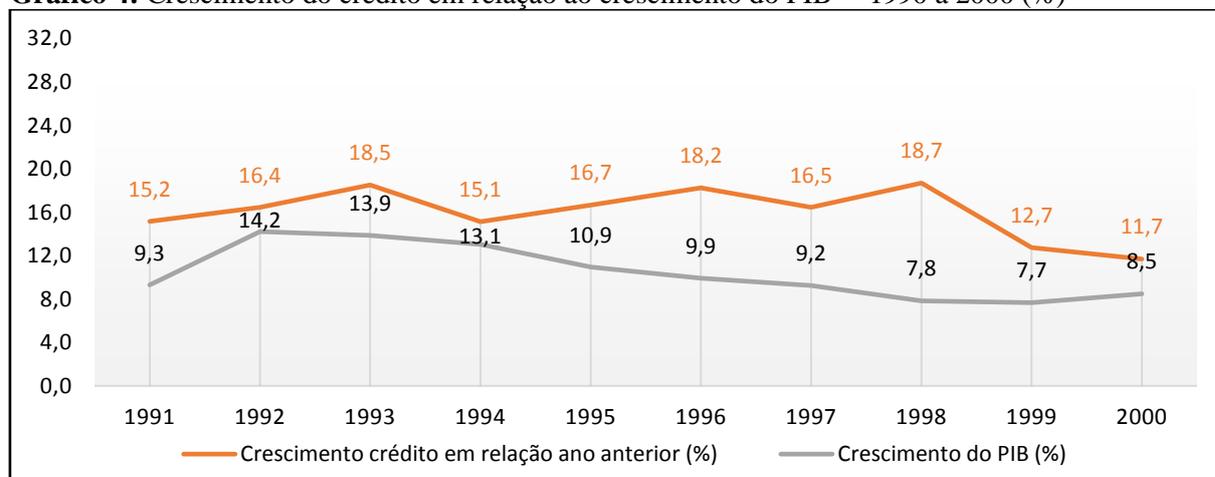
Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), FMI (2020), elaboração própria. ¹ O crédito interno ao setor privado refere-se a recursos financeiros fornecidos ao setor privado por empresas financeiras, como empréstimos, compras de valores mobiliários não cotados e créditos comerciais, incluem crédito a empresas públicas. ² O crédito interno fornecido pelo setor financeiro inclui todo o crédito a vários setores em uma base bruta, com exceção do crédito ao governo central, que é líquido. ³ O crédito ao governo central inclui os créditos a governos locais e províncias.

Desde o ano de 1998, o crédito já ultrapassava o seu volume do PIB, a relação de crédito interno ao setor privado sai de um percentual de 91%, em 1991, para 118,4% em 2000, demonstrando a dimensão desta ferramenta no processo de desenvolvimento do país. Outro ponto importante

foi que o crédito para as famílias e demais entidades⁴⁰ — que é a diferença entre o crédito interno proporcionado pelo setor financeiro e o interno direcionado ao setor privado — representou apenas 7,3 % do PIB, que foi apenas de 6,2% do crédito total no ano 2000. Este dado reforça o papel do Estado chinês na condução desta oferta as empresas e setores estratégicos, corroborando com o seu papel de centralidade no desenvolvimento.

A transferência de parte da oferta por crédito para os Bancos de investimento em 1994, com a entrada destes novos bancos — mesmo com a eliminação das cotas de crédito e a obrigatoriedade do cumprimento de suas políticas pelos bancos estatais — mostra uma manutenção no ritmo de crescimento da oferta de crédito, sempre superior ao ritmo de crescimento do PIB. A alteração do plano de crédito, criando uma maior competitividade entre os bancos por investimentos mais lucrativos, mantém a expansão do setor nos anos seguintes e evidencia a continuidade da trajetória importante do crédito como o principal motor de crescimento da economia chinesa, e conforme pode ser observado no Gráfico 4, abaixo.

Gráfico 4: Crescimento do crédito em relação ao crescimento do PIB — 1990 a 2000 (%)



Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), FMI (2020), elaboração própria.

A manutenção da crescente oferta por crédito, mesmo depois da inserção das novas políticas do setor bancário e após a implantação das políticas de reajustamento e reorientação econômica — sempre se mantendo superior ao crescimento do PIB e atingindo uma média de crescimento na década de 16% ao ano — mostra a grande importância do setor e a influência da centralidade financeira nesta política.

⁴⁰ Incluem o crédito bruto do sistema financeiro para famílias, instituições sem fins lucrativos que atendem famílias, empresas e entidades não financeiras e fundos de segurança social (FMI, 2020).

Na análise de Mendonça (2015), as mudanças pareciam impor que a extinção do sistema de cotas afetaria tanto no acesso ao crédito pelas empresas públicas não lucrativas que teriam pouco acesso aos empréstimos, como pelos bancos estatais que teriam perdas menores pelo não pagamento de empréstimos de liquidação duvidosa. Nesse sentido, esperava-se que empresas com projetos mais lucrativos, passassem a ter mais acesso aos recursos de empréstimos. No entanto, este fato não ocorreu com esta clareza, o que se observou foi uma economia cada vez mais centrada nas decisões e políticas desenvolvidas pelo Estado e o crescimento do volume de crédito, consolidando os grandes conglomerados empresariais que possuem cada vez mais acesso aos créditos direcionados e políticas de incentivos.

Mendonça (2015, p. 352-353) conclui ser possível afirmar que a inauguração da estrutura dos *policy banks* aconteceu “para garantir a atuação de uma política centralizada de direcionamento, crescimento e desenvolvimento antes da diminuição da gerência do governo central sobre os quatro grandes”. Não é possível deixar de contextualizar que existia uma grande inter-relação entre os quatro grandes bancos estatais e os bancos de desenvolvimento envolvidos no *policy banks*, já que boa parte dos títulos emitidos pelos bancos de desenvolvimento eram adquiridos pelos bancos estatais. Esta dinâmica iniciou a inserção de uma dívida pública federal que era adquirida essencialmente por empresas estatais, como será visto a seguir, fato que nos dias atuais deve ser ponderado quando analisado o montante desta dívida.

Para Souza (2018), este crédito privilegia apenas as empresas estatais. Os financiamentos distribuídos para as pequenas e médias empresas e as companhias estrangeiras, correspondem apenas a uma pequena parcela do crédito total. Essa política demonstra que a dinâmica econômica chinesa privilegia principalmente os empréstimos para a atividade urbana e a oferta em relação à demanda.

Esta fase foi caracterizada pelo alargamento da estrutura bancária então existente mediante a criação de novos bancos, assim como pelo redesenho do formato do financiamento das políticas governamentais. Observou-se ainda avanços da estrutura legal do setor financeiro, principalmente a partir de 1997, com a eminente crise que adentrava ao país (MENDONÇA, 2015).

A chegada da crise trouxe com ela o problema dos NPLs que foram garantidos pelos quatro principais bancos estatais no período anterior. Neste sentido, uma série de medidas foram

tomadas no intuito de estabelecer junto ao sistema financeiro um maior controle e gestão dos ativos, sobretudo pelo PBC, conforme apresentou Chow (2018, p.102):

Furthermore, of their loan totals, the four state banks are coping with 20–25 per cent nonperforming loans—some US\$200 billion out of a total of nearly US\$1 trillion—as a result of past obligations to finance state enterprises. About 80 per cent of all the loans of the four state banks consist of loans to state enterprises. To solve these problems, a number of measures were taken in the late 1990s. Local bank managers were appointed by the bank’s headquarters—rather than being subject to local government approval—freeing the four state banks from local government interference in their credit policy. The PBC was required to behave like the US Federal Reserve system, providing closer supervision of the behaviour of the commercial banks.

Os bancos públicos passaram a conceder empréstimos para além do seu segmento de mercado tradicional, ao mesmo tempo, foi autorizada a entrada de capital externo no país, para um pequeno número de bancos estrangeiros os quais poderiam operar nas ZEEs, realizando transações limitadas ao comércio externo, mas sem poder operar em moeda local (DEOS, 2015). Nestas ZEEs foram constituídos, ainda, os bancos regionais com propriedade parcialmente detida pelos governos locais e principalmente a autorização para criação das primeiras bolsas de valores, que foi o passo inicial para crescimento do mercado não bancário, como será visto a seguir.

4.1.2 O mercado não bancário pós abertura das bolsas de valores na China

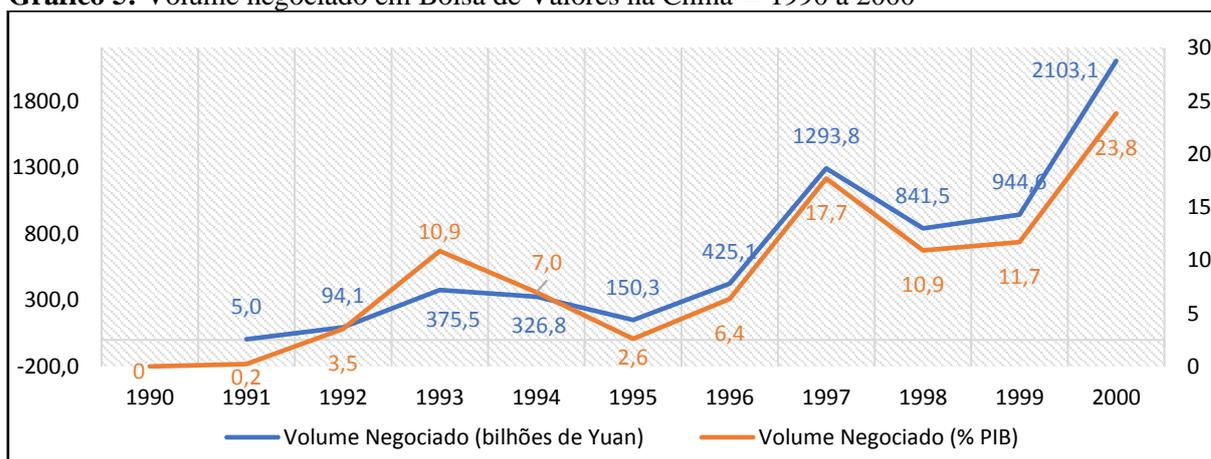
Até a década de 1990, todo o movimento de títulos e ações era realizado diretamente pelos bancos e, em especial, pelos quatro grandes bancos estatais. Ainda dentro do escopo de reduzir a carga de atuação destes bancos, o Governo precisava de uma reformulação do mercado não bancário, e a primeira medida seria desenvolver o mercado mobiliário por intermédio da criação das bolsas de valores (MARTIN, 2012).

Nesse sentido, o marco inicial desse processo é ano de 1990, com a recriação da bolsa de valores de *Shanghai Stock Exchange* (SHSE)⁴¹, e o ano de 1991, com a criação da bolsa de valores de

⁴¹ As bolsas de valores de *Shanghai Stock Exchange* e *Shenzhen Stock Exchange* foram criadas em 1990 e 1991 respectivamente “embora no caso de Xangai tenha sido uma recriação porque nessa cidade a bolsa foi aberta pela primeira vez em 1860” (SOUZA, 2018, p. 180).

Shenzhen Stock Exchange (SZSE). O volume passa a ser expressivo apenas a partir de 1997, quando atinge 17,7% do PIB, chegando a 23,8% do PIB em 2000. O mercado se desenvolveu, como pode ser observado no Gráfico 5, porém não acompanhou o crescimento acelerado da própria economia.

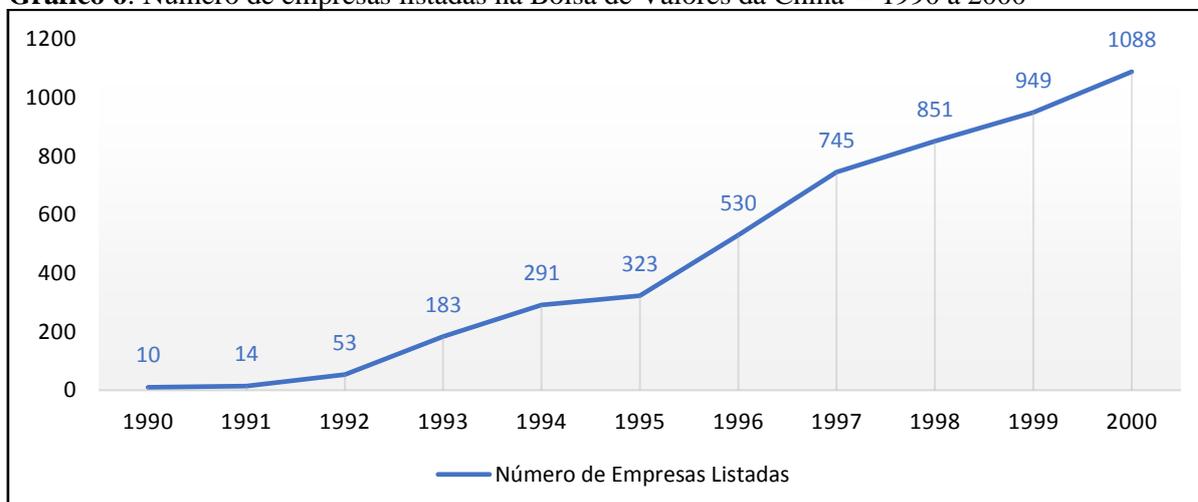
Gráfico 5: Volume negociado em Bolsa de Valores na China — 1990 a 2000



Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), elaboração própria.

O volume negociado somente cresce de forma mais expressiva a partir da crise asiática e a posterior reorientação econômica ocorrida ao final da década de 1990, com a implementação de medidas corretivas no intuito de regulamentar e controlar o mercado mobiliário. Com isso, proporcionar a elevação do número de empresas listadas, isto é, com acesso a este mercado para comprar e vender ações, chegando a 1088 empresas no ano 2000, conforme apresentado no Gráfico 6, abaixo:

Gráfico 6: Número de empresas listadas na Bolsa de Valores da China — 1990 a 2000



Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), elaboração própria.

Contudo, mesmo com o crescimento do número de empresas listadas, a sua participação efetiva nos negócios não proporcionou o pagamento de dividendos no volume que permitisse acompanhar o crescimento da economia. Conforme apresentou Souza (2018, p. 180), “entre 1993 e 2003, somente 244 empresas com registro nas bolsas chinesas asseguraram o pagamento de dividendos por três anos consecutivos aos detentores de ações”.

Apesar do rápido crescimento desse mercado nos últimos anos, as empresas ainda mantiveram suas obrigações vinculadas exclusivamente ao mercado primário, não tendo de fato negociações junto ao mercado secundário, ou seja, diretamente nas bolsas de valores. Assim, o mercado desempenhou apenas um papel de fomento para as finanças corporativas, sendo uma extensão do crédito empresarial. Hasenstab (1999, p. 141) demonstrou que isso ocorre devido o mercado colocar excessivo controle administrativo sobre a emissão e negociação secundária, concluindo que:

Although China first started issuing corporate bonds in 1986, excessive administrative controls over issuance and ad hoc secondary trading mechanisms have burdened this market's development. At the end of 1997 the total volume of corporate bonds was 100 billion yuan with only seven corporate bonds listed on the market. Additionally, many corporate bonds are issued by the state banks or state-owned enterprises and placed in the accounts of a few state banks or other major financial institutions and little secondary trading ever occurs. Many of these bonds are simply a continuation of triangle-debt and represent refinancing loans from state banks to SOEs, and non-state firms have been a relatively small part of this market.

Outras medidas também contribuíram para o desenvolvimento do mercado não-bancário, como: o início do controle, por parte do governo, nas negociações de ações de empresas estatais na bolsa de Hong Kong em 1993; e a instituição de uma nova lei sobre as empresas privadas no mesmo ano, que regularizou o controle acionário e o lançamento de ações. Como medida da reforma financeira nesse mercado, iniciou-se as operações de *open market*⁴² conduzida pelo PBC, abrindo o mercado de títulos em base experimental a investidores externos e criando também o mercado interbancário na cidade de Xangai.

⁴² *Open Market* são operações no mercado aberto, realizada com ações de compra ou venda de títulos públicos, que é um dos instrumentos disponíveis de Política Monetária. Este instrumento tem o intuito de equilibrar a oferta e demanda de moeda e também de regular a taxa de juros da economia, normalmente no curto prazo. A compra e venda dos títulos públicos é realizada pelo Banco Central, considerando a necessidade da economia de elevar ou reduzir a circulação monetária, assim as autoridades monetárias competentes resgatam ou vendem esses títulos (BCB, 2020).

