

# O ESTADO, O MERCADO E AS FINANÇAS: o papel do sistema financeiro nacional no desenvolvimento chinês (1978-2014)

Tom Claudino dos Santos<sup>1</sup>

## RESUMO

O presente trabalho se propõe a demonstrar como o sistema financeiro nacional foi usado como uma ferramenta na estratégia de desenvolvimento da China, no período compreendido entre 1978 e 2014. Inicialmente realizou-se uma sucinta revisão teórica relativa as funções de um sistema financeiro na economia, destacando-se o papel que a geração endógena de crédito têm em promover o desenvolvimento. Segue-se uma breve reconstituição histórica das reformas realizadas no sistema financeiro chinês no período de 1978 a 2014. A partir da delimitação destes contornos gerais, investigou-se a utilização do sistema financeiro chinês como ferramenta do Estado para sua estratégia de desenvolvimento, notadamente por meio de direcionamento de crédito a setores específicos através do setor bancário. Argumenta-se que a presença do Estado no sistema financeiro garantiu uma transição econômica estável que permitiu ao país desfrutar de estabilidade política e prosperidade econômica. Por fim, apresentou-se uma breve discussão acerca dos possíveis riscos no sistema financeiro chinês e sua relação com a economia real.

**Palavras-chave:** Sistema Financeiro Chinês. Economia Chinesa. Desenvolvimento.

## ABSTRACT

*The following paper aims to answer how the national financial system was used as a tool in China's development strategy between 1978 and 2014. Initially, a brief theoretical review is carried out regarding the functions of a financial system in an economy. The perspective of the role of endogenous credit for development is highlighted. Following, a brief historical reconstitution of the reforms in the Chinese financial system is made, encompassing the period from 1978 until 2014. From the delineation of these general outlines, it is investigated how the state used the financial system as a tool of its development strategy, notably directing credit to specific sectors through the banking sector. It is argued that the State's presence in the financial system ensured a stable economic transition that enabled the country to enjoy relative political stability. Finally, a brief discussion about the possible risks in the Chinese financial system and how these can affect the real economy is held.*

**Key-words:** Chinese Financial System. Chinese Economy. Development.

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos trinta anos o desenvolvimento da economia chinesa foi estrondoso. O Produto Interno Bruto (PIB)<sup>2</sup> do país cresceu em média 9,9% ao ano neste período, ao mesmo tempo em que o país se tornou a segunda maior economia do mundo e 660 milhões de seus habitantes deixaram a

---

<sup>1</sup> Graduado em Relações Internacionais pela Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI e aluno do programa de pós-

<sup>2</sup> Este termo representa a soma, em valores monetários, de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região, durante um período determinado. Usamos o PIB sabendo das limitações do indicador, no sentido de não representar os resultados do uso dos recursos gerados. No entanto, ainda sim é uma boa medida comparativa para compreender a China, onde o crescimento elevado do PIB veio acompanhado de políticas pragmáticas nas áreas de infraestrutura, saúde, educação e tecnologia, tendo se mantido estável mesmo frente a severos abalos como a crise asiática de 1997 e a crise do *subprime* de 2008.

condição de pobreza extrema (BANCO MUNDIAL, 2013; CEVIK & CORREA-CARO, 2015). Desde que iniciou seu processo de abertura econômica, no fim da década de 1970, sob a liderança de Deng Xiao Ping, o país desafiou aquilo que habitualmente os manuais de economia identificam como uma economia de mercado saudável, ou seja, constituída por um mercado livre da influência estatal, direitos de propriedade claramente definidos, setores financeiros liberalizados e política monetária independente (HUANG et al., 2010, p.3).

Neste sentido, o sistema financeiro foi um dos setores onde o Estado manteve maior presença e onde as reformas pró-mercado ocorreram de maneira mais lenta. Apesar do sistema financeiro chinês não configurar dentre aqueles com maior nível de liberalização, este ainda assim atendeu relativamente bem às demandas postas pelo desenvolvimento do país nos últimos 30 anos, tendo atuado de forma estabilizadora na transição de uma economia planejada para um “socialismo de mercado” e protegido o país de crises financeiras (GRUIN, 2014). Entretanto, muitos autores utilizados na pesquisa, como Damas (2014), Naughton (2007), Walter e Howie (2012) e Sanderson e Forsythe (2013), pontuam que a intervenção do Estado na economia causa uma série de distorções que ameaçam o futuro do desenvolvimento chinês por atuarem como “freio” à alocação eficiente de capital para atividades produtivas, dando continuidade à cultura de influência política nas decisões de crédito e impedindo que o país avance rumo a uma economia mais equilibrada.

Neste contexto, ressalta-se a pertinência do tema dada a lacuna de estudos que se dedicam à interpretar a função do sistema financeiro para além do aspecto econômico e pela própria dificuldade de analisar um sistema opaco que evolui rapidamente em termos de regulação e estrutura (ELLIOTT & YAN, 2013). A maioria dos estudos que a pesquisa teve acesso busca identificar suas imperfeições e anomalias, comparando-o a mercados ocidentais, sem no entanto considerar o papel que o mesmo tem desempenhado enquanto importante ferramenta para a estratégia de crescimento chinesa e para estabilidade do Partido (GRUIN, 2014). Neste sentido, busca-se compreender como o sistema financeiro se relaciona com outros aspectos da economia chinesa, além da sua importância para a manutenção da estabilidade política e social.

Em vista das diferentes interpretações que emergem na literatura, este trabalho se propõe a apresentar um estudo introdutório acerca do papel desempenhado pelo sistema financeiro nacional no processo de desenvolvimento econômico chinês, desde a abertura econômica realizada no governo de Deng Xiaoping, em 1978, até 2014. Para tanto, faz-se necessário, antes de tudo, expor brevemente as principais funções do sistema financeiro na economia. Na sequência, é exposta uma breve contextualização da dinâmica de desenvolvimento do sistema financeiro chinês, em que serão apresentadas as principais mudanças ocorridas entre os anos de 1978 e 2014. Na segunda parte desta sessão, argumentar-se como o Estado utilizou o sistema financeiro como ferramenta para o desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, foi capaz de salvaguardar a sua autonomia sobre

a elaboração de políticas econômicas durante o referido período. Por fim, são expostas as tendências que marcam os novos rumos do desenvolvimento do país e como o sistema financeiro atua dentro do contexto de “novo normal” da economia chinesa.

## **2 O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO PARA A DINÂMICA DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: uma discussão teórica**

A análise do sistema financeiro chinês requer, primeiramente, a conceituação de sistema financeiro e a compreensão do papel deste na economia de um país. Para tanto, pretende-se elencar as principais funções de um sistema financeiro, a sua constituição básica (mercado bancário e mercado de capitais) e a correlação entre finanças e desenvolvimento, destacando a perspectiva que identifica a criação de crédito como instrumento essencial para o desenvolvimento econômico<sup>3</sup>.

O sistema financeiro é composto por um conjunto de instituições financeiras que, com a utilização dos instrumentos financeiros, operacionaliza as atividades desse sistema, transferindo os recursos dos chamados agentes econômicos superavitários - aplicadores ou poupadores; pessoas, empresas, governo - para os agentes econômicos deficitários - aqueles que necessitam de recursos por uma razão qualquer -; ou seja, o papel das finanças é, essencialmente, o da transferência de recursos para investidores capazes de usar os excedentes poupados com maior produtividade<sup>4</sup> (WOLF, 2007; PINHEIRO, 2012). De uma maneira mais direta, Mishkin (2006, p.8) define o sistema financeiro como o “cérebro da economia”; é essencialmente um mecanismo de alocação de capital para os “setores que mais merecem ser financiados”.

Embora exista certa homogeneidade na literatura consultada sobre o papel de um sistema financeiro na economia nacional, há um intenso debate acerca da correlação entre sistemas financeiros e desenvolvimento. Neste sentido, inicia-se a análise do sistema financeiro chinês com obras clássicas como a de Joseph Schumpeter e John Maynard Keynes já que ambos os economistas mencionam a importância de um mecanismo de crédito que viabilize investimentos. Em a *Teoria do*

---

<sup>3</sup> Neste sentido, é importante ressaltar que adotamos o conceito de desenvolvimento cunhado por Luiz Carlos Bresser Pereira (1968, p.16), segundo o qual “O desenvolvimento é um processo de transformação econômica, política e social, através da qual o crescimento do padrão de vida da população tende a tornar-se automático e autônomo. Trata-se de um processo social global, em que as estruturas econômicas, políticas e sociais de um país sofrem contínuas e profundas transformações.” A definição de Bresser Pereira parece adequada por não ater-se a um economicismo<sup>3</sup>, ao mesmo tempo em que reconhece que “[...] a regra geral é que o desenvolvimento tenha como aspecto dominante de seu processo a transformação econômica e como resultado por excelência o crescimento do padrão de vida da população” (op.cit. 1968, p.16). Em suma, sua força deriva da capacidade de considerar o desenvolvimento não como mero crescimento do PIB ou da renda *per capita*, mas como um processo multidimensional de mudanças das estruturas produtivas da sociedade que refletem em melhorias na qualidade de vida da população como um todo.