Nesse período, com o crescimento do mercado de ações e interbancário, observou-se a ascensão de Xangai como o centro financeiro da China. O PBC centralizou na cidade este mercado, no qual se processaria praticamente todas as negociações com o resto do país. Esse processo envolveu cerca de 35 centros de empréstimos interbancários e 17 bancos comerciais. Assim, a medida buscou aproximar o mercado e manteve uma taxa cotada localmente para todas as atividades interbancárias. Esta taxa se manteve baixa durante toda a década, como incentivo aos bancos em manter seus ativos em créditos emprestados ou em depósitos a prazo. Apesar das mudanças, na análise de Hasenstab (1999), esse mercado continuou a ser relativamente insensíveis às alterações das taxas de juros, sendo artificialmente regulado, mantendo-se baixas pelo Estado, como forma de fornecer para o setor real da economia uma importante fonte de financiamento.

O setor das companhias de seguros também passou por importante reforma nesse período, e também tiveram centralidade em suas instalações na cidade de Xangai. A principal medida do setor foi a autorização para a entrada de quatro grandes companhias estrangeiras em 1992. Entre as empresas autorizadas, duas subsidiárias da American International Group (AIG), a American International Assurance Company (AIA) e American International Underwriters, Ltd. (AIU) (Mendonça, 2015).

Os bancos de negócios que eram associadas as TICs e ao mercado não bancários, também receberam estímulos para o fornecimento de recursos de médio e longo prazo, vivenciando um grande crescimento, mesmo que ainda controlado pelas políticas do Estado. Contudo, essas políticas, na análise de Mendonça (2015), estavam de alguma forma ligada aos interesses dessas grandes empresas, tendo em vista que a maioria desses empreendimentos foram direcionados para as cidades localizadas nas ZEEs, centralizando as suas ações e oferecendo ainda mais incentivos.

Mesmo com o crescimento em alguns mercados, as instituições estrangeiras tiveram participação bastante limitada no setor financeiro, principalmente no mercado bancário. O número de filiais de empresas estrangeiras no mercado chinês era bastante grande — 142 bancos com filiais e mais de 450 escritórios no país —, mas essas empresas estavam impedidas de tomar depósitos e dívidas locais, tendo que centralizar as suas operações nos projetos de *joint ventures* ou das empresas estrangeiras que operavam na China (HASENSTAB, 1999).

Somente em 1996 que os bancos estrangeiros foram autorizados a negociar diretamente no mercado chinês, podendo adquirir depósitos em moeda local. Dessa forma, em 1998, oito bancos estrangeiros foram autorizados a elevar os seus negócios podendo ter acesso à negociação de títulos locais tanto em Xangai, como em Shenzhen. Contudo, esses negócios estavam limitados ao mercado interbancário e projetos de *Join ventures* localizados nas ZEEs. Esta restrição, para Mendonça (2015), limitava os passivos desses bancos reduzindo a sua capacidade de investimento e atuação.

Na Tabela 8 pode ser observado que o mercado bancário teve um crescimento expressivo, passando de 16 matrizes bancárias para 48, muito em virtude da reforma imposta e, conseqüentemente, pela incorporação das cooperativas pelos bancos comerciais, contudo, o mercado não-bancário não acompanha esse crescimento. Mesmo com o desenvolvimento do mercado o volume de negócios e o número de empresas não acompanhou o crescimento médio da economia.

Tabela 8: Número de instituições bancárias e não-bancárias — 1990 a 2000

Ano	Matrizes	Filiais	Cooperativas Crédito	Associações e Departamento de Crédito	Bancos de Negócios	Sistema de Poupança Postais — Agências	Bancos de Investimentos de Companhias	Companhias de Seguradoras
1990	16	721	74	309	8	1582	8	34
1991	17	756	74	311	8	1573	8	36
1992	32	897	74	312	8	1576	7	44
1993	33	1030	74	312	8	1585	7	50
1994	34	1174	74	312	8	1603	6	50
1995	34	1361	73	312	8	1515	5	51
1996	34	1464	73	312	8	1523	5	55
1997	39	1685	64	314	8	1527	5	58
1998	42	2052	54	314	6	1539	4	58
1999	47	2288	50	314	5	1547	3	60
2000	48	2411	48	314	5	1556	3	58

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), elaboração própria.

O crescimento do número de bancos comerciais, a maioria em amplitude regional, foi também um processo organizado e planejado centralmente. O PBC procurou dinamizar o setor, com a criação dos chamados *City Commercial Banks* — Bancos Comerciais Locais — que foram os responsáveis por incorporar as cooperativas de créditos, no intuito de elevar e dinamizar o financiamento às pequenas e médias empresas e aos produtores rurais.

Diante disso, o que ocorreu foi um processo de fusões e incorporações destes bancos com as diversas cooperativas, aproveitando-se dessas reformas bancárias para entrar no mercado de

bancos comerciais, reduzindo drasticamente o número de cooperativas urbanas e rurais de crédito, como pôde ser observado na Tabela 8 (MENDONÇA, 2015).

O único mercado não-bancário que cresce de fato é o de companhias de seguros, que devido a reforma e sua regulamentação, crescem principalmente com a chegada das empresas estrangeiras. A criação dos três grandes bancos públicos de investimento, também influenciou na redução do número de instituições junto ao mercado de bancos de negócios e investimentos, fazendo o mercado se contrair, limitando o setor a pouquíssimas empresas e elevando rapidamente estes bancos estatais a sua liderança e hegemonia.

As medidas impostas alteraram com bastante profundidade tanto o mercado não-bancário, como o mercado bancário. Os bancos começaram a reduzir os empréstimos voltados para as empresas ineficientes ou projetos com pouca viabilidade, mesmo que estes estivessem alinhados com as políticas direcionadas pelo Governo. No entanto, na análise de Mo (1999), esse sucesso somente teria longevidade caso acompanhado pela capacidade dos banqueiros de tomarem decisões sobre empréstimos sem se preocupar com possível influência política.

Contudo, não é isso que ocorre. A economia chinesa conseguiu manter essa longevidade de crescimento sem abandonar o seu processo de centralidade financeira. A atuação da política econômica ficou sempre voltada para necessidade de gerar crescimento no intuito de garantir uma certa estabilidade social, produzindo uma dinâmica virtuosa, cujo lucro do ciclo anterior seria reutilizado para promover um novo processo de desenvolvimento.

Para Mendonça (2015), após essas medidas, os quatro grandes bancos passaram a vivenciar menos restrições na sua formação da carteira de créditos comercial, sobretudo de empréstimos, ao conceder recursos fora de sua área de especialização. No primeiro momento, o interesse era apenas em avançar as reformas sobre estes bancos, porém, com o crescimento do mercado, sobretudo em avançar na *policy banks*, impôs a necessidade de alterar a estratégia por parte das autoridades, que passaram a estimular a criação de instituições de capital misto e *Join Ventures*.

Existia uma grande pressão pela liberalização e internacionalização da estrutura bancária e do sistema financeiro chinês. A reforma veio para responder a essas pressões, porém, na análise de Souza (2018), preservou o limite de controle estatal. Houve um processo de reorganização bancária somado com as fusões e incorporações que voltam o movimento da reforma para o mercado de varejo bancário, mas com o controle dessas instituições e a concentração desses

negócios se mantendo nas mãos do Estado e em poder dos quatro grandes bancos estatais, que nesse momento se transformavam em comerciais.

A reforma financeira chinesa da década de 1990, pelo menos até a crise asiática, pode ser entendida como uma reforma sobretudo bancária, que deve ser explicada por uma alteração de estruturas e medidas de controle e regulamentação. Na análise de Mendonça (2015), enquanto na maioria dos países do Ocidente essas mudanças são marcadas pela ampla privatização e abertura ao capital estrangeiro, na economia chinesa teve características de uma grande presença e controle do Estado.

Na análise de Cintra e Silva Filho (2015), a reforma bancária envolveu projetos interligados que não podem ser analisados separadamente, como a criação dos bancos de investimentos que liberaram os grandes bancos para atuarem apenas como bancos comerciais, também o fim dos planos de créditos baseados na distribuição direcionado e o desenvolvimento do mercado não-bancário.

Assim, como na reforma de 1978, as medidas foram implementadas de forma inter-relacionadas, e tiveram um contexto político e econômico bastante importante na sua aplicação. Esse contexto deve ser bem analisado, tendo em vista que são essas medidas e questões institucionais que forçam o Estado a propor as políticas econômicas. Esse processo integrado potencializou a estrutura empresarial, entre elas as financeiras, que foram utilizadas como agente de fomento desse crescimento, elevando consideravelmente a escala desses financiamentos e, conseqüentemente, o tamanho dessas empresas, como será visto no capítulo a seguir.

4.1.3 A formação das *Join Ventures* no contexto da centralidade financeira e sua influência no crescimento da poupança interna

A estrutura industrial foi o motor do crescimento econômico chinês após as reformas de 1978. Contudo, esse processo se alterou bastante durante os anos seguintes, de forma a articular processos de transformação na estrutura de desenvolvimento do país. Para Fiori (2012), o governo chinês vem demonstrando uma impressionante capacidade de intervenção e exploração das oportunidades surgidas em sua economia.

Conforme visto anteriormente, mesmo com uma maior liberdade de atuação, os bancos comerciais estatais e, principalmente os bancos de investimentos, estavam orientados pelas políticas centrais do Estado que mantiveram a estratégia de desenvolvimento industrial e utilizou desses fundos para financiar e proporcionar o grande crescimento econômico e, conseqüentemente, a elevação da poupança interna.

Essa elevação se utilizou de três movimentos econômicos que tiveram destaque durante a década de 1990: 1) o lucro empresarial amparado pela formação dessas grandes empresas e *Join Ventures*; 2) os empréstimos bancários aliados às políticas de crédito, devido ao crescimento dos volumes emprestados que estavam vinculados aos grandes projetos empresariais influenciados pela implementação da reforma bancária; 3) e ao incentivo governamental em manter as taxas de juros extremamente baixas para incentivar o crédito no longo prazo.

No contexto do crescimento do lucro empresarial, a formação dos grandes conglomerados industriais foi o grande impulso da estratégia do Estado para o desenvolvimento do seu sistema financeiro. O processo consistia em promover a fusão e incorporação com base na formação dos TICs e das grandes *Join ventures*, que são projetos que necessitam de grandes volumes de recursos, com isso, somente os grandes bancos poderiam assumir esses financiamentos. Amparado nesse processo, o objetivo principal era o de promover a estabilidade macroeconômica e o desenvolvimento financeiro no longo prazo, garantindo a lucratividade dos projetos e o controle dos riscos envolvidos.

Para realizar esse objetivo, na análise de Burlamaqui (2015), era evidente a necessidade de uma convergência com os padrões internacionais, de tal forma que a política deveria envolver três vertentes: a liberalização das estruturas e das atividades do setor financeiro; a profissionalização das instituições financeiras, e em particular dos bancos; e a internacionalização da estrutura e das condições institucionais do setor financeiro.

O crescimento das grandes empresas acompanhou esse processo de alteração. A economia chinesa adaptou a sua indústria para competir com o resto do mundo, e este processo somente foi possível graças ao alargamento da estrutura bancária. Nesse período, identifica-se o surgimento de novos bancos comerciais, a maioria de amplitude regional, aproveitando-se das ZEEs e com propriedade estatal, utilizando do crescimento econômico para elevar a sua participação no mercado. Esse processo proporcionou o aparecimento de grandes

conglomerados empresariais, tanto industriais como financeiros, que foram responsáveis por financiar e executar grandes projetos.

É importante considerar que a discussão sobre o mercado dessas grandes empresas não é o objeto deste estudo, contudo, é relevante notar que foi esse crescimento empresarial que proporcionou a criação desses grandes conglomerados, conduzindo estas empresas à liderança no comércio mundial em seus respectivos ramos de atuação. Como as empresas necessitavam de grandes volumes de recursos para alcançar este patamar, estes fundos foram alicerçados com base nos seus próprios lucros empresariais, sendo estes uma das fontes do crescimento da poupança interna chinesa, conforme conclui Mendonça (2015, p.369):

A economia chinesa, como não poderia deixar de ser, dado o modelo de crescimento adotado nas últimas décadas, fortemente alicerçado em investimentos e no setor externo, tem feito grandes esforços para o financiamento destas decisões, o que pode ser percebido pelo intenso crescimento de fundos destinados para tal.

Considerando apenas alguns exemplos de empreendimentos formados por *join ventures* chinesas que se tornaram líderes mundiais em seus respectivos setores, nessa década, podemos citar:

- a) No mercado de equipamentos eletrônicos, a empresa *Shanghai Bell Telephone Equipment Manufacturing Corporation*, que foi a primeira *jointventure* a formar-se na China, resultado de uma longa negociação que envolveu os governos chinês e belga ainda no final dos anos 1980, junto a empresa *Bell Telephone Manufacturing Company* (BTM). A negociação exigia, por parte do governo chinês, a transferência de tecnologia que proporcionou a produção de circuitos integrados em larga escala, inserindo tecnologia de ponta na China. “No momento da assinatura do contrato, a *Bell Telephone Manufacturing Company* ficou com 32% do capital, o governo belga com 8% e a estatal chinesa [...] com os 60% restantes”. (MORAIS, 2015, p. 66). Esta transferência beneficiou o setor, mediante políticas de proteção seletiva e compras públicas realizadas pelo Estado, proporcionando o crescimento de empresas como as estatais *Great Dragon* e *Huawei*.
- b) No ramo do petróleo, com empresas estatais, foram constituídos três contratos para exploração de petróleo no exterior: em Rumaila no Iraque, com as empresas *China National Petroleum Corporation* (CNPC), juntamente com a inglesa *British Petroleum and co.*; na Malásia, também com a estatal CNPC juntamente com a francesa Total e a malasiana *Petroliam*

Nasional Berhad; e em Maysan também no Iraque, formado pela estatal *China National Offshore Oil Corporation* (CNOOC) e a turca *Turkish Petroleum* (CORREA, 2015).

c) E no mercado automobilístico, com o envolvimento de grandes empresas multinacionais como: a francesa *Citroën*, com participação de 30% junto a constituição da empresa *Shenlong Automobile, Ltd.*; a americana *General Motors* que participou de 30,00% da empresa *Jinbei automobile company ltd* exclusivamente para a produção de pick-up truck; e a japonesa *Toyota*, com participação de 50% junto com a chinesa *Tianjin Xiali Automotive Co* (YANG; ZHANG; ZHOU, 2013).

Esses empreendimentos proporcionaram a estas *join ventures* chinesas a escala necessária para competir no mercado internacional, assim elevar os lucros industriais e a participação dessas empresas no PIB, conforme descreveu Yang, Zhang e Zhou (2013, p 9):

[..] the nominal firm profits increased more than 15 folds from 1992 to 2007, the ratio of profits to industrial value added also improved remarkably from about 21 percent in the late 1990s to close to 30 percent in 2007. [...] the share of enterprise income in the GDP rose from 13 percent in the late 1990s to above 18 percent in 2007.

É importante notar que, segundo esses autores⁴³, o financiamento das empresas chinesas tem sido amparado por um amplo espectro de mecanismos presentes nos sistemas alternativo e formal. Grandes volumes de financiamentos foram originados de empresas não oficiais, mesmo sendo beneficiadas pelos programas de crédito e subsídios que alimentaram um grandioso volume de financiamentos e elevaram a lucratividade dessas empresas, conforme descreveu Mendonça (2015, p. 378):

Mecanismos de financiamento interno, por meio de lucros retidos, assim como os recursos obtidos junto aos quatro grandes, seriam fontes de financiamento relevantes. Além disso, as firmas contariam com financiamento de agências de crédito privado, em diferentes formatos: empreendimentos cooperativos, associações de crédito de grupos de empresários – que levantariam recursos dentro e fora do grupo –, agências de penhor e casas de moeda clandestinas.

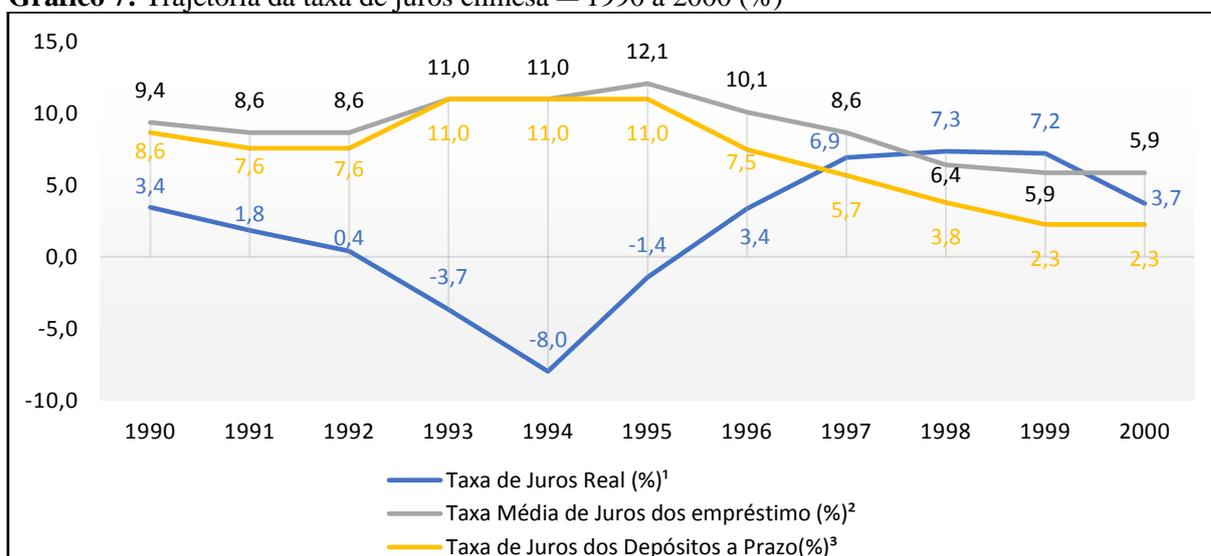
Esse crescimento empresarial aliado às políticas centralizadas pelo Estado, impuseram aos capitais disponíveis para financiamento uma menor liberdade de atuação e, conseqüentemente, uma maior concorrência para aquisição. “No que concerne, sobretudo, às instituições e aos

⁴³ Ver Burlamaqui (2015), Mendonça (2015), Medeiros (2012), Deos (2015), Mo (1999), entre outros.

mecanismos alternativos, uma característica comum seria a cobrança de taxas de juros mais altas e a exigência de cauções mais elevadas” (MENDONÇA, 2015, p. 378). Contudo, não é o que ocorre na economia chinesa.

Em relação ao segundo e terceiro movimento, a reforma bancária, vista nos tópicos anteriores, não seria mais possível orientar diretamente a atuação dos quatro grandes bancos comerciais. Nesse sentido, e aliado ao fim das políticas de crédito, o Estado direciona a sua centralidade de decisões na determinação da taxa de juros. Embora essa ação se mostrasse flexível em relação à política anterior, as taxas de juros se mantiveram baixas, mesmo com toda a alteração bancária proposta pela reforma, como pode ser observado no Gráfico 7 abaixo:

Gráfico 7: Trajetória da taxa de juros chinesa — 1990 a 2000 (%)



Fonte: WORLD BANK (2020), FMI (2020), elaboração própria. ¹ Taxa de juros real é a taxa de juros dos empréstimos de curto e longo prazo, ajustada pela inflação medida pelo deflator do PIB. ² Taxa de empréstimo é a taxa bancária dos financiamentos de curto e médio prazo do setor privado. ³ Taxa de juros de depósito é a taxa paga por bancos comerciais ou similares por depósitos à vista, a prazo ou de poupança.

A taxa real média de juros da economia entre os anos de 1990 e 2000 foi de 1,91% ao ano, mesmo desconsiderando o período de 1993 a 1995, período no qual houve uma forte inflação⁴⁴ na China, a taxa mantém um patamar considerado extremamente baixo para o período, em

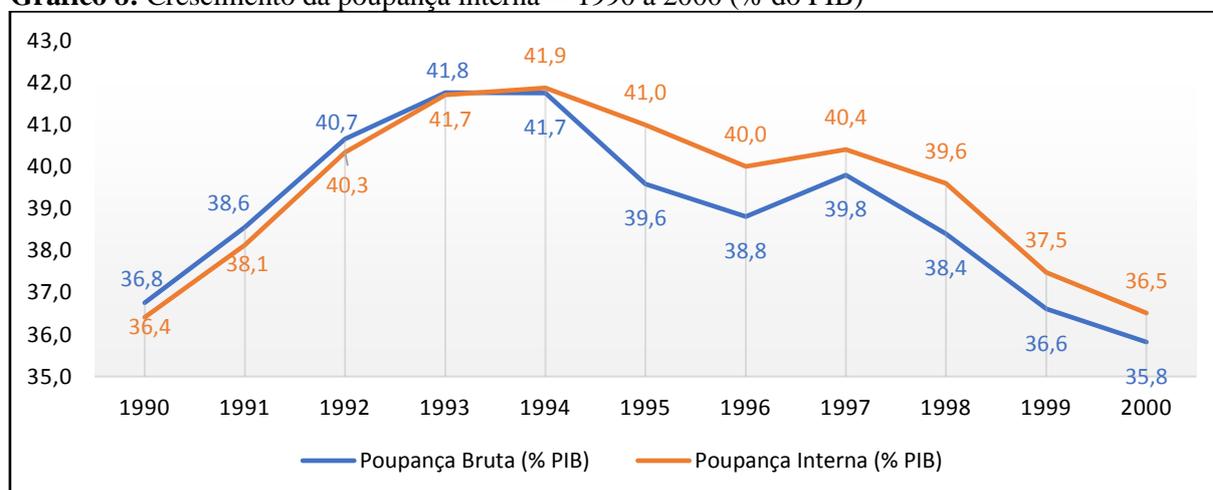
⁴⁴ A inflação na China entre o ano de 1990 e 2000 foi de 7,08 ao ano de média, sendo que nos anos de 1993, 1994 e 1995 apresentou uma alta expressiva em 14,6%, 24,2% e 16,7% ao ano respectivamente. No início da década de 1990, o país passou por um crescimento bastante elevado com elevação dos salários reais, com isso houve uma pressão na demanda, associado a um choque de oferta negativo em virtude de uma maior liberdade na fixação dos preços. Esses fatores levaram a uma consequente e forte elevação dos preços neste período. Contudo após o Plano de Desenvolvimento do Grande Oeste em 1999, até o ano de 2002, o país passou a ter deflação com média anual de -0,2% (WORLD BANK, 2020).

4,26% ao ano de média. Essa aceleração inflacionaria, foi contornado após a crise asiática, mesmo mantendo as decisões das reformas de 1994, percebeu-se um movimento de centralidade das decisões na contramão do que vinha ocorrendo antes da reforma. Este processo foi marcado pelo aumento da importância do crédito direcionado e do papel dos recursos orçamentários no financiamento do investimento, tendo uma menor flexibilidade na determinação das taxas de juros e condicionando a imposição de uma taxa de juros ainda menor ao mercado (MENDONÇA, 2015). Após os resultados positivos relacionados ao plano de reorientação, no ano 2000, a taxa de juros real da economia retoma a trajetória apresentada na primeira metade da década de 1990.

Além da imposição dos juros diante das decisões do Banco Central, o Estado também atuou nas políticas econômicas centralizadas para possibilitar que os juros se mantivessem baixos. Na análise de Mo (1999), dois fatores contribuíram para esse movimento: o primeiro são os bancos estatais que se beneficiaram com os rendimentos decorrentes de investimentos em títulos, principalmente por conta do aumento do governo em participações acionárias; e o segundo é que, ao fazer os pagamentos ao Banco Central dos títulos e créditos interbancários, os bancos estatais também reduziram os seus custos de juros.

A introdução de critérios comerciais aos empréstimos bancários dos bancos estatais, na análise de Medeiros (2012), foi a responsável por elevar o crescimento empresarial, por conseguinte os seus lucros. Estes lucros, somados aos movimentos anteriores, foram responsáveis pelo grande crescimento da poupança interna que vivenciou o país durante a década de 1990, como pode ser visto no Gráfico 8 a seguir:

Gráfico 8: Crescimento da poupança interna — 1990 a 2000 (% do PIB)



Fonte: World Bank (2020), FMI (2020), elaboração própria.

A poupança cresce e supera os 40% do PIB durante a década, mesmo com uma redução durante a crise asiática, manteve-se no patamar elevado considerando uma economia em desenvolvimento. Neste sentido, percebe-se um crescimento da poupança constituída com base em um robusto crescimento do investimento que, por sua vez, foi proporcionada pelo crédito direcionado pelo governo chinês. “Corporifica-se, então, o circuito crédito-investimento-renda-poupança ou *finance-investimento-renda-funding*, perpassado pelo multiplicador no mercado de bens e serviços” (CINTRA; SILVA FILHO, 2015, p.429). Isso significa que essa relação desmistifica a ideia de que a poupança determina o investimento na experiência da China, dado que a experiência do país deixa claro que o crescimento da poupança foi resultado da expansão do investimento, o qual só foi viabilizado pela política de crédito como resultante da estratégia de centralização financeira.

Contudo, mesmo mantendo um patamar elevado, além da crise asiática, outros três fatores influenciaram para o declínio relativo da poupança na segunda metade da década de 1990: 1) a redução do PIB, caindo de 13,1% em 1994 para 7,7% em 1999; 2) a elevação dos financiamentos imobiliários, que devido ao pagamentos das hipotecas reduziu a renda líquida das famílias; 3) e a retração nos lucros empresariais, ocasionado principalmente pelo volume de dívida das empresas que vai levar à implementação do plano de reorientação que será discutido no tópico seguinte (YANG; ZHANG; ZHOU, 2013) (MA; ROBERTS; KELLY, 2018) (FMI, 2020). Todos estes fatores carregam em comum os traços da dimensão das políticas de centralidade financeira, seja no fomento a novos investimentos imobiliários, ou no plano para reestruturalização dos bancos para recompor as NPL's. Contudo, mesmo com esta redução, esse índice alcançou o patamar superior a 50% do PIB na década seguinte, evidenciando o sucesso das reformas financeiras adotadas.

Mesmo ponderada pela queda apresentada no final da década de 1990, a reestruturação do setor privado elevou consideravelmente a lucratividade corporativa. “*The rise in corporate profitability is an outcome of a series of socioeconomic and institutional changes implemented in China throughout the reform period*” (YANG; ZHANG; ZHOU, 2013, p. 9). A formação das *join ventures*, o crescimento das empresas privadas e públicas, e a continuidade das políticas de incentivo ao financiamento tiveram papel principal neste crescimento e alteraram profundamente na composição do endividamento público chinês.

4.1.4 Perfil do endividamento público e a nova estrutura do setor bancário chinês

O perfil do endividamento chinês foi constituído sustentado em uma característica fundamental que é o Estado devendo a si mesmo, ou seja, uma dívida constituída em moeda local, que é resultado de um profundo investimento em infraestrutura, em moderna tecnologia e direcionado ao crescimento das empresas nacionais. Com isso, o seu volume deve ser muito relativizado (JABBOUR, 2020).

Esse endividamento acompanhou o dos países asiáticos, como o da Coreia do Sul e do Japão, sendo constituído predominantemente de dívidas de suas empresas estatais, bancos públicos e empresas nacionais (FIORI, 2012). No caso da China, o grande número de empresas estatais e a dinâmica do mercado financeiro e bancário, concedendo um grande volume de empréstimos direcionados pelos bancos públicos a empresas estatais, facilitou a aquisição desses papéis por parte destas empresas.

Conforme apresenta a Tabela 9, a China não precisou, na década de 1990, pressionar a dívida pública federal como forma de manter os investimentos e financiamentos nos setores produtivos, e até o ano 2000 atingiu apenas 13,97% do PIB. Como abordado anteriormente, esse processo foi financiado por uma poupança que era formada principalmente pelo crescimento do lucro empresarial, pelas políticas de crédito — no primeiro momento conduzida pelos quatro grandes bancos estatais e após a reforma bancária pelos *policy banks* —, e pelo incentivo governamental em manter as taxas de juros baixas para incentivar o crédito no longo prazo.

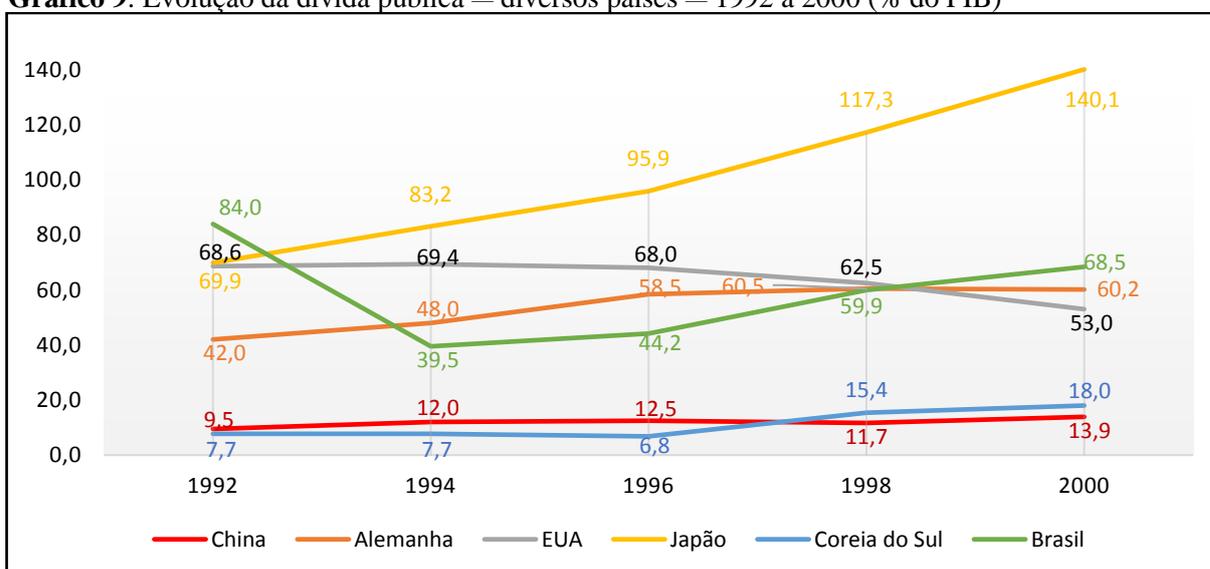
Tabela 9: Emissão de dívida pública e dívida externa adquirida — 1990 a 2000 (% PIB)

Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida Total Emitida ¹	2,02	2,13	2,51	2,14	2,52	2,70	2,94	3,39	4,30	4,61	4,74
Empréstimo Estrangeiro Adquirido ¹	0,96	0,83	0,78	1,04	0,31	0,07	0,18	0,09	0,11	0,02	0,03
Emissão Dívida Pública ¹	1,06	1,30	1,73	1,10	2,20	2,63	2,76	3,30	4,19	4,59	4,71
Dívida Total Pendente ²	4,23	7,33	9,57	11,75	12,05	11,62	12,53	10,57	11,74	13,28	13,97

Fonte: NBS (1999; 2007; 2012), FMI (2020), World Bank (2020), elaboração própria. ¹Saldo total emitido no ano como % do PIB. ²Saldo total acumulado como % do PIB.

Dado o exposto, a relação dívida pública/PIB mesmo crescente, manteve-se em um patamar muito baixo, principalmente quando comparado aos demais países em desenvolvimento e até países desenvolvidos, como pode ser verificado no Gráfico 9. Enquanto a China possuía uma dívida no patamar de 13,9% do PIB no final do século XX, países como Brasil, EUA, Alemanha e Japão já ultrapassavam os 50%. Esta relação não pode ser analisada de forma isolada e descontextualizada, contudo é uma forma de demonstrar que a economia chinesa ainda possuía grande margem de manobra para continuar o seu processo de desenvolvimento.

Gráfico 9: Evolução da dívida pública — diversos países — 1992 a 2000 (% do PIB)



Fonte: FMI (2020), NBS (1999; 2007; 2012), elaboração própria.