<sup>4</sup> Todas essas funções se desenvolvem basicamente nos dois mercados que constituem o sistema financeiro tradicional: o mercado bancário e o mercado de capitais. O mercado bancário é aquele em que os bancos intermediam os depósitos e então concedem empréstimos. Já no mercado de capitais, as transações são realizadas diretamente entre os agentes econômicos através da emissão de títulos de propriedade (ações) ou títulos da dívida (*bonds*) (CARVALHO, 2013).

*Desenvolvimento Econômico*, Joseph Schumpeter atesta que “[...] o desenvolvimento é impossível sem o crédito” (1982, p.74). Para o autor, a função do crédito é a de “[...] habilitar o empresário a retirar de seus empregos anteriores os bens de produção de que precisa, ativando uma demanda por eles, e com isso forçar o sistema econômico para dentro de novos canais” (id. p.74). Assim, um sistema financeiro eficiente é um pré-requisito para o desenvolvimento econômico pois este promove a alocação do capital para usos mais produtivos - no caso, para que empresários possam introduzir inovações na economia.

De maneira semelhante a Schumpeter, Keynes (1988), em *A Teoria Geral*, enfatiza o papel do sistema financeiro na economia. Em uma economia empresarial o investimento não depende da poupança prévia, mas da disponibilidade de financiamento (crédito bancário), aliado a expectativas positivas por parte dos empresários em relação aos investimentos. Logo, o papel dos bancos é antecipar o poder de compra dos investidores (*finance*) que, ao disponibilizarem o crédito para investimento, elevam a renda e, via efeito multiplicador, aumentam a poupança agregada na quantia igual ao investimento realizado. No entanto, graças a incertezas existentes no mercado, é necessário que haja uma compatibilização dos fluxos de pagamentos de suas obrigações passivas com o fluxo de renda a ser recebido pelo emprego produtivo de seus ativos através do mercado de capitais (*funding*). Assim, segundo o autor, além de incentivar o investimento produtivo, um sistema financeiro funcional também tem o papel fundamental de garantir a liquidez na economia<sup>5</sup> (CARVALHO, 2013; PAULA, 2013; MARTINI, 2014).

Apesar de diferenças pontuais<sup>6</sup>, ambos Schumpeter e Keynes concordam em relação à premissa de que o crédito é essencial à economia e impulsionar a atividade econômica. O circuito de criação de crédito endógeno começa quando o sistema bancário fornece crédito para que empresas invistam na economia. Com a ajuda do Banco Central, bancos comerciais são capazes de gerar crédito mesmo sem que o número de depósitos tenha aumentado, crescendo, assim, a riqueza monetária. Este crédito recém instituído leva a investimentos adicionais, que, por sua vez, criam demanda no mercado de bens, capacidade adicional de investimento, produção, emprego e poupança (HERR, 2009).

Neste contexto, adota-se a hipótese de Herr (2009) de que, graças a um processo de criação de crédito interno nos moldes do modelo keynesiano-schumpeteriano, a China foi capaz de garantir uma alta taxa de investimento (formação bruta de capital fixo – FBCF) que financiou o crescimento

<sup>5</sup> Liquidez pode ser definida quando um bem pode ser vendido ou oferecido como colateral com facilidade e sem perda significativa de valor. Para maior esclarecimento do conceito de liquidez segundo Keynes, ver Carvalho (2009).

<sup>6</sup> Keynes difere de Schumpeter ao reconhecer o aspecto paradoxal do sistema financeiro, pois, na medida em que a liquidez permite que os investidores vendam seus investimentos a qualquer momento, o “valor de mercado” passa a ser influenciado por uma psicologia de massa – o “instinto de manada” – que impossibilita que esses investimentos sejam sempre precificados com base no preço real dos ativos. É importante sublinhar que Keynes rejeitava a ideia de que o mecanismo de preço seria capaz de exercer eficientemente a sua função informacional, no entanto, não negava a eficiência dos mecanismos de mercado.

da sua economia. Aliado a isto, o controle de capitais, o intenso fluxo de Investimentos Direitos Estrangeiros (IDE), o acúmulo de reservas internacionais e a estabilidade da taxa de câmbio foram aspectos chave que permitiram que à China manter o controle efetivo sobre o mercado financeiro nacional e, conseqüentemente, a sua estabilidade macroeconômica. Na próxima sessão, analisa-se detalhadamente como se desenvolveu o sistema financeiro chinês desde o início das reformas econômicas, em 1978, e quais aspectos permitiram que a China mantivesse a sua capacidade de definir os rumos das suas finanças de maneira autônoma e independente.

### **3 O SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS E SUA TRANSFORMAÇÃO PÓS-1978**

Esta seção elenca as principais transformações no sistema financeiro chinês, em termos estruturais, no período entre 1978 e 2014. Nota-se que estas têm ocorrido de maneira gradual, assim como em outras áreas de economia, mas com menor velocidade do que nas áreas do comércio e da indústria, que foram inseridas mais prontamente na dinâmica da globalização. Durante o período em estudo, a China se tornou um dos centros dinâmicos do capitalismo mundial, mas manteve um sistema bancário fortemente dominado pelo Estado, com controles sobre o fluxo de capitais financeiros, exigências de reservas obrigatórias elevadas, centralização da administração do câmbio e influência do governo na alocação de crédito. Portanto, é relevante pontuar que os aspectos ressaltados devem ser compreendidos não como políticas isoladas, mas como um conjunto de fatores que se inter-relacionam com a economia real e contribuíram para que a China mantivesse uma taxa de crescimento elevada durante as últimas décadas.

As transformações em questão podem ser observadas a partir de dezembro de 1978, quando, no Terceiro Plenário do 11º Congresso do Partido Comunista Chinês (PCC), Deng Xiaoping pronunciou que o dever do PCC deveria ser o de promover o desenvolvimento econômico ao invés de se concentrar na luta de classes<sup>7</sup>. Deng percebeu que a melhor maneira do Partido garantir poder e legitimidade não seria através da ideologia, mas através da maior e melhor oferta de bens e serviços para elevar o nível de vida da população. Para isto, a abertura econômica e um sistema financeiro eficaz eram indispensáveis. (HESS, 2014; LEONARD, 2008). Entretanto, segundo Medeiros (2008, p.46), é relevante pontuar que “[...] a construção da estratégia de abertura econômica chinesa jamais deixou de ser uma estratégia de manutenção do monopólio do poder

---

<sup>7</sup> No IV Congresso Popular, em 1975, Deng e Zhou Enlai anunciam as Quatro Modernizações, mas somente após a morte de Mao em 1976 e com a derrota da “Gangue dos 4”, Deng assumiu plenamente o poder na China em 1978 e implementou o programa de reformas e, simultaneamente, buscou reconstruir o PCC da anarquia gerada pela Revolução Cultural. Este período pode ser considerado como de ruptura com a tradição maoísta e o início de uma nova era da política e da economia chinesas.

político do PCC”, ou seja, a abertura econômica não implicava uma abertura política, nem uma diminuição repentina do papel do Estado na economia.