Deste modo, a dívida pública total não foi elevada de forma expressiva, mesmo com todo o processo de crescimento econômico e o elevado volume do mercado de crédito. O que de fato se observa é que após o ano de 1990, com a abertura da primeira bolsa de valores e a criação dos *policy banks*, há uma elevação na emissão de dívida muito em virtude da troca do modelo de dívida estatal, de modo que as empresas buscaram outros mecanismos para financiar os seus projetos, como a emissão de ações e o financiamento por bancos de investimentos (DEOS, 2015). Mesmo tendo uma elevação considerável, esta não acompanhou o crescimento da economia.

Obviamente, como ponderação dessa análise, parte significativa desse endividamento encontrava-se na mão dos bancos, que usavam destes recursos como fundos para empréstimos direcionados e orientados a setores estratégicos. Tal ação condicionou esse endividamento de forma indireta aos pagamentos desses financiamentos por parte do setor privado, que detinha a

maior parte desses empréstimos. Contudo, esse setor privado, em sua maioria, era formado por empresas estatais ou *Join Ventures* com a participação destas empresas, desse modo, esses pagamentos também dependiam das ações e políticas econômicas governamentais. Ademais, essas empresas foram beneficiadas com subsídios e condições fiscais e de concessão de empréstimo diferenciados, proporcionando o seu crescimento e os grandes lucros auferidos (JABBOUR, 2020). O resultado desse endividamento foi um expressivo investimento em infraestrutura, construído por estas empresas, que devido aos prazos e custos de financiamentos podiam equalizar os seus lucros no longo prazo. Com isso, a dívida corporativa das empresas privadas foi controlada e direcionada pelo Estado centralizador (JABBOUR, 2019).

Neste contexto, um novo sistema bancário é consolidado na China. Este sistema foi dividido entre os bancos comerciais, os bancos estatais de investimento, os bancos privados e os bancos estrangeiros, cuja supervisão ficava a cargo do PBC e as diretrizes do Conselho de Estado.

Os bancos comerciais eram divididos em bancos estatais, essencialmente formados pelo chamado “*big four*”, pelos bancos regionais e pelos bancos comerciais nacionais. Em geral, os bancos comerciais nacionais, foram majoritariamente administrados pelo Estado, como por exemplo o *Bank of Communications* (BOCOM), quinto maior banco chinês, que tinha em sua composição 42% do capital detido pelos governos locais — no qual estavam localizadas as filiais —, 23% pelo governo central e 35% por empresas nacionais. Os bancos comerciais nacionais eram constituídos pelo BOCOM (criado em 1986), *CITIC Industrial Bank* (1987), *China Everbright Bank* (1992), *Hua Xia Bank* (1992), *China Investment Bank* e pelo *China Merchants Bank* (1987) (DIAS, 2004).

Os bancos comerciais regionais eram formados essencialmente com capital de controle majoritariamente pertencente aos governos locais, e tinham como instituições os bancos: *Shanghai Pudong Development Bank* (criado em 1988), *Shanghai Commercial Bank* (1994), *Shenzhen Development Bank* (1987), *Fujian Industrial Bank* (1988), *Guangdong Development Bank* (1988), *Yantai Housing Savings Bank* (1987), *Bengbu Housing Savings Bank* (1987), e pelo *Hainan Development Bank* (1995) (Dias, 2004).

Os bancos estatais de investimento, conforme já apresentados, eram formados pelos bancos: o *State Development Bank*, o *Agricultural Development Bank*, e o *Export-Import Bank*, constituídos em 1994 com controle e direcionamento do governo central.

O mercado de bancos essencialmente privados era constituído, até a crise asiática, de apenas uma instituição. Mesmo autorizados desde 1987, somente em 1996 com a criação do *China Minsheng Banking Corporation* (CMBC), pela Federação da Indústria e Comércio da China, que foi oficialmente instituído o primeiro banco privado na China. “Este banco surgiu como uma forma experimental para reformar o velho sistema bancário estatal, em que era difícil uma empresa privada conseguir obter empréstimos dos bancos estatais” (DIAS, 2004, p.82). Sua participação era formada por 85% de seu capital detido por empresas privadas e o restante em emissão de ações, disponibilizadas junto a Bolsa de Valores de Shanghai do tipo A⁴⁵.

Os bancos estrangeiros se instalaram no mercado chinês apenas por meio dos escritórios locais, que limitavam a sua atuação às ZEEs, os quais possuíam pouca abrangência e consequentemente uma pequena participação no mercado. Este movimento teve como justificativa o baixo poder de concorrência com os bancos estatais, tendo em vista os incentivos oferecidos pelo Governo. Apenas em 1995, foi estabelecido o primeiro banco estrangeiro de investimento *joint venture*, empreendimento que era composto por capital de 35% da americana *Morgan Stanley*, por 42,5% do CCB, e por 7,5% de mais três acionistas, a *China National Investment and Guarantee Corporation*, o governo de Cingapura e a *Mingly Corporation*, uma holding de Hong Kong (MENDONÇA, 2015).

Essa estrutura apenas será mudada no início do século XXI, após a inserção da China na Organização Mundial do Comércio (OMC)⁴⁶, e a maior abertura comercial para a entrada dos bancos estrangeiros, que se constitui a partir da formação de *join ventures* com os bancos estatais⁴⁷.

⁴⁵ As operações de mercado imobiliário na China possuíam dois tipos de ações. As de tipo A que são ações comercializadas em moeda nacional e reservadas somente a investidores nacionais. As ações tipo B são as comercializadas em moeda estrangeira e destinadas a investidores estrangeiros (DIAS, 2004).

⁴⁶ A adesão da China à OMC ocorre em 11 de dezembro de 2001, tornando-se o 143º membro da Organização. Estas medidas trazem mudanças estruturais importantes, na sua estrutura econômica e industrial, bem como no mercado financeiro chinês, principalmente o sector bancário. A China concordou com uma abertura econômica mais gradual, e as suas empresas deveriam se preparar para a concorrência pelo capital externo (DEOS, 2015). “Esta adesão vai permitir à China a plena inserção na economia mundial e a aceitação dos princípios de mercado, trazendo consigo modificações, não só na China, como nas economias que com ela se relacionam” (DIAS, 2004, p. 117).

⁴⁷ A entrada do capital estrangeiro mediante projetos *join ventures*, firmou-se no início da década de 2000, em empreendimentos com os bancos comerciais já existentes, em busca da fatia de mercado e do lucro que estas empresas já possuíam. Este processo foi observado, por exemplo, junto ao BOCOM, que recebeu um aporte do banco britânico HSBC de 19,9% do capital; junto ao BOC, que recebeu aportes do *Royal Bank of Scotland* (RBS), de 8,25%, do *Union des Banques Suisses* (UBS), de 1,33%,

Para Medeiros (2012), a reforma bancária e as medidas associadas ao mercado não bancário, proporcionaram ao governo não mais financiar o déficit público, principalmente relacionado às empresas estatais, com o crédito do Banco Central — até 1994 com o crédito do PBC — sendo financiado, a partir de então, por créditos bancários oriundos dos bancos comerciais estatais e emissões de ações.

Na análise de Cintra e Silva Filho (2015), os bancos desempenharam o papel de fomento, mas foram estes grandes conglomerados que impuseram ao país uma profunda transformação industrial. Assim, não foram os bancos chineses o centro de lucro, mas sim as grandes instituições de serviço público, que tendem a subordinar os resultados financeiros às metas de desenvolvimento, privilegiando a preservação e a propulsão de todo o sistema socioeconômico.

Um ponto a ser ponderado é a análise dessas falhas e intervenções em economias em desenvolvimento. Vários países, na opinião de Stiglitz (2002), tornam-se mais ricos aproveitando-se do fato dos países subdesenvolvidos abrirem seus mercados à competição externa antes de possuírem instituições estáveis, assim, não conseguem competir no mercado e atrair recursos, com isso são obrigados a oferecer altos juros. “Deveríamos reconhecer que há algumas empresas que estão tentando melhorar a produtividade dos pobres e outras que reconhecem que se podem tirar vantagem deles” (STIGLITZ, 2002, p.194). Essa afirmação demonstra a sua preocupação com a desigualdade dos mercados onde não existe equilíbrio nas informações e o custo de arbitragem se apresenta excessivamente elevado. A China buscou fortalecer as suas instituições tornando-as competitivas e em condições de concorrer junto ao mercado internacional.

Em economias onde esta condição não foi alcançada, existe um viés de curto prazo forçando a elevação das taxas de juros para compensar as taxas de inadimplência e a falta de empreendedorismo e inovação, obrigando os governos a atuarem de forma intervencionista para viabilizar os investimentos de longo prazo. Neste sentido, para Castro (2006), quando a economia cresce a elevadas taxas, o sistema financeiro se beneficia com empréstimos de curto prazo, mas as empresas precisam buscar meios de conseguir créditos de longo prazo.

e do *Temasek (Fullerton Fin)*, de 4,13%; junto ao CCB, que recebeu aportes do *Bank of America*, de 8,19% e do *Temasek (Fullerton Fin)*, de 5,65%; junto ao ICBC, que recebeu aportes do *Goldman Sachs* de 4,19%, do *Allianz* de 1,9% e do *American Express* de 0,4% (DEOS, 2015).

Esse movimento, durante a década de 1990, alterou o cenário de vários países asiáticos, incentivando a entrada de grandes volumes de capital especulativo com intuito de retornos de curto prazo. A falta de regulação, tendo em vista a pressão para a retirada da repressão existente, foi um desses problemas, evidenciando a fragilidade destes mercados. Mesmo observando a presença de diversos traços, a atuação do capital especulativo não foi a realidade da economia chinesa, contudo, a crise asiática também causou impactos e impôs consequências que precisavam ser corrigidas.

Neste sentido, o Estado chinês, ao final da década de 1990, viu-se impelido a propor medidas para conter a crise asiática e recapitalizar os bancos sobre os empréstimos de liquidação duvidosa. Essas medidas se mostraram como a maior transferência institucional já vista, recapitalizando mercado financeiro e o mantendo sólido para continuar o seu processo de desenvolvimento, como será analisado a seguir.

4.2 CRISE DOS TIGRES ASIÁTICOS E A REORIENTAÇÃO ECONÔMICA MEDIANTE O PLANO DE DESENVOLVIMENTO DO GRANDE OESTE

No final da década de 1990, principalmente com a crise na Ásia em 1997, ocorre um grande movimento de intervenção estatal. Após a crise asiática, o Governo chinês lança o Plano de Desenvolvimento do Grande Oeste, em 1999, que se torna a maior transferência de recursos e de intervenção de Estado neste século. Assim, a ação sobre os grandes conglomerados empresariais estatais tem sido o de lastrear o sistema financeiro para garantir um profundo e complexo sistema de financiamento e recuperação durante esse período

Mesmo com uma menor intervenção estatal, o crescimento dos volumes de empréstimos junto ao mercado financeiro continuou a crescer, elevando o seu risco, principalmente pelos investimentos em inovações que necessitavam de grandes volumes de recursos. Com isso, mesmo com todo o processo de regulamentação, os bancos continuaram a aumentar a sua vulnerabilidade às crises e às turbulências deste mercado.

No final da década de 1990, a crise asiática atingiu o sistema financeiro de várias das economias da região, e as preocupações desses países se voltaram para a qualidade das carteiras de crédito dos grandes bancos comerciais públicos (DEOS, 2015). O mercado chinês sempre foi

centralizado e fomentou o crédito direcionado apoiado em políticas econômicas que nesse momento eram questionáveis, conforme também apresentou Martin (2012, p. 29):

In 1999, China's banking system was virtually insolvent. Years of central government micromanagement of bank operations had resulted in the country's four major banks – ABC, BOC, CCB, and ICBC – drowning in a pool of NPLs. The precise extent of the problem was unknown, as the PBOC had dictated an upper limit on the percentage of loans that could be declared bad debt. Besides the excessive interference by the central government, the major banks were in trouble because local governments and state-owned enterprises frequently defaulted on their loans, under the assumption that the central government would provide the necessary capital to keep the banks afloat.

As principais economias em desenvolvimento também sofreram os impactos dessa crise, entre elas a Rússia, Turquia, México e Brasil, ou seja, foi uma crise que atingiu países asiáticos e também da América Latina. Tais exemplos têm como fator em comum sucessivas crises cambiais que, para muitos, foram resultado dos ataques especulativos aos países que adotam reformas de abertura de mercado. A crise abalou o mundo durante o período de 1997 a 2002, e abriu uma janela de oportunidade para se propor mudanças junto a um novo mercado financeiro. Entre as medidas em debate estavam o uso de instrumentos como a reintrodução de controles de capital, a construção de uma autoridade financeira mundial, uma nova equalização das taxas de câmbio entre os países e um maior controle das políticas monetárias. Contudo, para Burlamaqui (2015), os organismos mundiais não foram capazes de influenciar as decisões de governos e de organismos multilaterais responsáveis pela reforma do sistema.

Os grandes danos causados pela crise tornaram os países da região asiática conscientes da necessidade de promover uma cooperação financeira regional, no intuito de evitar novas crises, assim, recuperar o nível de crescimento e a estabilidade econômica que estavam, até a crise, amplamente estabelecidos. “Desde então, o Japão, a Coreia do Sul e a China têm promovido vigorosamente o fortalecimento da integração econômica e institucional juntamente com os países da Associação de Nações do Sudeste Asiático⁴⁸” (Burlamaqui, 2015, p. 27).

⁴⁸ Associação das Nações do Sudeste Asiático — ASEAN — é uma organização regional formada por dez países do sudeste asiático — Tailândia, Indonésia, Malásia, Singapura, Filipinas, Brunei, Vietnã, Mianmar, Laos e Camboja —, estabelecida em 1967 no intuito de promover a cooperação e integração econômica e política. Este movimento mantém desde a crise asiática com acordos comerciais e de cooperação econômica juntos às principais economias da Ásia, como a China, a Índia, a Coreia do Sul e o Japão (BURLAMAQUI, 2015).

Na China, a implantação de medidas para conter os impactos causados pela crise asiática, com a implementação de uma ampla gama de medidas, entre elas o enfrentamento dos NPLs existentes. Esses estavam atrelados à formatação de novas estratégias para evitar o seu reaparecimento; e a introdução de um novo e mais amplo sistema de classificação e provisionamento de empréstimos, de acordo a atuação dos *policy banks*, substituindo o sistema anterior de cotas de empréstimos (MENDONÇA, 2015).

A implementação destas medidas estava no contexto de um plano mais amplo, chamado “Programa de Desenvolvimento do Grande Oeste”, que inaugura uma dinâmica interna de crescimento com ênfase na infraestrutura de energia e transporte e nas construções imobiliárias, com grande efeito de encadeamento, sobretudo na indústria pesada como aço, cimento e siderurgia. Os investimentos em infraestrutura e Construções imobiliárias chegaram a 72% do total dos investimentos e a 32% do PIB no início dos anos 2000 (JABOOUR, 2019).

No início do programa ocorre um intenso processo de fusões e incorporações no setor estatal, levando a formação de mais de 149 grandes conglomerados empresariais nos setores chaves da economia (JABBOUR, 2019). Este processo também ocorre com o sistema bancário, que busca o crescimento dos ativos totais, como forma de diluir e enfrentar os NPLs existentes. Além disso, esta nova formatação buscava como estratégias, minimizar a ocorrência de novos NPLs.

Entre as primeiras medidas efetivas para a contenção destes créditos, destacam-se a recapitalização dos bancos e a transferência de ativos destes para empresas de administração de ativos. Neste sentido, para lidar com as grandes quantidades de inadimplência sobre os balanços dos quatro bancos comerciais estatais, o Governo chinês em 1999 criou quatro empresas de gestão de ativos, cada uma servindo para reestruturar as dívidas incobráveis de um grande banco: *China Cinda Asset Management Corporation* (AMC), para assumir e gerenciar os ativos do CCB; *China Huarong AMC*, para o ICBC; *China Orient AMC*, para o BOC; E por fim, *China Great Wall AMC*, para o ABC. Em 1999, de acordo o Quadro 1 a seguir, essas companhias assumiram cerca de RMB 1,4 trilhão em ativos de liquidação duvidosa, correspondendo a cerca de 20% do total de ativos desses bancos (MARTIN, 2012).

Quadro 1: Transferência dos créditos de liquidação duvidosa – 1999

Bancos	Sociedade Gestora (AMC)	Valor NPL Transferido	Quota total de Empréstimo Adquirido
Agricultural Bank of China	China Great Wall AMC	345,8 Bilhões de Yuan	24,60%
Bank of China	China Orient AMC	267,4 Bilhões de Yuan	20,40%
China Construction Bank	China Cinda AMC	373,0 Bilhões de Yuan	21,70%
Industrial and Commercial Bank of China	China Huarong AMC	407,7 Bilhões de Yuan	17,90%

Fonte: Martin (2012, p. 29).

O método de reestruturação tinha como objetivo a gestão de ativos, assumindo as dívidas incobráveis dos bancos e servindo de troca da sua própria dívida, diante disso, fortalecendo a sua estrutura do balanço. Nesse sentido, essas empresas podiam supervisionar e monitorar a situação financeira das empresas estatais como seu credor, fazendo a sua gestão financeira e também podendo vender as dívidas no mercado, a um preço abaixo do valor de registro nesse balanço, sendo todo esse processo implicitamente garantido pelo Estado (DEOS, 2015). Na análise de Chow (2015), essa medida controlou o crescimento desse passivo (no caso dos bancos), preservando a sua estrutura e os depósitos do povo chinês. A taxa de recuperação desses ativos resultante foi cerca de 24%, já a taxa de recuperação do caixa ficou em torno de 22%, conforme observado no Quadro 2, a seguir.

Quadro 2: Resultado da recuperação de ativos – 1999 (Bilhões de Yuan)

AMC	NPLs Descartado	Caixa Recuperado	Taxa de Ativo Recuperado	Taxa do Caixa Recuperado
China Great Wall AMC	270,80	27,80	12,7 %	10,3%
China Orient AMC	142,00	32,80	27,2%	23,1%
China Cinda AMC	206,80	65,30	34,5%	31,6%
China Huarong AMC	246,80	54,7	26,5%	22,2%

Fonte: Martin (2012, p. 30).

O plano de recapitalização se configurou na “injeção de capital, por meio da emissão de títulos especiais pelo governo central, combinado com a diminuição dos requerimentos de capital pelos bancos comerciais, de 13% para 8%” (MENDONÇA, 2015, p. 350). Com essa redução, um volume de mais de RMB 300 bilhões foi disponibilizado ao mercado, gerando uma grande liquidez que foi utilizada pelos bancos para comprar títulos emitidos pelo Ministério das

Finanças (MO, 1999). Foi implementada ainda, uma medida institucional “com a criação da Comissão de Regulação Bancária da China (*China Banking Regulatory Commission* — CBRC), que passou a dividir com o PBC as funções de regulador e supervisor do sistema financeiro” (MENDONÇA, 2015, p. 349).

Essas medidas implicaram na melhoria da situação do balanço dos bancos, praticamente dobrando o seu capital e proporcionando a diminuição de suas dívidas junto ao PBC. A queda do passivo e do pagamento de juros, acarretou na crescente participação desses bancos na aquisição e remuneração dos títulos públicos chineses (MENDONÇA, 2015).

A grande lição aprendida com a crise foi que para manter a estabilidade macroeconômica seria necessário um sistema financeiro sólido e estável. Nessa crise, entre 20% e 25% do total de empréstimos bancários, ou cerca de 20% do PIB, eram de liquidação duvidosa (MO, 1999). Esse nível de NPL, para Mendonça (2015), estava associado às decisões do plano de crédito da década anterior, sobretudo os direcionados às empresas estatais, que nem sempre eram relacionados a sua viabilidade ou capacidade de pagamento.

Não houve transferência de controle dessas empresas, mas sim um incentivo governamental com o controle dos passivos e cooperação financeira. Contudo, essas medidas continham características que indicavam um movimento de controle institucional (PISTOR, 2009). O Estado impôs medidas de controle junto a participação de investidores em carteira e a saída de capital, conforme apresentou Mendonça (2015, p. 354):

Primeiro, investidores estrangeiros teriam tido acesso à participação minoritária, porém mais elevada que investidores de carteira, entre 5% e 9%. Se tal nível de participação era baixo para afetar o controle da instituição, era alto o suficiente para desestimular saídas abruptas e incentivar a transferência de conhecimento e *expertise*, que poderiam elevar os retornos sobre a aplicação. Segundo estes investidores estrangeiros, minoritários, aceitaram manter as ações adquiridas por período de três anos, após o qual teriam a opção de elevar sua participação para até 19,9%. Por fim, investidores com participações de mais de 2,5% poderiam nomear diretores.

Para Jabbour (2018), o programa de desenvolvimento rapidamente se converteu na maior transferência de renda do mundo moderno, um movimento que também responde aos impactos causados pela crise da Ásia sobre a economia, em especial, o mercado financeiro e o nível de emprego.

Outro ponto a ser analisado é que o governo acelerou as reformas do sistema financeiro para o ingresso da China na OMC, a fim de preparar os bancos para concorrer com os setores estrangeiros, que poderiam entrar no mercado interno. Desde então, as empresas estrangeiras começam a se movimentar neste novo mercado, em muitos casos incorporando a instituições bancárias já existentes, contudo esta liberação à concorrência estrangeira apenas vai ocorrer em 2006, quando o Estado remove as barreiras para operações em moeda chinesa (DEOS, 2015).

Na análise de Mendonça (2015), o movimento de reestruturação patrimonial que ocorre com os grandes bancos estatais, consolidou-se diante da abertura do capital dessas empresas, mostrando um processo bastante peculiar, não observado nas demais economias em desenvolvimento.

Contudo, na análise de Deos (2015, p. 405), “ainda que predominem a propriedade e a gestão pública, o sistema foi redesenhado com as reformas, e a atuação bancária, sob critérios exclusivamente políticos, ficou mais concentrada nos bancos de desenvolvimento públicos”. Pode-se afirmar que o Estado Chinês manteve o controle junto ao sistema financeiro, mesmo esta participação tendo sido reduzida após a reforma da década de 1990.

A reestruturação patrimonial foi concebida de forma parcial e controlada, assim como as demais reformas propostas pelo Governo Chinês. Mantendo o controle tanto sob o complexo processo de venda das participações destas empresas aos investidores privados, como no estabelecimento das regras e prazos mínimos de permanência para negociação e participação dos investidores estrangeiros (MENDONÇA, 2015).

Para Burlamaqui (2015), a reforma foi fortalecida com as lições aprendidas com a crise asiática, reposicionando os bancos no momento em que parte dos seus ativos eram considerados tecnicamente falidos. Já na concepção de Mo (1999), duas lições podem ser extraídas da crise asiática: a primeira é a necessidade de um sistema bancário sólido para suportar os choques externos; e a segunda é que o aumento dos NPLs, correm o capital bancário. O processo liderado pela economia chinesa demonstrou entender estes princípios, implementando e acelerando o seu processo de reforma bancária e das empresas públicas no final da década de 1990.

4.3 CONCLUSÕES SOBRE AS REFORMAS FINANCEIRAS PÓS 1990

Este capítulo propôs como objetivo apresentar o caminho construído pela China, de remontar uma base industrial e financeira, relativamente abrangente, centralizada no poder do Estado e podendo acumular novas e mais robustas forças tecnológicas, consolidadas com base em grandes volumes de financiamentos. Neste sentido, a sua economia conseguiu recuperar o atraso econômico em um período relativamente curto, desenvolvendo o país e conquistando uma melhora no padrão de vida de toda a sociedade (YAO, 2018).

A crescente importância da sua economia e a grande expansão de seu padrão de governança financeira centralizado pelo Estado tiveram implicações de longo alcance, sobretudo no desempenho dos empréstimos resultado de um intenso ritmo de crescimento do investimento após as reformas da década de 1990. “Desde o início das reformas, a formação bruta de capital fixo (FBCF) se manteve acima de 25% do PIB”, com média de 32,8% do PIB na década de 1990, e um pico de 38,1% do PIB no ano de 1993” (CINTRA; SILVA FILHO, 2015, p. 449). O volume de empréstimos e o seu papel ocupado no financiamento dos grandes empreendimentos, pôde constatar uma nova arquitetura financeira, com características próprias e em constante processo de mutação (MENDONÇA, 2015).

Em face disso, os principais pontos abordados estão relacionados à formação de uma nova arquitetura do setor financeiro, formada pelos bancos estatais, Banco central e as comissões de regulação. Tal arquitetura desempenha papel crucial nas transformações estruturais ocorridas após as reformas desta década, tendo em vista ter organizado uma grande rede de financiamentos e promovendo a formação dos grandes conglomerados empresariais e os investimentos em infraestrutura.

A peculiaridade dessa medida foi a estratégia adotada para injetar grandes volumes de recursos de capital estatal, para eliminar as dívidas do setor bancário. Assim, esse volume de recursos, além de conter o processo de endividamento do setor, serviu como acelerador do crescimento econômico conseguindo diluir a baixa qualidade dos ativos no balanço dos bancos. Para Mendonça (2015), o objetivo de sanear os balanços, com o objetivo de prevenir novas crises financeiras e impedir um processo deliberado de falências dos bancos, foi alcançado com êxito.

Desse modo, o resultado foi uma abordagem no sentido de desenvolver o mercado bancário com diretrizes que condicionaram uma melhora na gestão dos bancos, no caminho de se transformar mais comerciais, acabando assim com as políticas de crédito direcionados. A ênfase dessa política era tanto o reforço regulatório como o de auxiliar os grandes bancos estatais a se reestruturar, aperfeiçoar suas práticas administrativas e suas operações comerciais.

Esta nova dinâmica de gestão alterou o padrão de endividamento devido a necessidade de provisão de liquidez dos bancos por meio de gastos governamentais, oriundos principalmente da venda de títulos públicos. Esse movimento, aliado ao contexto de centralidade financeira existente no país, facilitou a aquisição desses papéis por parte dos bancos públicos e empresas estatais. Na análise de Jabbour (2019), o caso chinês está associado a um cenário de grande número de empresas estatais e a nova dinâmica do mercado financeiro que concedeu volumosos empréstimos, em grande parte, direcionados para as empresas públicas, alterando profundamente o seu perfil de endividamento público.

Nesse contexto, em contraposição aos alardes do mercado quanto ao processo de liberalização, o que se verificou ao final da década de 1990 foi uma dinâmica ainda marcada pela centralidade de decisões em poder do Estado que se utilizou dos mecanismos de financiamento e controle sobre os empréstimos bancários para atuar e fomentar as suas políticas de desenvolvimento. Assim, “o sistema financeiro chinês ainda é, mesmo após o processo de liberalização vivenciado nas últimas décadas, fortemente controlado” (MENDONÇA, 2015, p. 386).

O financiamento é, em última instância, o Estado empreendedor em uma perspectiva Schumpeteriana, em que ele é tanto o agente de financiamento como o direcionador dos investimentos. A condução financeira realizada pelo Estado centralizou e direcionou sua perspectiva financeira, política e todo o desenho industrial alcançado até o final do século XX (BURLAMAQUI, 2015).

5 CONCLUSÃO

O sistema financeiro chinês é particularmente difícil de ser analisado, tendo em vista que a reforma e sua consolidação ocorre em um período de tempo relativamente curto, dado que apenas algumas décadas atrás a China possuía um único banco, que era público, desempenhava o papel de banco comercial, de desenvolvimento e, também, de Banco Central. No início deste século, a China já havia avançado no seu sistema financeiro para um sistema com um dos maiores e mais volumosos recursos de financiamentos do mundo (ELLIOTT; YAN, 2013).

A expansão deste modelo liderado e centralizado pelo Estado foi o episódio que conduziu a sua economia a uma crescente importância na arena global. Este processo se baseou em um movimento de longo prazo que teve implicações de longo alcance e no futuro de seu desenvolvimento, sobretudo para a arquitetura financeira internacional em processo de grande mudança no século XXI. A China passou a ocupar uma posição de liderança e de hegemonia na sua participação na economia mundial, saltando do patamar de economia emergente ou em desenvolvimento, para uma economia desenvolvida.

Uma análise comparativa das políticas de centralização financeira entre as experiências das economias brasileira e chinesa não está no centro deste estudo, contudo esta exploração pode apresentar elementos importantes para construir novas propostas futuras de desenvolvimento econômico comparado amparadas nos resultados apresentados.

O papel do Estado chinês foi manter os recursos orientados para uma estratégia de desenvolvimento que produzisse o aprendizado tecnológico mais rápido possível, com a promessa de altos lucros futuros, em vez de retornos de curto prazo e de consumo individual. Neste sentido, o padrão comum dos negócios chineses é que o arcabouço tecnológico importado, foi absorvido durante a fase inicial de operação no mercado doméstico, e em seguida, na segunda fase deste desenvolvimento, as empresas são empurradas para uma nova fronteira tecnológica mais global e duradoura. Para alcançar esse objetivo, o processo de centralização financeira foi essencial, como demonstrado nesta dissertação (STUDWELL, 2013).

A ideia central desta análise é que a grande arrancada da economia chinesa se viabiliza mediante mecanismos de financiamento centralizado junto ao Estado, que é o agente de fomento deste

desenvolvimento, e que foi capaz de obter recursos em grande escala e intermediar o risco com as instituições financeiras.

Neste sentido, o presente estudo foi dividido em três partes. A primeira descreveu uma revisão da literatura sobre modelos de desenvolvimento. A perspectiva teórica apresentada evidencia que não existe uma estrutura financeira ideal a ser seguida e implementada pelos países. Assim, a intervenção governamental não pode ser exceção, mas a regra na industrialização tardia bem-sucedida, como na construção dos seus arranjos de desenvolvimento. Esta intervenção é que proporcionou a lógica de centralidade financeira observada na economia chinesa.

Sustentado em um contexto teórico, as realizações apresentadas pela dinâmica de centralidade financeira ratificam os elementos-chave das análises de Schumpeter (1997), Hilferding (1985), Stiglitz (1993), Zysman (1983) Keynes (2012) e Minsky (2008). Estas abordagens reafirmam pontos em comum junto ao cenário das políticas financeiras, como: o Estado desenvolvimentista no centro da aplicação das políticas públicas; a centralidade na disponibilidade dos créditos e financiamentos; o papel estratégico e o posicionamento e controle dos bancos públicos ao direcionar recursos para o financiamento no longo prazo; além do controle e da regulação do sistema financeiro evitando os processos especulativos (BURLAMAQUI, 2015).

Nesta seção, buscou-se um posicionamento deste estudo junto ao debate teórico sobre a dinâmica de centralidade financeira desenvolvido pelo Estado chinês. Este pressuposto possui características próprias que foi constituído assente em uma economia que estava à margem do mercado mundial. Assim, as soluções deveriam conter características que conseguissem romper com o *status* político e propor um desenvolvimento condizente com o esperado pelo povo chinês que observava o crescimento dos demais países asiáticos como exemplo a ser seguido.

Contudo, este modelo não poderia apenas seguir os demais países, dado que a China possuía características próprias, com um mercado interno pouco desenvolvido e um dinâmica de baixo desenvolvimento. Desse modo, a proposta de reforma foi direcionada para regiões específicas, as ZEEs, e tiveram o seu processo de implementação realizado de forma gradual e experimental, orientado por um sistema financeiro centralizado.

O mercado financeiro entra neste contexto com um modelo que não perdeu a centralidade e se manteve sempre nas mãos do Estado. Entretanto, este processo não foi homogêneo e não podemos recapitula-lo utilizando apenas uma teoria apresentada. Esta dinâmica representa um

conjunto de pressupostos que foi observado e ajustado respeitando a sua contextualidade, no sentido de manter a centralidade e o direcionamento do Estado para as suas políticas.

Foram apontadas três características presentes nestes conceitos, que foram orientados pelas teorias apresentadas: o Estado empreendedor que é a análise Schumpeteriana; a repressão financeira que está na análise Minskyana; e o contexto do financiamento direcionado por parte do Estado, presente na teoria keynesiana.

A principal característica da teoria descrita neste estudo está relacionada à teoria keynesiana. Que se relaciona diretamente com os resultados apresentados pela economia chinesa que estão vinculados a um processo direcionado pelo Estado na aplicação da sua política econômica e centralização dos financiamentos.