A partir de 1978, com o início das reformas, o desenvolvimento do sistema financeiro chinês pode ser dividido em três fases: a primeira, de 1978 a 1990, a segunda, de 1990 à 2000, e a terceira fase, de 2001 até o presente momento<sup>8</sup> (DAMAS, 2014). A primeira fase de reformas financeiras foi marcada por uma intensa necessidade de intermediários financeiros para uma economia que se modernizava rapidamente como reflexo de mudanças estruturais que ocorriam no campo.<sup>9</sup> Concomitantemente, o sistema de preços foi gradualmente afrouxado através de um mecanismo conhecido como “*dual-track pricing*”, pelo qual determinados produtos tinham seus preços definidos pelo Estado e outros pelo mercado (LEONARD, 2008; FAIRBANK & GOLDMAN, 2008; MEDEIROS, 2008). Com o intuito de modernizar a economia e atender à crescente demanda gerada pelas mudanças, no fim de 1979 o *People's Bank of China* (PBOC) se separou do Ministério das Finanças e passou a exercer apenas funções típicas de um Banco Central<sup>10</sup>, enquanto 4 outros quatro bancos estatais foram criados, também conhecido como *Big Four*, ou “campeões nacionais” das finanças, os quais assumiram funções comerciais.<sup>11</sup>

Além da criação dos quatro bancos estatais, o sistema financeiro se caracterizou pela expansão de outros tipos de intermediários financeiros neste período. Bancos regionais foram formados nas Zonas Econômicas Especiais,<sup>12</sup> Cooperativas de Crédito se multiplicaram nas zonas rurais e Corporações de Investimento e de *Trusts* (*Trust and Investment Companies* – TICs) surgiram por todo país (ALLEN et al., 2009). As TICs, por sua vez, desempenharam importante papel de experimentação, pois foram as primeiras instituições financeiras a serem autorizadas a captar recursos fora do país através da emissão de bônus. Além disso, a partir de 1987, os *Joint Stock Commercial Banks* (JSCB), bancos cuja propriedade se divide entre vários acionistas privados

<sup>8</sup> Esta divisão realizada por Damas (2014) é utilizada para dividir as fases do sistema bancário, e não do sistema financeiro como um todo. Existem autores, como Hess (2014), que trabalham esta divisão de 1978 a 1990, 1990 a 2005, e de 2005 até o presente. No entanto, me parece que a divisão de Damas considera mais mudanças num sentido amplo, embarcando os principais acontecimentos de maneira fluida, por isto adotou-se esta divisão.

<sup>9</sup> Ver Medeiros (2008).

<sup>10</sup> Antes do início das reformas de 1978 havia basicamente um único banco na China, o Banco do Povo da China (*People's Bank Of China* – PBOC), criado em 1948, que desempenhava funções de Banco Central, banco comercial, tesouro do governo e controlava aproximadamente 93% dos ativos financeiros de então.

<sup>11</sup> Ao Banco da China (*Bank of China* – BOC), foi conferida a função de especialista em transações internacionais de comércio, investimentos e operações cambiais; O Banco de Construção da China (*China Construction Bank* - CCB<sup>11</sup>), foi dado o mandato das operações bancárias de investimento fixo, especialmente manufatura; O Banco de Agricultura da China (*Agriculture Bank of China* – ABC) ficou com a responsabilidade de lidar com operações bancárias em áreas rurais e, por último; o Banco Industrial e Comercial da China (*China Industrial and Commercial Bank of China* – ICBC), fundado em 1984, foram concedidas todas as outras transações comerciais do PBOC. (DAMAS, 2014; ALLEN et al., 2009).

<sup>12</sup> “As Zonas Econômicas Especiais localizam-se nas regiões costeiras próximas a mercados dinâmicos como Japão, Hong Kong e Taiwan. Abertas ao capital estrangeiro e voltadas à produção de bens exportáveis, recebiam benefícios como incentivos fiscais, liberdade cambial, logística portuária, autonomia administrativa e financiamento do Estado” (ARAÚJO; ARAÚJO, 2010)

e estatais, surgiram como uma alternativa ao domínio estatal do setor. Já em 1988, haviam 20 instituições bancárias, 745 companhias de *trust* e investimentos, 34 empresas de seguros, 180 lojas de penhor e inúmeras empresas financeiras espalhadas pelo país (WALTER & HOWIE, 2012). Não obstante o sucesso em estimular o crescimento do país, a rápida modernização do sistema financeiro e da economia intensificou uma série de assimetrias e tensões macroeconômicas no fim da mesma década, que em parte contribuíram para as tensões que culminaram no Massacre da Praça *Tiananmen*, em 1989.

Os acontecimentos da praça celestial causaram uma cisão no Partido. Entre 1989 e 1992, a sua ala conservadora, contrária ao processo de liberalização econômica, retoma força e Deng Xiaoping é forçado a reestruturar sua base de apoio político junto às províncias do sul - Guangzhou, Shenzhen, Zhuhai e Xangai - e também junto ao Exército de Libertação do Povo. A manobra política realizada por Deng permite que políticos liberais, como Jiang Zemin e Zhu Ronji, deem continuidade às reformas e prossigam com a abertura da economia chinesa. Neste momento é cunhado a expressão “economia de mercado socialista”, que passa a ser utilizada amplamente para descrever o modelo econômico chinês (CARVALHO, 2013).

A segunda fase do desenvolvimento do sistema financeiro tem início neste período, com a implementação da Bolsa de Xangai e da Bolsa de Shenzhen em 1990 e 1991, respectivamente<sup>13</sup>. A estratégia chinesa foi de fortalecer o mercado de capitais, ao mesmo tempo em que visava tornar as empresas mais competitivas graças a introdução de investidores internacionais, sem, no entanto, privatizá-las completamente. Foram criados também três bancos de fomento (*policy banks*) com a intenção explícita de retirar dos *Big Four* o fardo de fornecer empréstimos voltados ao desenvolvimento de setores específicos da economia, de modo a forçá-los a assumir uma postura comercial.

No entanto, o fluxo de capitais baratos continuou a fluir para empresas estatais até que em 1997, após o 15º Congresso do Partido, realizado em setembro deste mesmo ano, decidiu-se que o Estado manteria somente suas indústrias-chave em esferas estratégicas<sup>14</sup> e a grande maioria das estatais seria fechada ou reestruturada através do mercado de ações (DAMAS, 2014; NAUGHTON, 2007). De um lado, essa estratégia possibilitou ao Estado manter o controle sobre as esferas essenciais da economia ao mesmo tempo em que aliviava o fardo fiscal e o risco financeiro decorrentes das dívidas das empresas estatais. Do outro, os custos sociais foram extensos. Até então, as empresas estatais empregavam aproximadamente dois terços de toda a força de trabalho

---

<sup>13</sup> As ações de ambas as bolsas foram divididas basicamente em três tipos: I) Ações A (*A shares*), emitidas pelas empresas chinesas e negociáveis somente entre residentes, divididas entre aquelas negociáveis livremente no mercado e aquelas não-negociáveis, na posse do Estado; II) Ações B (*B shares*), de empresas domésticas reservadas aos investidores estrangeiros; e III) Ações H (*H shares*), de empresas listadas na bolsa de Hong Kong (CARVALHO, 2013)

<sup>14</sup> Setores estratégicos eram os de segurança nacional, que provinham serviços e bens públicos, com potencial de crescimento e de alta tecnologia.

urbana e desempenhavam um grande número de funções como fornecer educação, pensões, habitações, cuidados médicos e transporte (FAIRBANK, GOLDMAN, 2008; LEONARD, 2008). Em poucas palavras, desde o período de abertura, o Estado havia estimulado os bancos estatais a continuarem fornecendo crédito às empresas estatais, mesmo com a baixa rentabilidade e alto endividamento, pois as mesmas eram vistas como braços sociais do Estado. Deste modo, preferiu-se esperar duas décadas desde o início da abertura até que as possíveis instabilidades que as demissões em massa poderiam causar fossem finalmente encaradas.

Além das instabilidades sociais, o processo de privatização e fechamento das empresas trouxe à tona uma onda de empréstimos por elas realizados e que se transformaram em *non performing loans* (NPL)<sup>15</sup> no balanço dos bancos estatais (WALTER & HOWIE, 2012). O aumento dos NPL em associação ao receio de que a Crise Asiática de 1997<sup>16</sup> fosse afetar a China fez com que o governo realizasse a Primeira Conferência Nacional de Trabalho Financeiro, neste mesmo ano, com o objetivo de reabilitar os quatro grandes bancos estatais. Para tal, foram adotadas duas estratégias. A primeira consistia na injeção de aproximadamente RMB 270 bilhões (US\$32,5 bilhões de dólares) através da reestruturação dos balanços. Já a segunda estratégia buscou estabelecer *asset managment companies* (AMC), com o objetivo de reciclar os NPL (OKAZAKI, 2007).

Neste sentido, a reestruturação e capitalização dos *Big Four* foram bem sucedidas. Os bancos evoluíram em termos de saúde financeira e o país foi protegido dos efeitos da crise financeira Asiática de 1997. Desde então, os bancos chineses procuram novas formas de melhorar sua governança corporativa e evitar novos episódios, como aqueles do fim dos anos 90 e as suas potenciais consequências socialmente desestabilizadoras.

Um passo importante foi a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), em 2001, a qual permitiu que instituições financeiras internacionais se instalassem no país, facilitando, assim, a entrada e saída de capitais. (ALLEN et al., 2009). A terceira fase, caracterizada por este e outros avanços, ocasionou a diversificação do capital, melhores práticas gerenciais, crescente competição nos diversos setores do sistema financeiro e maior gestão de risco em grande parte das instituições. Após a entrada do país na OMC, por exemplo, os bancos estrangeiros que atuam na China puderam oferecer serviços financeiros em moeda estrangeira para residentes e empresas. Além disso, mudanças na legislação permitiram que investidores internacionais tivessem até 25% da propriedade dos bancos chineses (DAMAS, 2014).