Nesse contexto, a dinâmica chinesa, na análise de Souza (2018), pode ser pensada em dois eixos: o Estado, como agente centralizador e regulador da economia; e a dominação do capital, amparado em novas relações sociais de produção com predomínio da estrutura produtiva e no desempenho econômico. A trajetória das reformas implementadas na China teve como objetivo combinar um socialismo e nacional desenvolvimentismo, cuja lógica tem propósitos distintos, com organização social composta por diferentes níveis de complexidade. O modelo nacional desenvolvimentismo combinava o desenvolvimento econômico e social “aos interesses oligárquicos nativo de cada país” (SOUZA, 2018, p. 18).

Para Keynes, os bancos ocupam papel central no funcionamento da economia, tendo a capacidade de criar crédito, alterando a escala de atividade econômica. A tomada destas decisões mantendo este poder nas políticas do Estado, seja por meio das instituições, que eram essencialmente públicas, ou no direcionamento e na centralidade destes financiamentos, orientou as políticas econômicas e o crescimento chinês deste período (MENDONÇA, 2015).

Outra questão a ser levantada sobre esta centralidade é atuação do Estado como agente “emprestador e investidor”. O desafio chinês de recuperar o desenvolvimento retardatário proporcionou a “superação dos obstáculos relacionados ao financiamento das atividades produtivas”, alcançando um novo patamar de desenvolvimento econômico e social (JABBOUR, 2019, p. 168).

A segunda análise está relacionada à teoria apresentada por Minsky (2008), que tem como uma das premissas a ideia de que os mercados financeiros influenciam nas decisões de investimento.

Esta atuação potencializa a decisão sobre o investimento baseado na natureza e nas condições que estas dívidas são contratadas. Com isso, o ciclo de pagamento entre o devedor e os emprestadores em plena sincronia é fundamental para o funcionamento de uma economia capitalista. Este processo pôde ser observado nas políticas aplicadas pela economia chinesa, sobretudo no impacto da repressão e direcionamento junto a suas políticas de crédito, oriundo do enfrentamento dos compromissos financeiros quebrados devido aos ativos de liquidação duvidosa, durante a crise asiática. Neste sentido, a crise obrigou o Estado a agir como emprestador de última instância, mediante a provisão de liquidez junto aos bancos estatais (MENDONÇA, 2015).

Para Huang e Wang (2018), na fase inicial de desenvolvimento econômico e reforma, a contribuição positiva da repressão para o crescimento econômico foi dado por meio da manutenção da estabilidade financeira ao converter poupança em investimento, sendo este efeito maior do que os efeitos negativos sobre a ineficiência e risco.

Contudo, mesmo após a fase inicial da reforma, na análise de Burlamaqui (2015, p. 290), os governos devem atuar como “supervisores prudenciais e reguladores sistêmicos globais”, mantendo o controle financeiro e condicionando as articulações entre os setores da economia. Em economias pouco desenvolvidas, o pouco dinamismo do setor financeiro pode ser considerado uma falha de mercado, e a repressão mediante o controle e a regulamentação, pode ser entendida como uma correção para estas falhas, evitando o deslocamento do capital para a atividade especulativa.

Estes movimentos de fato ocorrem junto à economia chinesa, que tanto no início das reformas se mantêm no centro das decisões — contribuindo para manter a estabilidade do sistema financeiro, mesmo impondo uma repressão no direcionamento de suas políticas de crédito — como no momento de instabilidade, no final da década de 1990, quando articula o enfrentamento sobre os ativos de liquidação duvidosa.

A última análise está relacionada ao Estado empreendedor do modelo schumpeteriano. Para Burlamaqui (2015), este modelo estava alicerçado a um pujante modelo de financiamento caracterizado nos modelos teóricos schumpeterianos de Estado empreendedor, nos quais o Estado é o principal agente de financiamento, que no caso chinês é tanto produtivo como direcionado aos investimentos em infraestrutura. O financiamento público chinês realizado pelas empresas estatais foram os principais atores responsáveis pelo crescimento dessas

empresas. Essas, sustentadas nessa dinâmica de financiamento centralizado e direcionado pelo Estado, respaldaram a modernização tecnológica e a internacionalização de seus produtos.

Na análise de Cintra e Silva Filho (2015), ao propor uma expansão do crédito doméstico, com baixas taxas de juros e longos prazos de maturação, acrescida da entrada das empresas multinacionais ao mercado interno, a China foi capaz de montar um sistema de *finance-investimento-renda-funding*, nos termos keynesiano-schumpeteriano, conquistando uma prosperidade econômica rápida e que se mantém duradoura. Essa política financeira reduziu a restrição do país ao desenvolvimento, permitindo aos agentes públicos e privados recompor, de forma individual e coletiva, os objetivos que seriam inalcançáveis apenas por intermédio dos mecanismos de mercado.

No segundo capítulo, apresentamos a trajetória de reconstrução do sistema financeiro chinês e as reformas de 1978. O direcionamento desta reformulação e as medidas impostas ao setor, o levou a atual lógica financeira centralizada na atuação e direcionamento do Estado. Buscou-se desvendar como o processo de construção e de reforma, imposta pelo Estado, consolidou um sistema financeiro com uma elevada capacidade de financiamento, formado majoritariamente por instituições estatais e voltadas para o investimento de longo prazo.

Ficou claro que o caminho percorrido pelo sistema financeiro chinês, apresentando as teorias e reformas propostas pelo Governo em 1978 e implementadas durante a década seguinte, moldaram o seu sistema e caracterizam um modelo de desenvolvimento baseado em volumosos recursos de financiamento, com as instituições estatais sendo atores essenciais, com as suas decisões e direcionamentos centralizados pelo poder do Estado.

O grande debate está relacionado ao papel do Estado na centralidade do financiamento com base nas reformas de 1978. Este papel foi fundamental e está diretamente relacionado com as reformas e com as transformações ocorridas no sistema financeiro, que foi o grande motor de desenvolvimento e financiamento da economia. A China conseguiu ao longo destes anos, envolver projetos de longo prazo tanto produtivos como os voltados ao investimento em infraestrutura, direcionando-os aos interesses de suas políticas econômicas. Este direcionamento evidencia a sua dinâmica de desenvolvimento, em que as iniciativas procedentes do governo central, oriundas das instituições públicas financeiras e de empresas controladas pelo Estado, revelaram-se decisivas (ELLIOTT; YAN, 2013).

As reformas iniciadas em 1978 tiveram como objetivo a estruturação de um sistema que pudesse liderar o esforço de financiamento amparado nas políticas de crédito, que até então, aconteciam majoritariamente por meio de recursos orçamentários. Para Mendonça (2015), o sistema financeiro que resultou destas reformas foi, em sua maioria, diversificado e com maior liberdade de atuação, caracterizado por uma presença mais ampla de instituições tanto bancárias como não-bancárias, em que predominaram grandes bancos com participação considerável de capital públicos e o centralismo do Estado em sua atuação.

Este posicionamento é resultado de uma abordagem revolucionária para o desenvolvimento financeiro, que se adaptou a uma estrutura própria baseada nas necessidades e características específicas de sua economia. Somente assim, a China conseguiu o estado atual de desenvolvimento, demonstrando uma enorme capacidade de financiar a produção e a infraestrutura do país, fornecendo o combustível necessário para fomentar o seu crescimento econômico (BURLAMAQUI, 2015).

No quarto capítulo, a análise da década de 1990 mostra que houve uma nova reforma bancária que reposicionou o Estado como agente de financiamento e marcou o crescimento do mercado não bancário com a abertura da bolsa de valores. A década foi circunscrita pela crise asiática que culminou na exposição do risco financeiro e dos desequilíbrios deste mercado, ocasionando a implementação do plano de desenvolvimento do Grande Oeste, com medidas de reajustamento que injetaram grandes volumes de recursos para liquidar esta exposição e conter a crise. Este processo marcou também a consolidação de um mercado formado por grandes conglomerados empresariais estatais e pela formação de *Join Ventures*.

Para Jabbour (2019), o caso chinês requer algumas considerações quanto a sua natureza periférica e possui características diferentes das encontradas nas economias da América Latina. A China possuía uma indústria de base preexistente e uma grande margem de manobra do seu Estado centralizador, com isso “a China combinou uma estratégia de substituição de importações com uma estratégia de crescimento de exportações manufatureiras”, tendo as políticas de crédito, lideradas pelos bancos estatais, como fonte de financiamento (JABBOUR, 2019, p. 159).

A principal análise destes direcionamentos, a respeito do sistema financeiro chinês, confirma-se principalmente em como os bancos tomaram as decisões de financiamentos, que foram sempre em conjuntas e integradas com as decisões políticas e sociais. Assim, o financiamento

tinha o propósito não só de financiar a produção, como também o seu desenvolvimento econômico, sendo o responsável pelo grande crescimento econômico da China no período.

Pode-se assim dizer que, implícita ou explicitamente, a China contou com uma estratégia de industrialização voltada para a exportação e alimentada por um pujante processo de financiamento público, sem abdicar de uma estratégia de industrialização substitutiva de importações. Este processo foi orientado por meio de seus planos econômicos de desenvolvimento e com base nas reformas institucionais e em suas políticas de crédito e investimentos levados a efeito por empresas de propriedade do Estado (ELLIOTT; YAN, 2013).

A dinâmica de centralidade no financiamento proposto pela economia chinesa, como pôde ser observado, sustentou as esferas econômicas e serviu de alavanca para o seu desenvolvimento e transformação estrutural, sustentado por uma abordagem Schumpeter-Keynes-Minsky. Neste sentido, para Burlamaqui (2015, p. 319), a “China está construindo uma estratégia robusta e abrangente no âmbito de um modelo de governança financeira conduzido pelo Estado e globalmente orientado”. Este é um dos elementos que permitem adentrar em uma linha de pesquisa mais aprofundada para a realização de análises comparativas entre o Brasil e a China, indagando se esta centralidade financeira foi aplicada pela economia brasileira no mesmo período e seus resultados.

Comparações entre os sistemas financeiros devem ser feitas com cautela. O crescimento deste mercado está ligado ao crescimento econômico, todavia na análise de Goldsmith (1969), devem ser considerados outros fatores que também influenciaram este crescimento, para que as comparações resultem em resultados não conflitantes. Desta forma, a maturação dos mercados quando associados a um setor financeiro eficiente, diversificado e com alta liquidez, acentua o nível de desenvolvimento bancário e este crescimento prediz o nível de crescimento ao longo de décadas.

Como já mencionado anteriormente, realizar uma análise comparativa não é o foco deste estudo, contudo propor uma relação entre os resultados apresentados pela reforma chinesa com o identificado pela experiência brasileira, pode elucidar características que exibiriam resultados opostos, contribuindo para condicionar novas propostas de pesquisa no futuro. Assim, será apresentada de forma bastante resumida, alguns pontos que podem apontar para semelhanças e divergências das dinâmicas de centralidade financeira aplicadas pelos países como mecanismo de aprofundar as teorias de desenvolvimento.

O caso brasileiro também constitui uma espécie de paradigma de país de industrialização tardia, no qual o crescimento econômico e a diferenciação das forças produtivas apresentaram uma extraordinária vitalidade. Dois fatores sempre tiveram presentes nesta análise, consolidadas com base na aplicação das políticas econômicas no país: os fatores internos, com grande participação do Estado como agente econômico; e os choques externos, como crises internacionais e choques de preços. Para Serra (1982), a característica marcante do capitalismo no Brasil, foi o papel do Estado como agente que impulsionou a economia e a industrialização, principalmente no período de grande crescimento, como o apresentado nas décadas de 1950 e 1970.

Para Brum (2013), o que se verificou no Brasil, foi um crescente descompasso que não se verificava no mundo, em que a extraordinária expansão econômica estava associada a uma rápida e expressiva evolução tecnológica. Para o autor, o Brasil fracassou na tentativa de desenvolver um processo de investimento e desenvolvimento autônomo, sustentado em uma burguesia nacional apoiada pelo Estado. No caso brasileiro, o capital financeiro procurou retornos rápidos e manteve o estado mais líquido possível, mesmo considerando o crescimento industrial, este não conseguiu estabelecer círculos de prazos mais longos, necessários para o capital produtivo (OLIVEIRA; CASTRO, 1981). Assim, resolver o problema do atraso industrial num capitalismo tardio não equivale a solucionar os problemas do subdesenvolvimento e da pobreza (TAVARES, 1998a).

O que caracterizou dois dos principais ciclos de crescimento no Brasil — o primeiro ciclo entre os anos de 1955 a 1961; e o segundo ciclo entre os anos de 1967 a 1973, quando o crescimento se aproveitou de estímulos específicos e pontuais —, foi o prazo curto de crescimento, caracterizado por uma falta de centralidade nas políticas de crédito, não alcançando perenidade necessária para os investimentos produtivos. Com isso, esse crescimento não consegue se desenvolver no longo prazo, já que não existe estímulos para este tipo de financiamento, deixando de propor um desenvolvimento de novas e modernas estruturas produtivas (BAER, 2002).

Para Sochaczewski (1993), a formação da taxa de juros foi outro ponto de dificuldade do país em elevar estes investimentos. Os bancos nacionais relutavam em direcionar os recursos para as atividades de longo prazo, devido as altas taxas de juros na economia. As principais políticas adotadas pelo país propuseram a essas operações uma indexação das taxas e a sua vinculação aos títulos do mercado e não a uma associação das políticas financeiras direcionadas que

induzissem esta redução. Diante disso, não constituíram o objetivo desejado, já que as indexações buscavam a reposição das perdas no curto prazo e não havia incentivo por parte dos bancos para manter operações de longo prazo, condicionada a um menor retorno sem a compensação por meio de políticas governamentais.

As políticas econômicas adotadas pelo governo e o patamar dos juros reais não conseguiram incentivar o reinvestimento do lucro, ou novos investimentos em capital produtivo. A criação de novos projetos para o desenvolvimento tecnológico ou para o desenvolvimento da indústria de bens de capital, não foi prioridade ou consequência deste ciclo de crescimento, deixando o país dependente do capital externo e com uma indústria formada basicamente de produtos manufaturados e com alcance apenas para o mercado interno. Deste modo, a formação da poupança interna também sofreu e não conseguiu alavancar recursos que pudessem servir de base para um modelo de investimento diferente do apresentado (REGO; MARQUES, 2018).

Esta dificuldade de constituir poupança também agravou questões relacionadas ao endividamento público interno e externo, o primeiro se caracterizando pelos empréstimos de curto prazo em um mercado bancário com elevada concentração e altas taxas de juros, e o segundo constituído por uma acentuada dependência de recursos externos, em geral, com taxas de juros flutuantes, fato que agravou este endividamento no momento de crise externa (BAER, 2002).

O caso chinês é caracterizado por uma relação econômica interligada — produtiva e financeira —, como visto nos capítulos anteriores, sustentada em uma política de Estado com metas e objetivos definidos e direcionados para o longo prazo, com medidas que estavam correlacionadas e somente obtiveram este sucesso ao serem implementadas em conjunto e de forma integrada.

A título de exemplo, dois fatores de centralização financeira das políticas econômicas da China, interligados com a lógica produtiva, oferecem subsídios para futuros estudos comparativos: 1) as políticas de crédito, que utilizaram os bancos públicos como principal agente financeiro e direcionaram os recursos de financiamento para o longo prazo; 2) e a formação de volumosos recursos de poupança interna, sustentadas no crescimento industrial, formada majoritariamente por empresas estatais, entre elas as instituições financeiras e os incentivos para manter as taxas de juros baixas.

As políticas de crédito na China se constituíram com base no direcionamento dos recursos no intuito de oferecer crédito no longo prazo e para as indústrias voltadas aos programas direcionados de desenvolvimento. Neste sentido, os empréstimos atendiam a um público específico, em geral empresas estatais, TICs ou *Join Ventures* com produção voltada para exportação.

O papel do Estado é manter o dinheiro orientado para uma estratégia de desenvolvimento que produza o aprendizado tecnológico mais rápido possível e, portanto, uma promessa de altos lucros no futuro, em vez de retornos de curto prazo ou de consumo individualizado. Neste sentido, o padrão comum dos negócios chineses é que o arcabouço tecnológico é importado e absorvido durante a fase inicial de operação no mercado doméstico. Na segunda fase, após o desenvolvimento destas empresas, essas buscam investimentos para transpor as barreiras tecnológicas transformando as empresas em mais globais e com crescimento duradouro (STUDWELL, 2013).