<sup>15</sup> O conceito de *Non Performing Loan* (NPL) habitualmente é considerado o valor total em dívida do crédito que tenha prestações de capital ou juros vencidos por um período igual ou superior a 90 dias. No entanto, na China, uma dívida bancária só é considerada NPL quando o principal não é pago, ainda que o pagamento de juros esteja em atraso.

<sup>16</sup> A Crise Asiática de 1997 foi marcada por um processo de fuga de capitais e deflação de ativos financeiros em países como Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coreia do Sul. A crise foi motivada por uma súbita mudança de expectativas de investidores internacionais, que, graças a mobilidade de capitais instituída, retiraram seus investimentos de curto prazo, evidenciando a fragilidade financeira sobre a qual havia sido construída a estratégia de desenvolvimento destes países.



Em 2003, foi instituída a China Banking Regulatory Commission (CBRC)<sup>17</sup>, com o intuito de monitorar as reformas e incrementar a regulação sobre setor bancário. Neste mesmo ano foram injetados US\$45 bilhões nos bancos estatais para capitalizá-los e seu capital foi aberto a sócios estrangeiros através das bolsas de valores (*Inicial Public Offerings*), forçando-os a seguir regras internacionais de contabilidade e transparência. O China Construction Bank (CCB), o Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) e o Bank of China (BOC), por exemplo, abriram seu capital na Bolsa de Hong Kong, enquanto várias instituições globais realizaram aquisições e fusões com instituições financeiras chinesas (CINTRA, 2009).

Os bancos também desempenharam papel importante no pacote de estímulo lançando como resposta à crise do *subprime* iniciada nos EUA em 2007, o qual consistiu numa injeção de US\$586 bilhões de dólares na economia (aproximadamente RMB 4 trilhões), denominado por Fareed Zakaria (2014, p.1) como “a maior resposta Keynesiana do mundo à crise”. Ao mesmo tempo em que a medida expansionista foi bem sucedida em garantir que a economia continuasse crescendo exponencialmente, ela suscitou medos de um novo episódio de NPLs e de um aumento considerável das atividades conduzidas no setor conhecido como *Shadow banking*<sup>18</sup>, onde são realizadas operações de crédito conduzidas fora do sistema bancário oficial.

Esta sessão procurou elencar as principais mudanças e reformas ocorridas no sistema financeiro desde o início das reformas, em 1978, as quais Walter & Howie (2012, p.22) caracterizaram como “abrangentes, transformacionais e consistentes”. Apesar dos abalos macroeconômicos do fim da década de 1980 e do acúmulo de NPL ao fim dos anos 1990, é importante ressaltar que o sistema financeiro foi bem sucedido em financiar o crescimento econômico do país nas últimas três décadas, o que propiciou à China o seu período de maior crescimento econômico e estabilidade nos últimos 170 anos.

Em resumo, o sistema financeiro chinês persiste dominado pelo setor bancário de propriedade dos diversos níveis da administração estatal (central, provincial ou local). Apesar de assumir crescente importância nos últimos anos, o mercado de *bonds* e o mercado acionário forneceram fundos em 2012, respectivamente, na ordem de RMB 21,3 trilhões e RMB 23 trilhões, comparado a RMB 66,6 trilhões por parte do setor bancário (ELLIOTT & YAN, 2013). Com a entrada na OMC e com o advento das reformas no setor, o sistema financeiro se tornou mais

---

<sup>17</sup> É relevante notar que a CBRC opera sob o mandato do artigo 15 da “*Law on Banking Regulation and Supervision*”, o qual estabelece que a autoridade sobre o órgão é do Conselho de Estado. Na prática, isso implica que mesmo o órgão que foi instituído para estabelecer reformas no sentido de melhores práticas de mercado tem influência direta do Estado (GRUIN, 2014).

<sup>18</sup> Estatísticas divergem sobre tamanho do setor de *Shadow Banking*, com estimativas variando entre RMB 5 trilhões e RMB 45 trilhões, sendo que geralmente uma quantia intermediária é aceita enquanto plausível, na faixa de RMB 25 trilhões (43% do PIB chinês em 2013, enquanto estimativas são que nos EUA tal cifra é 150% do PIB e na Holanda, de 760% do PIB). Pela própria natureza do *shadow banking* estimativas e definições dificilmente são precisas. (ELLIOT, KROEBER, QIAO, 2015)

moderno, competitivo e transparente, mas seu núcleo ainda está sobre a influência do Estado. (CINTRA, 2009; WALTER & HOWIE, 2012).

### 3.1 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O SEU PAPEL ENQUANTO FERRAMENTA DE DESENVOLVIMENTO DO ESTADO

Como visto na sessão anterior, o sistema financeiro chinês evoluiu rapidamente durante as últimas três décadas e, durante este período, a China foi um dentre os poucos países em desenvolvimento que não foi vítima de uma crise financeira. Cabe, portanto, indagar quais os motivos e de que maneira a China foi capaz de manter uma trajetória de crescimento que, apesar de tensões macroeconômicas, se manteve sólida e estável. Para responder a esta pergunta, se assume a hipótese de Aglietta & Bai (2013, p.6) de que na China “[...] o mercado é uma ferramenta, não uma finalidade”. Ou seja, durante os últimos trinta anos as reformas do sistema financeiro chinês não caminharam rumo a um modelo ocidental de livre mercado, mas foram se adaptando conforme mudava a estrutura econômica, política e social do país.

Na China, as reformas obedeceram à premissa de que o mercado não é quem deve definir a dinâmica de desenvolvimento, mas o Estado. Logo, o sistema financeiro não opera somente sob uma lógica de alocação eficiente de capitais, mas, principalmente, como uma ferramenta estratégica a ser utilizada pelo Partido Comunista para garantir a unidade do sistema político. Nesse contexto, o crescimento econômico de trajetória sólida e estável foi concebido como uma pré-condição para estabilidade política no país, e é somente a partir desse entendimento que se pode explicar porque, durante todo esse período, a China conseguiu manter a economia, e, consequentemente, a política sob o seu controle. Segundo Damas (2014, p.188):

A falta de celebridade ou profundidade no processo de reforma do setor bancário chinês é do próprio interesse do Estado, uma vez que o governo não almeja perder o controle sobre suas instituições financeiras, importantes instrumentos de legitimidade do próprio governo e da permanência do Partido Comunista Chinês no poder. Isso guarda grande correspondência com o receio do governo de perder a autonomia quanto às decisões de alocação de crédito, tanto em termos qualitativos ou setoriais quanto de magnitude de sua alocação.

Na prática, a influência do Estado se traduziu numa linha de política econômica que beneficiou setores específicos da economia, em especial das empresas estatais e do setor privado voltado para a exportação, através da atuação do sistema financeiro, que fornecia crédito e canalizava investimentos. Com a administração da taxa de juros e da movimentação de capitais, a manutenção da taxa de câmbio artificialmente baixa para incentivar as exportações e o acúmulo de

reservas internacionais, o país logrou criar uma estratégia bem sucedida de desenvolvimento econômico.

Conforme discutido na primeira sessão, o crédito desempenha uma função essencial em impulsionar a atividade econômica. Na China, existe uma longa tradição de financiar o crescimento econômico através da geração interna de crédito, sendo que somente em 1998 os planos de crédito do governo central foram abolidos. A formação interna de crédito se deu através da alocação da poupança das famílias e empresas para a economia real. Alguns dos fatores que estimularam a alta taxa de poupança, que chegou a 50% da renda disponível entre 2006-2010 (GRUIN, 2014), foram o estrito controle sobre as taxas de depósito e empréstimo, a falta de uma rede de segurança social ampla e efetiva e poucas opções de investimento fora do setor bancário.<sup>19</sup>

Outro ponto essencial para a compreensão do sucesso chinês é o controle de capitais<sup>20</sup>. Na China, o funcionamento dos fluxos de capitais é relativamente simples: todos os tipos de capital são controlados, a não ser pelos Investimentos Direitos Estrangeiros (IDE)<sup>21</sup>. A principal consequência do controle seletivo de capitais da China é que o Estado pode usar os IDE estrategicamente, o que foi particularmente importante para o desenvolvimento econômico: o país utilizou os investimentos como ferramenta para criar um setor exportador internacionalmente competitivo, atrair tecnologia e *know-how*, manter o superávit na balança comercial e acumular uma quantia expressiva de reservas internacionais, ao mesmo tempo em que se blindou frente aos ataques especulativos dos fluxos de capitais internacionais.