O financiamento deste investimento requer que a economia disponha de mecanismos organizados pelas suas instituições, para o ajuste estrutural provenientes da acumulação dos ciclos de crescimento. Neste sentido, a decisão de emprestar por meio dos bancos recoloca o problema central na liquidez do sistema. O aumento do investimento ou a decisão de investir poderia ser suprido por créditos bancários que cederiam a sua liquidez diante a demanda pelo financiamento.

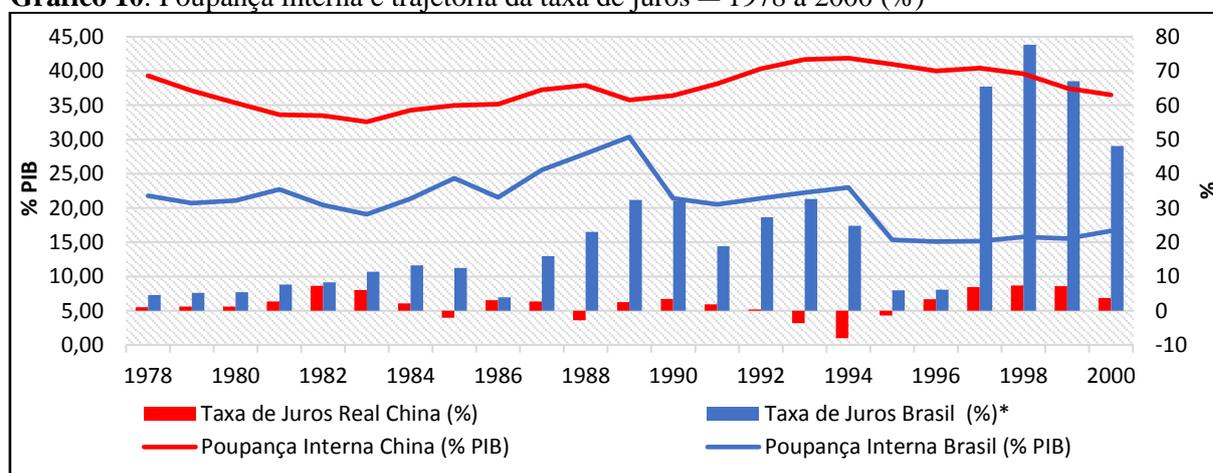
Quando considerada a realidade da experiência da economia brasileira, estes ciclos mostraram uma relutância dos bancos em criar crédito novo de longo prazo e as políticas deliberadas por partes do Governo de financiamento não se mostraram eficientes como as verificadas na economia chinesa (BELUZZO; ALMEIDA, 2002). Assim, o montante de crédito disponibilizado na china foi muito superior ao apresentado pela economia brasileira.

Os volumes de poupança interna, na análise de Zysman (1983), sempre foi um dos principais obstáculos de crescimento industrial dos países em desenvolvimento, que tinham estes recursos escassos. Com isso, o Estado deveria propor condições para alavancar estes recursos, que no caso da economia chinesa, foi constituído por intermédio do crescimento empresarial, sobretudo pela formação dos grandes conglomerados, em grande parte públicos, e por manter as taxas de juros artificialmente baixas.

No caso brasileiro, que não condicionou uma política para possibilitar alavancar estes recursos, a dificuldade do país em obtê-los limitou a sua capacidade de investimento. O simples fato de elevar a poupança, não é por si o fato para elevar o financiamento, mas sim o seu direcionamento e condiciona-lo ao seu processo de desenvolvimento. Neste sentido, na concepção de Beluzzo e Almeida (2002, p. 46), “O investimento não pressupõe a poupança para financia-lo”. Para este caso, o crédito supre esta lacuna, podendo inclusive redistribuir a riqueza acumulada no passado. Este fato foi observado no crescimento de ambos os ciclos, porém, como não existia um controle quanto ao direcionamento do financiamento, este crescimento não se transformou em investimento tecnológico e alteração de patamar da indústria.

Para Sochaczewski (1993), a taxa de juros não foi objeto de políticas que induzissem a sua redução, assim se tornou um ponto de dificuldade para elevar os volumes de financiamento no país. Sem políticas que direcionassem estes recursos, os capitais buscaram retornos mais vantajosos, junto às operações de curto prazo que possuíam taxas de juros maiores, sendo estas predominantes na economia, conforme apresenta o Gráfico 10:

Gráfico 10: Poupança interna e trajetória da taxa de juros — 1978 a 2000 (%)



Fonte: FMI (2020), BCB (2020), elaboração própria. * Até 1996 foi usada a taxa de juros média das operações de crédito de pessoa jurídica, a partir de 1997, devido ao fim da série anterior, foi utilizada a taxa de juros média para operações de crédito⁴⁹ (BCB, 2020).

⁴⁹ A grande elevação da taxa de juros pós 1997, deve-se aos impactos relativos a crise asiática, a partir do ataque especulativo ao final de 1998, obrigando o banco central a liberar o câmbio, transformando em flutuante e a elevar a taxa Selic, que foi a 45% a.a. Este movimento impactou o mercado bancário, elevando de forma expressiva a taxa de juros da economia (ABREU, 2014).

A combinação de baixa taxa de juros e elevados volumes de poupança como percentual do PIB, constituídos com base na lógica *finance-investimento-renda-funding*, observado pela economia chinesa é o oposto da verificada pela economia brasileira. Este crescimento proporcionou elevar o volume dos financiamentos, condicionando o crescimento da indústria e a formação de grandes conglomerados empresariais estatais, entre eles o financeiro. Estas empresas conseguiram elevar os investimentos e direcionar um volume de crédito cada vez maior, em geral para as próprias empresas estatais.

Este processo criou um ciclo virtuoso na China, no qual estas empresas necessitavam de grandes recursos para financiar seus projetos, que eram em geral bastante lucrativos e voltados aos projetos de desenvolvimento do país. Contudo, este movimento não seria possível sem o direcionamento e políticas de incentivo por parte do Governo, que escolheu e direcionou os investimentos a setores estratégicos.

No caso da economia brasileira isto não ocorre, na análise de Brum (2013), pois a construção de uma política de industrialização transformou a indústria nacional em uma economia acentuadamente fechada, com pequena participação no mercado internacional e com a forte participação interna dos investimentos externos. O esforço industrial permaneceu voltado para o mercado interno, assim, não precisou se modernizar e enfrentar a concorrência de outros países.

Os ciclos econômicos foram grandes demonstrações da política econômica brasileira que o crescimento industrial do período seria possível. Contudo, não houve substanciais alterações nos modelos aplicados, dado que se buscou apenas completar as estruturas produtivas. Para Carneiro (2002 p. 63) “as referências ao controle tecnológico eram quase inexistentes”. Enquanto o crescimento tecnológico crescia e se difundia no mundo, o Brasil não observou este contexto, perdendo a oportunidade do ciclo de crescimento para realizar as alterações necessárias. Este processo também foi observado na indústria financeira, que preferiu os empréstimos de curto prazo com retornos imediatos, aos financiamentos tecnológicos que, em geral, requerem um prazo mais longo de maturação.

De acordo com Tavares (1998b), o problema central na estratégia de crescimento resulta na necessidade de rearticular toda a estrutura de crescimento econômico, apesar dos sintomas que aparecem inicialmente do lado do financiamento interno e externo. O sucesso inicial do ciclo, não foi utilizado como alavanca para proporcionar um crescimento mais perene da economia

brasileira, ao disponibilizar investimentos em novos produtos, que minimizassem os impactos no balanço de pagamento, como por exemplo investir na indústria de bens de capital. No caso do crescimento da China, principalmente após as reformas de 1978, não ficou atrelado aos ciclos e foi concebido mediante rigorosos processos de desenvolvimento com uma dinâmica de financiamento direcionada, com o controle rígido do Estado.

Studwell (2013) afirma que o desacordo sobre a natureza do desenvolvimento econômico, proporcionou um crescimento rápido da economia brasileira, porém não se mostrou duradouro, deixando claro como é perigoso medir o progresso econômico apenas por meio das taxas de crescimento. No Brasil o crescimento tinha sido gerado por uma dívida que não se traduziu em desenvolvimento econômico e social, não elevando o seu patamar produtivo e competitivo junto ao mercado internacional.

No caso chinês, também na análise de Studwell (2013), o sistema financeiro pôde ser reprimido para servir à política de desenvolvimento sem causar uma instabilidade do sistema financeiro, podendo manter uma combinação com os controles de capital, que permitiu controlar e elevar o nível de endividamento, e um apoio ao desenvolvimento sem gerar instabilidade ou incentivos a entrada de capitais especulativos. Assim, a sua política financeira permitiu a aquisição de capacidade tecnológica abrindo novas janelas de oportunidade para seu crescimento econômico. Essa análise de Studwell (2013) fortalece a hipótese desta dissertação, na medida em que confirma a relevância da política de centralidade financeira como elemento substancial para a trajetória de desenvolvimento da China, principalmente considerando sua essencialidade para o desenvolvimento das forças produtivas.

As ideias de Garnaut (2018), além de reforçarem a hipótese desta dissertação, também oferecem subsídios para estudos comparativos entre Brasil e China, ao afirmar que apesar de terem sido muitas vezes comparado, China e outros países em transição foram simplesmente muito diferentes em termos de suas condições econômicas e políticas iniciais, seu contexto histórico e a sua relação com o ambiente externo. Enquanto a comparação com a maior parte das reformas da América Latina parece fora de contexto, esses países estavam muito mais perto de um sistema baseado no mercado do que a China durante as décadas de 1980 e 1990. As suas reformas de liberalização e estabilidade macroeconômica possuíram uma ordem de complexidade bastante diferente. A política de centralidade financeira aplicada para a América Latina estava mais centrada sobre estas questões relacionadas ao consenso de Washington, que resumiam uma prescrição política e econômica restrita para esses países, não concebendo um

modelo de crescimento ou desenvolvimento mais abrangente e duradouro. Esta abordagem se mostrou o oposto da observada na China como também os seus resultados (GARNAUT, 2018).

Enquanto setores econômicos discutem os prováveis efeitos globais de futuras reformas econômicas como o controle de capitais e a taxa de câmbio mais livre, o que a China demonstra é buscar justamente o contrário, mantendo um certo controle de capital e taxas de câmbio, dentro da sua estratégia política e econômica (DEOS, 2015).

Esta dinâmica é perceptível nos dois momentos de reformas analisados por este estudo: no primeiro quando há uma absorção e imitação das tecnologias existentes replicando o processo de desenvolvimento para propor o crescimento industrial interno com o financiamento da produção voltada para exportação; e no segundo momento, assente no lucro adquirido na primeira fase, estas empresas foram direcionadas a investir em novas tecnologias promovendo a criação de grandes conglomerados, que seriam a condições necessária para viabilizar estes financiamento e implementar as novas fronteiras tecnológicas (JABBOUR, 2019).

O fortalecimento do Estado como agente de fomento do desenvolvimento na China, foi capaz de obter recursos em grande escala e intermediar o risco com as instituições financeiras, que também eram públicas e agiram em prol deste objetivo. Estas foi a solução proposta pelo Estado chinês para superar o seu atraso de desenvolvimento, mostrando que foi possível acelerar e melhorar a qualidade do crescimento por meio do desenvolvimento e centralidade na intermediação financeira (STUDWELL, 2013).

As evidências teóricas e empíricas apresentadas nesta dissertação fortalecem a hipótese defendida, na medida em que deixam em evidência que o Estado chinês, baseado em sua dinâmica de financiamento centralizada nas políticas e decisões do Governo central, formulou consistentes políticas de crédito direcionadas, conseguindo equacionar condições para alocar e recompor de forma satisfatória os recursos para seus investimentos. Assim, a China transformou o seu mercado financeiro que era pouco desenvolvido para um novo patamar de protagonismo, baseado em um circuito *finance*-investimento-renda-*funding*, invertendo a lógica financeira que resumia as prescrições política e econômica do consenso de Washington.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva (Org.) **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. São Paulo: Campus, 2014.
- ADLER, Solomon. **La economía da China**. Buenos Aires: Editora Fondo de Cultura Económica, 1957.
- ALDRIGHI, Dante Mendes. **Algumas das Contribuições de Stiglitz à Teoria dos Mercados Financeiros**. São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A005.pdf>>. Acesso em: jul. 2016.
- ALLEN, Franklin *et al.* China's financial system: opportunities and challenges. **NBER**, Cambridge, n. 17828, 2012.
- ARRIGHI, Giovanni. **Adam Smith em Pequim: origens e fundamentos do século XXI**. São Paulo: Boitempo, 2008.
- BAER, Werner. **A Economia Brasileira**. 2.ed. São Paulo: Nobel, 2002.
- BALASSA, Bela. **Trade between developed and developing countries: the decade ahead**. Baltimore: OECD - Organization for Economic Co-operation and Development, 1985.
- BASTOS, Pedro Paulo Zahlutha. Construção do nacional-desenvolvimentismo de Getúlio Vargas e a dinâmica de interação entre Estado e mercado nos setores de base. **Revista Economia da ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia**, São Paulo, v. 7, p. 239-275, 2006.
- _____. Ascensão e crise do governo Dilma Rousseff e o golpe de 2016: poder estrutural, contradição e ideologia. Campinas: **Revista Economia Contemporânea**, número especial, p. 1-63, 2017.
- BCB. Banco Central do Brasil. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: jan. 2020.
- _____. Banco Central do Brasil. **Estimação de indicadores de concorrência**. Brasília: Estudos Especiais, n. 55, 2019. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: out. 2019.
- _____. Banco Central do Brasil. **Recomendações de Basileia**. Brasília. 2018. Disponível em: <www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>. Acesso em: out. 2019.
- _____. Banco Central do Brasil. **Relatório de economia bancária: setor bancário brasileiro**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017.
- _____. Banco Central do Brasil. **Comunicado 22.366, de 27 de abril de 2012**. Brasília. 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/Organizacao/Guia_analis_e_acordo_concentracao_COMUNICADO22366.pdf>. Acesso em: out. 2019.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **Os antecedentes da tormenta:** origens da crise global. Campinas: Editora Unesp, 2009.

_____. O dinheiro e as metamorfoses da riqueza. *In:* TAVARES, M.C; FIORI, J. L. **Poder e dinheiro:** uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Editora Vozes. 1997.

BELLUZZO, Luiz G; ALMEIDA, Júlio G. **Depois da queda:** a economia brasileira da crise da vívida aos impasses do real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERGÈRE, Marie-Claire. **A economia da China popular.** Rio de Janeiro: ZAHAR Editores, 1980.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. Auge e declínio nos anos setenta. **Revista de Economia Política.** São Paulo: v. 3, n. 2, 1983.

BRITO, Hugo; SEGUNDO, Machado. **Código tributário Nacional.** São Paulo: Atlas, 2017.

BRUE, Stanley L. **História do pensamento econômico.** 6.ed. São Paulo: Editora Thomson, 2005.

BRUM, Argemiro J. **Desenvolvimento econômico brasileiro.** Rio Grande do Sul: Unijuí, 1997.

BURLAMAQUI, Leonardo. As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeira global conduzido pelo estado. *In:* CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação:** dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 277-334.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise:** a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Unesp, 2002.

CASTRO, Lavínia Barros de. Financiamento do desenvolvimento: experiência comparada Brasil-Coréia (1950-1980). **Revista do BNDES,** São Paulo: v. 32, 2009.

_____. **Financiamento do desenvolvimento:** teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso Brasileiro. 2006. 274 f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

CHANG, Há-Joon. The 1997 Korean crisis: causes and consequences. *In:* AMANN, Edmund; CHANG, Há-Joon. **Brazil and South Korea Economic crisis and restructuring.** London: Institute of Latin American Studies, 2004.

CHO, Yoo Je. The international environment and Korea's economic development during 1950s-1970s. **Research Series on International Affairs,** v. 2, 2001.

CHOW, Gregory C. China's economic transformation. *In:* GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018.** Acton: ANU Press, 2018. p. 93-116.

CINTRA, Marco Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. O sistema financeiro chinês: a grande muralha. *In*: CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 425-490.

CORREA, Alexandre Palhano. Industrialização, demanda energética e indústria de petróleo e gás na China. *In*: CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015.p. 189-235.

COUTINHO, Mauricio C. Do capital financeiro de Hilferding. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, São Paulo, n. 35, junho, 2013.

DANTAS, José Alves; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; PAULO, Edilson. Relação entre concentração e rentabilidade no setor bancário brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 5-28, 2011.

DEOS, Simone Silva. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. *In*: CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 391-424.

DIAS, Margarida M. P. **A China no século XXI: a evolução do sistema bancário e o futuro das reformas econômicas**. 2004. 196 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa, 2004.

DRAIBE, S.M. **Rumos e Metamorfoses**. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1985.

ELLIOTT, Douglas J.; YAN, Kai. **The Chinese financial system: an introduction and overview**. Washington: Brookings Institution - John L. Thornton China Center, July, 2013.

FANG, Cai. How has the Chinese economy capitalised on the demographic dividend during the reform period? *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 235-256.

FANG, Cai; GARNAUT, Ross; SONG, Ligang. 40 years of China's reform and development: How reform captured China's demographic dividend. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 5-27.

FILGUEIRAS, Luiz. A crise mundial e o desenvolvimento brasileiro. **Revista Economistas**, Brasília, COFECON, n. 7, 2012.

FIORI, José Luís. Estados, moedas e desenvolvimento. *In* FIORI, José Luís. **Estados moedas no desenvolvimento das nações**. 4.ed. Petrópolis: Editora Vozes, 2012.p. 49-86.

FMI – FUNDO MONETARIO INTERNACIONAL. **IMF Data**. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Data>>. Acesso em: jan. 2020.

FREITAS; M.C.P; PRATES, D.M: A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, p. 81-111, 2001.

FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. São Paulo: Companhia das Letras, 34ª edição, 2007.

GARCIA, Fernando. Prefácio. *In*: PARETO, Vilfredo. **Manual de economia política**. São Paulo: Editora Nova Cultura, 1996.

GARNAUT, Ross. 40 years of Chinese economic reform and development and the challenge of 50. *In*: GARNAUT, Ross (Ed.); SONG, Ligang (Ed.); FANG, Cai (Ed.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 29-52.

_____. Twenty years of economic reform and structural change in the Chinese economy. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang (Eds.). **China: Twenty years of reform**. Canberra: ANU Press, 1999.

GENTIL, Denise; HERMANN, Jennifer. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: Ortodoxia e retrocesso. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 3, p. 793-816, 2015.

GOLDSMITH R.W. **Financial Structure and Development: studies in Comparative Economics**. New Haven: Yale University Press,1969. n. 9

GOWAN, Peter. **A Roleta Global**. São Paulo: Record, 2003.

GUIMARÃES, Samuel Pinheiro. O Brasil e os BRICS. *In*: BELLUZZO, L.G.; BASTOS, P.P.Z. (org.). **Austeridade para quem? Balanço e Perspectivas do Governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Editora Carta Maior, 2015. p. 55-66.

GURLEY, John G.; SHAW, Edward S. **Money in a theory of finance**. Washington: Brookings Institution, 1960.

_____. Financial aspects of economic development. **The American Economic Review**, v. 45, 1955.

EICHENGREEN, B. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

HASENSTAB, Michael. Financial system reform and implications. *In*: GARNAUT, Ross (Ed.); SONG, Ligang (Ed.); **China: Twenty years of reform**. Canberra: Acton: ANU Press, 1999. p. 117-148.

HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HOBSBAWM, E. **Era dos extremos: o breve século XX 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

HOFMAN, Bert. Reflections on 40 years of China's reforms. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 53-66.

HUANG, Yiping; WANG, Xun. Strong on quantity, weak on quality': China's financial reform between 1978 and 2018. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018. p. 291-312.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Series Históricas e Estatísticas**. Disponível em: < <https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/>>. Acesso em: mar. 2020.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Ipeadata**: Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: mar. 2020.

IORIO, Ubiratan J. **Dos Protoaustríacos a Menger**: uma breve história das origens da escola Austríaca da economia. 2.ed. São Paulo: LVM Editora, 2017.

JABBOUR, Elias. A China pode crescer mais? **Le Monde diplomatique Brasil**, São Paulo, 2020. Disponível em: < <https://diplomatique.org.br/a-china-pode-crescer-mais/>>. Acesso em: fev. 2020.

_____. **China socialismo e desenvolvimento** – Sete décadas depois. São Paulo: Anita Garibaldi, 2019.

_____. **China Hoje**: Projeto nacional, desenvolvimento e socialismo de mercado. São Paulo: Anita Garibaldi, 2012.

KALECKI, Michal. **Teoria da dinâmica econômica**: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a Longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1977.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

KRUGMAN, Paul. Prefácio. *In*: KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

LAZONICK, W. Corporate governance, innovative enterprise, and economic development. UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER). **Research paper**, n. 71. jul. 2006. Disponível em: <<http://www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006-71.pdf>>. Acesso: 01 set. 2013.

LESSA, Carlos. **15 anos de política econômica**. Campinas: Brasiliense, 1982.

LI, Kunwang; JIANG, Wei. China's foreign trade: Reform, performance and contribution to economic growth. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018. p. 575-594.

LIMA, Uallace Moreira. O debate sobre o processo de desenvolvimento econômico da Coréia do Sul: uma linha alternativa de interpretação. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 3, p. 585-631, 2017.

LIMA, Uallace Moreira. **Um estudo sobre o comércio exterior de bens de capital e algumas de suas relações com o desenvolvimento do ramo industrial no Brasil (1974-1989)**.

Dissertação (Mestrado em Economia). 2009. 250 f. UNICAMP, Instituto de Economia -IE, Campinas, 2009.

LIN, Justin Yifu; SHEN, Zhongkai. Reform and development strategy. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 117-134.

LINS, Maria Antonieta Del Tedesco. **A influência do crédito do sistema financeiro sobre a evolução da economia: Brasil, anos oitenta**.1995. 116 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 1995.

LUFT, Alison; ZILLI, Julcemar Bruno. Concentração de mercado: uma análise para a oferta de crédito pelo setor bancário brasileiro. **Teoria e Evidência Econômica**, Passo Fundo, n. 41, p. 150-172, 2013.

MA, Guonan; ROBERTS, Ivan; KELLY, Gerard. China's economic rebalancing: drivers, outlook and the role of reform. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 187-213.

MADDISON, A. Chinese economic performance in the long run. **OECD**, Paris, v. 2, 2007.

MARTIN, Michael F. China's banking system: issues for congress. **Congressional Research Service**, 2012. Disponível em: <<https://fas.org/sgp/crs/row/R42380.pdf>> Acesso em: dez. 2019.

MARTINS, Montani N. **Bancos de desenvolvimento e a funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico: uma avaliação do caso brasileiro entre 2000 e 2011**.Dissertação (Mestrado em Economia). UFRJ, Rio de Janeiro, 2012.

MARX, Karl. **CAPITAL: A critique of political economy: The process of capitalist production as a whole**. Chicago: Charles H. Kerr & Company, 1909. v.3

MCKINNON, R. **Money and capital in economic development**. Washington: Brookings Institution, 1973.

MEDEIROS, Carlos A. China: entre os séculos XX e XXI. In FIORI, Jose Luís. **Estados moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis – RJ: Editora Vozes, 2012. v.4 p. 379-412.

MEDEIROS, Carlos A. SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. *In*: FIORI, José Luís. **Estados moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis – RJ: Editora Vozes, 2012. v. 4, p. 119-151

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. *In*: CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 335-390.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New York: McGraw-Hill Books, 2008.

MO, Y. K. A review of recent banking reforms in China. **IMF Article IV Consultation**, 1999. Disponível em: < <https://www.bis.org/publ/plcy07d.pdf>>. Acesso em: nov. 2019.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. Corporate income taxes and the cost of capital: A Correction. **American Economic Review**, v.53, n.3, p.433-443, 1963.

_____. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p.261-297, 1958.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. A questão da austeridade na política econômica. *In*: Belluzzo, L.G.; Bastos, P.P.Z. (org.). **Austeridade para quem?** Balanço e Perspectivas do Governo Dilma Rousseff. São Paulo: Editora Carta Maior, 2015. p. 83-88.

MORAIS, Isabela Nogueira. **Desenvolvimento econômico, distribuição de renda e pobreza na China contemporânea**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2011.

_____. Políticas de fomento à ascensão da China nas cadeias de valor globais. *In*: CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015.p. 45-79.

NBS. *National Bureau of Statistics of China*. **China Statistical Yearbook 1999**. Beijing: China Statistical Press, 1999. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/ENGLISH/Statisticaldata/AnnualData/> >. Acesso em: nov. 2019.

_____. *National Bureau of Statistics of China*. **China Statistical Yearbook 2007**. Beijing: China Statistical Press, 2007. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/ENGLISH/Statisticaldata/AnnualData/> >. Acesso em: nov. 2019.

_____. *National Bureau of Statistics of China*. **China Statistical Yearbook 2012**. Beijing: China Statistical Press, 2012. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/ENGLISH/Statisticaldata/AnnualData/> >. Acesso em: nov. 2019.

NPC. **National People's Congress. Standing Committee**, Decision on the review the "People's Republic of China Commercial Bank Act", [in Chinese]. Beijing: NPC of the People's Republic of China. Disponível em: <<http://www.12371.cn/2020/06/15/ARTI1592150406133895.shtml>>. Acesso em: jun. 2020.

OEA. **The Observatory of Economic Complexity**. Disponível em: <www.atlas.media.mit.edu>. Acesso em: dez. 2019.

OLIVEIRA, Carlos Tavares. **CHINA: Superpotência do século XXI**. 2.ed. São Paulo: Foglio, 1993.

_____. **O despertar da China: a abertura para a economia de mercado**. São Paulo: Aduaneiras, 1990.

OLIVEIRA, Hélio; CASTRO, Portocarrero de. **As Causas econômicas da concentração bancária**. Rio de Janeiro: FIPE/USP, 1981.

OREIRO, José Luís da Costa. **Macroeconomia do desenvolvimento: uma perspectiva keynesiana**. Rio de Janeiro: LTC, 2016.

PARETO, Vilfredo. **Manual de economia política**. São Paulo: Nova Cultura, 1996.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Tamanho, dimensão e concentração do sistema bancário no contexto de alta e baixa inflação no Brasil! **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 8, n. 1, p. 87-116, 1998.

PEGETTI, Ana Lúcia. Estrutura de capital: uma revisão da teoria moderna de Modigliani e Miller. **Revista Revela**, São Paulo, ano 6, n. 13, 2012.

POLANY, Karl. **A grande transformação: as origens de nossa época**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

POLARI, Rômulo Soares. A concepção keynesiana das crises econômicas e suas críticas com base em Marx. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 4, n. 2, 1984.

POCHMANN, Marcio. Impasse entre mobilidade e polarização recentes no capitalismo. *In*: BELLUZZO, L.G.; BASTOS, P.P.Z. (org.). **Austeridade para quem? Balanço e Perspectivas do Governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Editora Carta Maior, 2017. p. 165-170.

PINTO, Eduardo Costa; *et al.* Um critério de demarcação entre a economia neoclássica e a heterodoxia: uma análise a partir da instabilidade estrutural. **Revista Economia da ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia**, São Paulo, 2008.

PISTOR, Katharina. Banking reform in the Chinese mirror. New York: **Columbia University School of Law and Economics Working Paper**, n. 354, 2009.

POSSAS, Mario Luiz; BALTAR, Paulo E. A. Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki. **Revista Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 11, n.1, 1981.

QIAN, Yingyi. The process of China's market transition (1978-98): The Evolutionary, Historical, and Comparative Perspectives. **Journal of Institutional and Theoretical Economics symposium**, Stanford, Stanford University, 1999.

QIAN, Y; WU, J. **China's transition to a market economy: how far across the river?** n. 69, 2000. Disponível em: <<https://kingcenter.stanford.edu/sites/default/files/publications/69wp.pdf>> Acesso em: fev. 2020.

REGO, Jose Márcio; MARQUES, Rosa Maria. **Economia brasileira**. 6.ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2018.

RESENDE, André de Lara. A crise da macroeconomia. **Valor Econômico**, São Paulo, 2019. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/cultura/6149939/andre-lara-resende-escreve-sobre-crise-da-macroeconomia>>. Acesso em: jul. 2019.

ROCHA, Fernando A. Sampaio. Evolução da concentração bancária no Brasil (1994-2010). **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, Brasília, n. 11, p. 1 – 40, 2001.

SALAMA, Pierre. Chine - Brésil: je t'aime, moi non plus. **Novos Cadernos NAEA**, Paris, v. 19, n. 1, 2016.

SERRA, José. Ciclo e mudanças estruturais na economia Brasileira do pós-guerra. **Revista Economia Política**, Campinas, v. 2, 1982.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SHAW, E. S. (1973) **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University, 1973.

SHIRK, Susan L. **The political logic economic reform in china**. Berkeley: University of California Press, 1993.

SOCHACZEWSKI, Antônio Claudio. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil 1952 – 1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

SOUZA, Renildo. **Estado e capital na China**. Salvador: EDUFBA, 2018.

STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em queda livre: os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial**. São Paulo : Companhia das Letras, 2010.

_____. **A globalização e seus malefícios: a promessa não-cumprida de benefícios globais**. São Paulo: Editora Futura, 2002.

_____. “The Role of the State in Financial Markets”. **Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics**. Washington: World Bank, 1993.

STUDWELL, Joel. **How Asia: Works success and failure in the world’s most dynamic region**. New York: Grove Press, 2013.

SUZIGAN, Wilson. **Indústria brasileira: Origem e desenvolvimento**. São Paulo: Editora Hucitec, 2000.

SYVRUD, Donald. Estrutura e política de juros no Brasil - 1960/70. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 26, 1972.

TARIFA, Marcelo Resquetti; RIPPEL, Ricardo. Planejamento e desenvolvimento brasileiro: análise histórica sob a perspectiva tributária inserida nos Planos Nacionais de Desenvolvimento (PNDs I e II). **Revista FAE**, Curitiba, n. 2, v. 19, 2016.

TAVARES, Maria da Conceição. **Acumulação de capital e industrialização no Brasil** Campinas: UNICAMP, Instituto de Economia - IE, 1998.

_____. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas: UNICAMP, Instituto de Economia - IE, 1998.

TAVARES, Martus A. R.; CARVALHEIRO, Nelson. **O setor bancário brasileiro: alguns aspectos do crescimento e da concentração.** São Paulo: Editora IBMEC, 1985.

TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L. G. M. A mundialização do capital e o poder americano. *In: FIORI, J.L. O poder americano.* Rio de Janeiro: Editora Vozes, 2005. p. 111-138.

TEIXEIRA, Bruno Ricardo; PRADO Mateus Ferraz; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Um estudo da teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais. **FACEF Pesquisa**, Franca, v.14, n.1, p. 67-79, 2011.

THALER, Richard H. Mental Accounting and Consumer Choice. **Inform: Marketing Science**, v. 4, n. 3, p. 199-214, 1985.

USAL, Universidade de Salamanca. Salamanca: **Historia d USAL**. 2019. Disponível em: <<https://www.usal.es/historia>>. Acesso em: nov. 2019.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: uma abordagem moderna.** 6.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

WORLD BANK. **The East Asian miracle: economic growth and public policy.** New York: Oxford University Press, 1993.p. 1-34.

_____. **World Bank Open data.** Disponível em: <<https://data.worldbank.org/>>. Acesso em: jan. 2020.

YANG, Dennis Tao; ZHANG, Junsen; ZHOU, Shaojie. Why Are Saving Rates So High in China? *In: FAN, Joseph PH; MORCK, Randall. Capitalizing China.* Chicago: National Bureau of Economic, 2013. p. 249 – 278.

YAO, Yang. The political economy causes of China's economic success. *In: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). China's 40 years of reform and development: 1978-2018.* Acton: ANU Press, 2018.p. 75-92.

YU, Yongding. The reform of China's exchange rate regime. *In: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). China's 40 years of reform and development: 1978-2018.* Acton: ANU Press, 2018.p. 313-328.

ZYSMAN, Jonh. **Governments, Markets and Growth.** London: Cornell University Press, 1983.