Paralelamente, houve grandes esforços por parte das autoridades centrais para tornar as empresas estatais mais competitivas. Como já discutido, as empresas eram vistas como braços do Estado e desempenhavam importante papel social no país. Boa parte do crédito das instituições financeiras era direcionado para estas empresas, sem que, no entanto, a maioria fosse paga. Com intuito de mudar este quadro, as reformas iniciadas em 1997 privatizaram, reestruturaram ou simplesmente fecharam boa parte das empresas que apresentavam pior desempenho e menor relevância em termos estratégicos, instituindo, assim, uma política de “campeãs nacionais”, na qual empresas selecionadas foram reformadas para atender padrões internacionais de competitividade.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> Em 2009, por exemplo, os depósitos de poupança formavam 47% dos ativos e 72% dos passivos dos dezessete maiores bancos comerciais da China (CARVALHO, 2013). Esse grande volume de capital voltou para a economia real na forma de empréstimos, dos quais 85% se direcionavam ao setor produtivo, responsáveis por fomentar o desenvolvimento do setor industrial, de infraestrutura e imobiliário, dentre outros (CINTRA, 2009)

<sup>20</sup> Sobre a distinção entre os tipos de fluxo de capitais, ver Cepal (2002).

<sup>21</sup> Evidentemente existem leis que controlam os IDE na China, no entanto, estas são muito mais favoráveis a entrada de empresas do que somente de capitais, por exemplo. Para um exame das tendências atuais de IDE na China, ver Davies (2013).

<sup>22</sup> Atualmente as empresas estatais ocupam os topos das listas das maiores empresas mundiais, sendo que das 95 empresas chinesas listadas na *Fortune* 500, 80% são estatais (THE ECONOMIST, 2015). A estratégia de reforma das empresas estatais ganhou força após a crise de 2008, quando muitas empresas estatais sofreram perda nos lucros devido a retração da demanda internacional. Novas reestruturações, aliadas a introdução de investidores privados, indicam que

Outro aspecto importante da autonomia do Estado chinês em relação à dinâmica do capital internacional foi o acúmulo de reservas internacionais<sup>23</sup>. Graças ao caráter exportador do setor estatal e, principalmente, do setor privado na China, aliado a entrada de grandes quantidades de IDE e a manutenção de taxas de câmbio artificialmente baixas através da atuação do PBOC, o país obteve saldos positivos tanto na conta corrente quanto na conta capital durante boa parte das últimas três décadas<sup>24</sup>. Isto permitiu que a China acumulasse reservas internacionais na ordem de US\$4 trilhões de dólares. Existem divergências entre economistas em relação ao uso de tais reservas<sup>25</sup>, mas, em via de regra, é aceito que as reservas podem tanto ser utilizadas enquanto ferramentas para manter uma taxa de câmbio estável, cumprir com as obrigações de dívidas internacionais e estabilizar choques na conta corrente e capital (DAMAS, 2014). Esta última função é especialmente importante dado que o país não precisa recorrer a órgãos multilaterais, como o FMI e o Banco Mundial, em caso de uma possível crise financeira, e pode assim manter sua autonomia de política econômica.

Por fim, deve-se pontuar que todos esses aspectos respaldam a asserção de que a China foi capaz de utilizar o sistema financeiro como ferramenta central na sua estratégia de beneficiar setores específicos da sua economia, garantindo, assim, a estabilidade econômica e política almejada pelo governo. Durante o período referido, devido à estreita ligação entre o Partido Comunista, as agências reguladoras e os dirigentes dos bancos estatais, o sistema financeiro chinês operou de acordo com uma lógica que não necessariamente obedecia a alocação de capital para setores onde o retorno sobre o capital investido seria maior, mas para setores que eram entendidos como estratégicos pelo Estado. Apesar dos sucessos de tal estratégia expostos até aqui, notadamente a manutenção da autonomia da política econômica chinesa, é também verdade que muitas assimetrias foram atenuadas devido a alocação ineficiente de capital. Na próxima sessão, analisa-se em que medida estas assimetrias impõe riscos à economia chinesa.

#### 4 ENTRE OPORTUNIDADES E DESAFIOS: para onde caminha o sistema financeiro chinês?

---

o setor de empresas estatais deve se tornar concomitantemente mais competitivo e sólido frente a crescente competição internacional.

<sup>23</sup> Segundo definição da OECD(2005), “Reservas internacionais são ativos disponíveis e controlados pelas autoridades de um país para o financiamento de desequilíbrios de pagamento internacionais, para a regulamentação indireta da magnitude de tais desequilíbrios através da intervenção nos mercados cambiais, para controlar a taxa de câmbio de sua moeda, e para outros fins.”

<sup>24</sup> Saldos positivos na conta corrente e capital tem efeitos inflacionários sobre a oferta doméstica de dinheiro caso o banco central não interfira no sentido de esterilizar os efeitos negativos. O PBOC fez isso de duas maneiras: através da exigência de que bancos estatais mantivessem títulos emitidos pelo banco central, diminuindo assim a oferta de moeda, ao mesmo tempo em que ele impôs maiores níveis de reservas compulsórias.

<sup>25</sup> Existe a ampla concepção de que boa parte dos problemas de *Non Performing Loans* da China poderiam ser resolvidos através de uma injeção de parte das reservas internacionais no balanço dos bancos através de mecanismos como as *Asset Management Companies*. Segundo Damas (2014), esta solução é inviável do ponto de vista contábil, uma vez que as reservas internacionais fazem parte dos ativos do PBOC e sua retirada geraria um “rombo” nas contas.

O vertiginoso crescimento econômico e a ascensão de 660 milhões de cidadãos da condição de extrema pobreza evidenciam que a estratégia de desenvolvimento adotada pela China nas últimas três décadas logrou sucessos notáveis. No entanto, o modelo de crescimento econômico chinês provocou uma série de desequilíbrios internos, os quais são vistos, pela maioria dos analistas, como fatores que ameaçam o futuro do desenvolvimento do país. O sistema financeiro, em especial, é entendido como uma fonte de ameaças que pode causar um choque financeiro dentro de um curto espaço de tempo. Neste sentido, analisa-se os possíveis riscos enfrentados pelo sistema financeiro chinês, como eles se relacionam com a economia real e, neste contexto, tenta-se delinear quais os rumos futuros do mesmo.

Há a aceitação cada vez mais ampla, tanto em círculos acadêmicos quanto políticos e midiáticos, de que a continuidade e a implementação de novas reformas são necessárias para que seja instituído um modelo de desenvolvimento mais equilibrado. Em termos econômicos, a reforma no sistema financeiro é vista como prioridade, dada a sua importância na estratégia de crescimento chinesa. Hersh (2014) faz uma analogia que representa os desafios impostos a classe política atual. Segundo o autor, governar a China é como pilotar um jato comercial enquanto os engenheiros ainda estão fazendo reparos essenciais no motor. Neste caso, o motor é o sistema financeiro, e muito está em risco caso ele não se adapte aos desafios que se apresentam atualmente. De acordo com o relatório sobre a estabilidade financeira de 2014, de autoria do People's Bank of China (2014, p.32)

[...] devemos permanecer conscientes de que o desenvolvimento econômico da China ainda não está em um caminho equilibrado, coordenado e sustentável. A dependência do investimento e do endividamento tornou-se mais forte, e os fatores de crescimento endógeno devem ser reforçados. O problema de excesso de capacidade em alguns setores é grave, complicando a alocação racional dos fatores de produção. A estrutura do financiamento social ainda não é ideal, com a quantidade de financiamento indireto ainda compreendendo uma parte considerável de todos os agregados financeiros. Riscos potenciais na economia real e do setor financeiro merecem atenção, e a tarefa de fazer ajustes estruturais e transformar a padrão de crescimento continua a ser árdua.<sup>26</sup>

Os desafios de curto prazo enfrentados pelo sistema financeiro são basicamente decorrentes do estímulo de crédito lançado como resposta à crise financeira de 2008 e sua interconexão com a economia real. Existe receio de que o pacote de estímulos de RMB 4 trilhões possa dar origem a um

---

<sup>26</sup> (tradução nossa) “[...]we should remain aware that China’s economic development is not yet on a balanced, coordinated and sustainable path. Dependence on investment and borrowing has become stronger, and endogenous growth drivers are to be enhanced. The issue of excess capacity in some industries is severe, complicating the rational allocation of production factors. The social financing structure is still not optimal, with the amount of indirect financing comprising a larger share in all-system financing aggregates. Potential risks in the real economy and financial sector merit attention, and the task of making structural adjustments and transforming the growth pattern remains arduous”

novo acúmulo de NPLs nos bancos devido ao rápido aumento nos níveis de endividamento interno do país. A injeção de crédito na economia fez com que boa parte dos novos investimentos se concentrasse no setor imobiliário, que sofreu uma expansão vertiginosa desde a crise, ou em setores industriais que já se caracterizavam pelo excesso de oferta e/ou que sofriam devido a queda na demanda internacional, como os setores de cimento, o de alumínio, o de construção naval e o de energia solar, aumentando assim o risco de inadimplência.

Consequentemente, muitos analistas versam sobre a possibilidade de uma bolha imobiliária ter sido formada em determinadas cidades no país, dado que os preços dos imóveis cresceram substancialmente mais do que a renda nas cidades. Os investimentos em propriedades, iniciados já na década de 1990, foram acentuados a partir de 2008 e chegaram a representar 23% de todo o investimento em ativos fixos em 2013, ou seja, uma taxa duas vezes maior do que o crescimento do PIB do mesmo ano. Estima-se que na China, devido ao excesso de oferta, uma casa em cada cinco esteja vazia (YODING, 2015).

Apesar de impor sérios desafios a economia, ao analisar-se a estrutura do setor imobiliário, pode-se identificar elementos que indicam que uma súbita queda nos preços não é provável no curto prazo. Segundo Huang e Bosler (2014), a alta nos preços não ocorreu somente por atitudes especulativas, mas também foi motivado por uma demanda real, já que aproximadamente 21 milhões de pessoas migram para áreas urbanas todo ano. Não obstante, o padrão de elevação dos preços chineses não se encaixa com o típico padrão de bolhas como aquelas ocorridas no Japão, nos anos 1990, ou nos EUA, em 2008. Os preços das propriedades na China, apesar de apresentarem tendência a se elevarem, tiveram episódios de queda de até 10% nos últimos anos, sem que isso tivesse gerado um colapso no mercado. Outro fator importante a ser levado em conta é que, na maioria das compras de imóveis, pelo menos 30% do valor deve ser pago de entrada, e o uso de hipotecas é ainda incipiente. Apesar do excesso de investimentos no setor, é necessário lembrar que os fatores de risco são diferentes daqueles que normalmente levam a um súbito pânico no mercado.

Neste contexto, o excesso de investimento no setor imobiliário se enquadra na tendência vivenciada pelo setor corporativo, que apresentava uma dívida igual a 125% do PIB em 2014 – cenário no qual as empresas estatais são as que se encontram na posição de maior *stress* financeiro<sup>27</sup> (DOBBS et. al, 2015). Apesar de a maioria das estatais terem mostrado bons rendimentos e índices de retorno operacional sobre os ativos (ROA) altos no período anterior à crise, muitas encontraram dificuldades devido à baixa demanda internacional após 2008 e assumiram grandes quantias de crédito junto aos bancos estatais. Desde o referido ano até 2012, por exemplo, a proporção entre

---

<sup>27</sup> De acordo com os dados mais recentes sobre a dívida chinesa, o total da mesma equivalia a 282% do PIB chinês em 2014. Desta porcentagem, 38% da dívida é das famílias, 125% do setor corporativo, 65% é de instituições financeiras e 55% do governo. A título de comparação, a dívida estadunidense em 2014 equivalia a 264% do PIB, da qual 77% era das famílias, 67% do setor corporativo, 36% de instituições financeiras e 89% do governo. (DOBBS et al., 2015).

endividamento/lucro das empresas estatais aumentou em 33%. É provável que nos próximos anos muitas delas não consigam honrar o pagamento dos juros ou mesmo que venham a falir, o que novamente aumentaria o número de NPL dos bancos (HUANG & BOSLER, 2014).

A propensão ao alto endividamento também incidiu no âmbito dos governos locais<sup>28</sup>. Com a expansão do crédito, houve um *boom* de investimentos em infraestrutura e no setor imobiliário por parte dos mesmos que, em 2014, acumulavam aproximadamente U\$1,7 trilhões de dólares em dívidas (DOBBS et. Al, 2015). Se somarmos a dívida dos governos locais com a do governo central, ainda obtém-se uma dívida pública de 55% do PIB, sendo que o governo central detém somente 27% da mesma, porcentagem considerada adequada aos padrões internacionais. No entanto, a situação dos governos locais é delicada pela sua exposição a setores de risco e evidencia a necessidade de reformas fiscais que libertem os governos locais da necessidade de levantar fundos junto ao sistema financeiro (HUANG & BOSLER, 2014).

O endividamento do setor imobiliário, das empresas estatais e dos governos locais está intrinsicamente ligado ao setor de *shadow banking*<sup>29</sup>, onde houve a expansão de empréstimos na ordem de 36% ao ano após o estímulo econômico de 2008 (DOBBS et. Al, 2015). De um lado, o setor oferece benefícios às 97% das 42 milhões de pequenas e médias empresas privadas na China que não conseguem acesso a linhas de crédito no setor tradicional e também a pessoas físicas que buscam maior retorno sobre seu capital do que aquele oferecido nos bancos convencionais. Do outro lado, o setor é uma fonte de riscos por dois motivos: I) a avaliação de risco para a concessão de empréstimos não é criteriosa, originando empréstimos de baixa qualidade II) muitos dos produtos financeiros negociados nos *shadow banks* – aceites bancários, *wealth management products*, produtos de *trust*, etc– estão conectados às atividades dos bancos tradicionais, o que sugere uma possibilidade de contágio elevada (HUANG & BOSLER, 2014; ELLIOTT & KROEBER & QIAO, 2015).

Outro setor que refletiu a tendência ao crescimento descontrolado foi o mercado acionário. Em julho de 2015, após altas nos índices das bolsas de Shanghai e Shenzhen que superavam 150% ao ano, houve um repentino “movimento de manada” que provocou uma queda de 31% nos índices no referido mês. Novamente em janeiro de 2016 as bolsas tiveram queda de 7% em um dia, paralisando as atividades durante o resto da sessão. A desvalorização acentuada das bolsas não teve efeitos profundos na dinâmica econômica do país. Na China, 80% dos investidores da bolsa são pessoas físicas, enquanto a maior parte do setor produtivo depende da intermediação financeira de

<sup>28</sup> Este endividamento excessivo se dá devido a um problema fiscal que acompanha o país desde a década de 1990. Em 1994, os governos locais foram proibidos de se endividar diretamente e por isso tiveram de criar empresas financeiras denominadas de *Local Government Financial Vehicles* (LGFVs). As LGFVs recebem injeções de dinheiro ou propriedades dos governos locais, e foram usadas como colaterais para levantar fundos junto ao sistema financeiro, principalmente para contrair empréstimos de curto prazo.

<sup>29</sup> Para um maior aprofundamento sobre o setor de *shadow banking* na China, ler Elliott & Kroeber & Qiao (2015).

bancos e outros instrumentos financeiros de longo prazo. Logo, apesar de a queda no valor das ações ter sido prejudicial aos investidores individuais, não houve contágio para outros setores nem congelamento do financiamento das atividades produtivas do país (ECONOMIST, 2015).

Estes elementos apresentam, no seu conjunto, desafios aos formuladores de política econômica chinesa. No curto prazo, a ocorrência de um choque financeiro causado pela queda dos preços dos imóveis, pela continua queda nos mercados de ações, pela inadimplência do setor industrial ou dos governos locais poderia trazer consequências para diversos setores dada a estreita relação de dependência entre eles. No entanto, diferentemente de outros países que sofreram crises financeiras nos últimos anos, o governo ainda mantém o controle sobre o fluxo de capitais<sup>30</sup>, além de possuir reservas substanciais, o controle sobre as finanças e bons indicadores macroeconômicos. Não obstante, a dívida, ainda que alta, é predominantemente interna, e os bancos comerciais não dependem de recursos internacionais, como nos países afetados pela crise asiática de 1997. Embora improvável, caso realmente haja uma crise financeira e um novo aumento dos NLPs, o governo utilizará suas reservas para limpar os ativos dos bancos e restituir a confiança no sistema, como fez em 1999 com os bancos estatais. Apesar de desfrutar de uma posição em que consiga administrar essas vulnerabilidades no curto prazo, é importante que o sistema financeiro se adapte e, ao mesmo tempo, seja uma das ferramentas que permita o rebalanceamento da economia para que possíveis ajustes não se tornem cada vez mais onerosos (FMI, 2014).

Neste sentido, segundo Elliott & Kroeber & Qiao (2015), o maior risco ao sistema financeiro não é uma crise repentina, como a vista no mercado de ações recentemente, mas a esclerose de suas bases. O ponto central é que se uma quantia cada vez maior de empréstimos seguir direcionada a projetos não produtivos, o crescimento do país continuará a desacelerar e os riscos se acumularão. O grande desafio enfrentado pelo país é o de conseguir superar a vicissitudes do seu sistema financeiro e alocar recursos para fins produtivos, garantindo, assim, que a taxa de investimento continue alta e o ganho de produtividade, constante. Políticas de liberalização financeira, apesar de necessárias, por si só não serão capazes de ajustar as profundas assimetrias criadas. É necessário que o Estado guie este processo e consiga evitar que novas fontes de instabilidade se instaurem no sistema financeiro.

O desafio do Estado será encontrar um balanço entre o aprofundamento das políticas de liberalização financeira, como o afrouxamento do controle sobre a taxa de câmbio e de taxa de juros, relaxamento do sistema de reservas obrigatórias, abertura da conta capital, e estabilidade econômica, política e social. Não faltam exemplos de países com trajetórias de desenvolvimento

---

<sup>30</sup> Em agosto de 2015, o PBOC desvalorizou a paridade do renminbi em 1,9%, o que levou a uma fuga de capitais em quantidades expressivas do país. Em seguida, as autoridades foram obrigadas a intervir pesadamente no mercado cambial para acalmar os mercados. Nota-se, no entanto, que boa parte da fuga de capitais na realidade se deve a empresas chinesas realizando operações de *hedge* em dólares ou mudando seus depósitos para dólar.



promissoras que acabaram atingidos por crises financeiras graças, em grande medida, a processos de liberalização precipitados, e a China sabe plenamente dos riscos envolvidos em tal processo. Logo, pode-se argumentar que as reformas no sentido de maior comercialização do setor financeiro continuarão pragmáticas e experimentais.

Um ponto importante que emerge em meio ao debate sobre reformas é que frequentemente aspectos como a velocidade e a intensidade das mesmas parece ser guiado mais por preceitos ideológicos do que por fatos. A necessidade de rebalanciamento e reformas é real, mas isto não implica que o país deva abdicar do seu projeto de desenvolvimento e implantar recomendações que frequentemente não condizem com a realidade chinesa.<sup>31</sup> A China ainda é um país onde muito há de ser feito antes que ela avance ao status de país de renda *per capita* alta, logo, as reformas têm de ser interpretadas como um processo de décadas, não somente como uma necessidade imediata e urgente.

Outra questão acerca das reformas, e talvez uma das mais importantes, é a internacionalização do renminbi. A inclusão da moeda na cesta de *Special Drawing Rights* do FMI, em dezembro de 2015, sugere que as pressões por um sistema legal transparente e em um sistema financeiro nacional aberto, sólido e que garanta a plena convertibilidade serão cada vez maiores. No entanto, tal processo trás consigo uma série de riscos, notadamente um fluxo maior de capital especulativo e *hot money*, o que deixa o país mais vulnerável a choques e fugas repentinas de capital, como foi o caso no segundo semestre de 2015. Apesar de significativos avanços na internacionalização do renminbi, a plena convertibilidade envolve um processo de liberalização do sistema financeiro nacional que deve ocorrer gradualmente e se consolidar no decorrer das próximas décadas (HUANG & WANG & FAN, 2014)<sup>32</sup>.

A estratégia de maior projeção econômica internacional se evidencia também no compromisso chinês em iniciativas como o Novo Banco de Desenvolvimento (conhecido informalmente como o “Banco dos BRICS”), o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura (BAII)<sup>33</sup> e o Fundo da Rota da Seda (FRS). Dito isso, não seria o renminbi que se adaptaria às dinâmicas internacionais, mas o contrário. As instituições apoiadas por Pequim propõem um novo modelo de ajuda ao desenvolvimento internacional, focado principalmente em projetos de

---

<sup>31</sup> A experiência histórica de países como os EUA e outros do leste asiático – Cingapura, Coréia do Sul, Taiwan – evidenciam que é normal um país de renda média apresentar desequilíbrios nesse estágio do desenvolvimento e que isso não impede a transição para o status de alta renda *per capita*. É importante lembrar que o PIB *per capita* da China ainda é de US\$6,807 dólares, uma fração dos US\$53,042 dos EUA (BANCO MUNDIAL, 2015).

<sup>32</sup> Para maior aprofundamento na questão da internacionalização do renminbi, ler Huang, Wang e Fan (2014).

<sup>33</sup> O Asian Infrastructure Investment Bank existe para financiar as necessidades de infraestrutura na região da Ásia-Pacífico e é diferente do mais recente projeto de desenvolvimento bancário da China, o Novo Banco de Desenvolvimento (Banco dos BRICS). Formado pela China junto ao Brasil, Rússia, Índia e África do Sul, o banco é uma instituição de crédito, que utilizará como moeda base o dólar, que irá investir principalmente nesses cinco mercados, mas também em outros países de interesse para os seus membros.

infraestrutura para países em desenvolvimento, sem que sejam impostas condições similares as do FMI e Banco Mundial. Este aspecto encontra amplo respaldo em países periféricos que, durante décadas, foram constrangidos pelas duras imposições neoliberais do “Consenso de Washington”.

Duas tendências importantes podem ser traçadas neste contexto. Primeiramente, a emergência de tais iniciativas internacionais evidenciam que os investimentos internacionais da China não procuram mais somente garantir acesso a recursos e matérias primas, mas se caracterizam por uma expansão de suas indústrias, principalmente na área de infraestrutura, transporte e energia, setores nos quais a China é internacionalmente competitiva. Em segundo lugar, torna-se paulatinamente mais claro que o país procura aprofundar os laços econômicos e políticos com seus vizinhos asiáticos, afetados por tensões e desencontros diplomáticos na última década. O Banco de Investimento em Infraestrutura Asiático, neste contexto, é uma ferramenta para consolidar os vastos interesses chineses na região e desafiar a atuação do Banco de Asiático de Desenvolvimento (BAD), que atua sob influência japonesa e norte-americana. Ambas as tendências se enquadram num cenário em que a China atua de maneira mais proativa, através das suas finanças, para remodelar a ordem internacional conforme seus interesses.

Por fim, como as evidências indicam, a China manterá as reformas no sentido da internacionalização de sua moeda, da maior participação do capital privado na economia e da comercialização no sistema financeiro, de modo que o sistema financeiro seja capaz de se adaptar as novas dinâmicas que surgem conforme o papel da economia chinesa no mundo se torna cada vez maior. Os riscos acumulados internamente até o presente, apesar de sérios, não são uma ameaça significativa a estabilidade macroeconômica chinesa. A posição de solidez macroeconômica e o caráter gradual das reformas implementadas indicam que a transição para o “novo normal” da economia chinesa deve ser bem sucedido. É fundamental que o sistema financeiro consiga alocar recursos para estimular este processo e que as instituições de regulação e supervisão garantam a estabilidade do processo de abertura, evitando choques e a criação de bolhas financeiras que possam ameaçar a estabilidade política e social do país.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente trabalho buscou compreender qual o papel desempenhado pelo sistema financeiro nacional durante o período entre 1978 e 2014. Sob a ótica do Estado, o mesmo teve um papel fundamental enquanto uma ferramenta utilizada para canalizar poupança e proporcionar taxas de investimentos que permitiram ao país realizar a transição bem sucedida de uma economia socialista para uma onde as forças de mercado desempenham papel de maior relevância. Independentemente do rótulo utilizado para definir a economia chinesa, é notável como as forças do

Estado interagiram com aquelas de mercado para beneficiar um modelo de desenvolvimento específico que logrou transformar o país na segunda maior economia do mundo.

As mudanças ocorridas desde 1978 delegaram um papel de maior importância às forças de mercado, mas sem o desaparecimento do Estado na esfera financeira. Apesar do aprofundamento do mercado de capitais na última década, o sistema financeiro ainda é majoritariamente dominado por bancos, principalmente de propriedade estatal. Durante o período, o Estado mostrou flexibilidade em episódios como o do acúmulo de *non-performing loans*, em que conseguiu recapitalizar os principais bancos sem gerar inflação ou constranger o processo de crescimento econômico. Neste sentido, um dos atributos positivos do sistema financeiro chinês é que desde a abertura, não houve choques significativos ou crises financeiras que abalassem a trajetória do desenvolvimento.

A evolução da economia chinesa, e particularmente do sistema financeiro, provou que modelos universais nem sempre têm de ser adotados. O sistema financeiro chinês, marcado pela predominância dos bancos e pela intensa intervenção estatal no direcionamento do crédito, foi sujeito a muitas críticas por parte de analistas ocidentais. A abordagem chinesa durante os anos de reforma, caracterizada pelo gradualismo, foi criticada por não se adequar às “terapias de choque” sugeridas pelo *mainstream* econômico da época – nomeadamente, o neoliberalismo. Hoje, mesmo diante do sucesso econômico do país, segue, no plano internacional, a mesma retórica de liberalização urgente. É indispensável que o sistema financeiro se modernize e se reestruture para atender as demandas de uma economia que deve se adaptar nos próximos anos, mas é necessário que a pressão por mudanças não acelere o processo de tal forma que as finanças venham a se tornar seio de instabilidade.

Em vista disso, cabe retomar o conceito de desenvolvimento de Luiz Carlos Bresser-Pereira (1968, p.16, grifo nosso), no qual “o desenvolvimento é um processo de transformação econômica, política e social, através da qual o crescimento do padrão de vida da população tende a tornar-se *automático e autônomo*”. Um dos fatores mais importantes para que a China tenha conseguido tirar 660 milhões de seus cidadãos da condição de extrema pobreza foi a manutenção de uma política econômica voltada para manutenção da estabilidade política e social. Garantir que o processo de desenvolvimento econômico se torne automático e autônomo, como na definição de Bresser-Pereira, será o grande desafio da China no futuro que poderá traçar um novo nexo entre as finanças e desenvolvimento.

Vivemos acostumados a ver uma determinada “ordem mundial” como uma realidade objetiva, portanto, inevitável, à qual todos os seus componentes devem se adaptar, que acaba-se subjugando o grande poder transformador do enorme laboratório de experiências que é a China. Assim como o país conseguiu mesclar duas coisas aparentemente antagônicas, como o socialismo e

o capitalismo, talvez novas interpretações acerca do papel do sistema financeiro para o desenvolvimento estejam pouco a pouco sendo delineadas. Paulatinamente, países periféricos podem identificar no caso chinês um modelo a ser seguido nas fases iniciais de desenvolvimento econômico, principalmente no que tange a manutenção de um sistema financeiro que não tem de estar obrigatoriamente em linha com os preceitos de manuais de economia, mas que atenda às demandas particulares do desenvolvimento nacional.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M.; BAI, G. **China's development: capitalism and empire**. London: Routledge, 2013.

ALLEN, F. et al. A review of China's financial system and initiatives for the future. In: BARTH, J.; TATOM, J.; YAGO, G.. **China's emerging financial markets: Challenges and Opportunities**. Singapura: Springer Us, 2009. Cap. 2. p. 3-72

ARAÚJO, E; ARAÚJO, E. **Inserção externa e desenvolvimento econômico: um estudo das experiências brasileira e chinesa no período 1990-2008**. Nupem, Campo Mourão, v. 2, n. 2, p.189-202, jan. 2010.

BANCO MUNDIAL. **China 2030: building a modern, harmonious, and creative society**. Washington DC: The World Bank And The Development Research Center Of The State Council, 2013.

BANCO MUNDIAL. **GDP per capita (current US\$)**. 2015. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>>. Acesso em: 09 jun. 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Desenvolvimento e Crise no Brasil: Entre 1930 e 1967**. Rio de Janeiro, Zahar ,1968.

CARVALHO, F.C. **Financial Development: some conceptual issues**. International Journal of Political Economy, v. 38, p. 5-24, 2009

CARVALHO, M.H. **A economia política do sistema financeiro chinês (1978-2008)**. 2013. 196 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013

CEPAL. **Growth with stability: Financing for development in the new international context**. Santiago: United Nations Publication, 2002

CEVIK, S.; CORREA-CARO, C. **Growing (Un)equal: fiscal policy and income inequality in China and BRIC+**. 2015. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1568.pdf>>. Acesso em: 1 jun. 2015

CINTRA, M. As instituições financeiras de fomento e o desenvolvimento econômico: as experiências dos EUA e da China. In: FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa. **Ensaio sobre Economia Financeira**. Rio de Janeiro: Bndes, 2009. p. 109-151.

DAMAS, R. D. **Economia chinesa**. São Paulo: Saint Paul, 2014.

DAVIES, K. **China Investment Policy: An Update**. [S.I] OCDE Publishing, 2013.

ELLIOTT, D.; KROEBER, A.; QIAO, Y.. **Shadow banking in China: a primer**. [S.I]. The Brookings Institution, 2015. Disponível em: <[http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2015/04/01-shadow-banking-china-primer/shadow\\_banking\\_china\\_elliott\\_kroeber\\_yu.pdf](http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2015/04/01-shadow-banking-china-primer/shadow_banking_china_elliott_kroeber_yu.pdf)>. Acesso em: 12 maio 2015.

ELLIOTT, J.; YAN, K. **The chinese financial system: an introduction and overview**. Washington D.C: John L. Thornton China Center Monograph Series, 2013.

ECONOMIST. **The causes and consequences of China's market crash**. 2015. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/business-and-finance/21662092-china-sneezing-rest-world-rightly-nervous-causes-and-consequences-chinas>>. Acesso em: 27 out. 2015.

DOBBS, R. et al. **Debt and (not much) deleveraging**. Londres: Mckinsey, 2015

FAIRBANK, J.K; GOLDMAN, M. **China: uma nova história**. Porto Alegre: L&PM, 2008.

FMI. **Staff Report 2014: People's Republic of China**. Washington DC: International Monetary Fund Publication Services, 2014.

FORTUNE. **FORTUNE 500**. 2015. Disponível em: <<http://fortune.com/global500/industrial-commercial-bank-of-china-25/>>. Acesso em: 29 abr. 2015.

GRUIN, J. Asset or Liability?: The Role of The Financial System in the Political Economy of China's Rebalancing. In: **Journal Of Current Chinese Affairs**, Hamburg, v. 42, n. 4, p.73-104 2014.

HERSH, A.S. **China's path to financial reform: looking beyond the market**. [S.I] Center For American Progress, 2014.

HERR, Hansjorg. Credit Expansion and development: A Schumpeterian and Keynesian view of the Chinese Miracle. **Intervention: European Journal of Economics and Economic Policies**, Londres, v. 7, n. 1, p.71-89, 2009.

HESS, P. China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State. In: RÖVEKAMP, F; HILPERT, H. **Currency cooperation in East Asia**. Zurich: Springer International Publishing Switzerland, 2014. Cap. 2. p. 21-41.

HUANG, Y. et al. **Financial reform in China: progresses and challenges**. Beijing: China Macroeconomic Research Center, 2010.

HUANG, Y.; BOSLER, C. **China's Debt Dilemma: Deleveraging While Generating Growth**. [S.I] Carnegie Endowment for International Peace, 2014. Disponível em: <<http://carnegieendowment.org/2014/09/18/china-s-debt-dilemma-deleveraging-while-generating-growth>>. Acesso em: 07 nov. 2014.

HUANG. Y.; WANG, D.; FAN, G. **Paths to a reserve currency: internationalization of the Renminbi and Its Implications**. ADBI Working Paper 482. 2014 .Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2014.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo, SP: Abril Cultural, 1988

LEONARD, M. **O que a China pensa?** O despertar chinês está moldando a nova ordem mundial. São Paulo: Larousse do Brasil, 2008.

MARTINI, R. A. Financiamento do investimento e o papel dos bancos de desenvolvimento na perspectiva pós-keynesiana: uma resenha bibliográfica. **Revista do Bndes**, Brasília, v. 41, p.289-330, jun. 2014.

MEDEIROS, C.A. **A Economia Política da Transição na China e o Colapso da União Soviética**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2008. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/datacenter/ie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto0605.pdf>> . Acesso em: 9 jun. 2015.

MISHKIN, F. S.. **The next great globalization**: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich. Princeton: Princeton University Press, 2006.

MORRISON, W.M.. **China's economic rise**: history, trends, challenges, and implications for the United States. Washington: Congressional Research Service, 2014

NAUGHTON, B. **The chinese economy**: transitions and growth. Londres: The Mit Press, 2007.

OECD. **INTERNATIONAL RESERVE ASSETS**. 2005. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2319>>. Acesso em: 19 maio 2015.

OKAZAKI, K. **Banking system reform in china**: the challenges of moving toward a market-oriented economy. Santa Monica: Rand Corporation, 2007.

PAULA, L. F. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estud. Econ.**, São Paulo , v. 43, n. 2, p. 363-396, jun. 2013 .

PEOPLE'S BANK OF CHINA. **China**: Financial Stability Report 2014. Pequim: China Financial Publishing House, 2014.

PINHEIRO, J.L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. São Paulo: Editora Atlas, 2012.

SANDERSON, H; FORSYTHE, M. **China's superbank**: debt, oil and influence - how China development bank is rewriting the rules of finance. Singapura: John Wiley & Sons, 2013.

SCHUMPETER, J.A. **Teoria do desenvolvimento econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

THE ECONOMIST. **Unstated capitalism**: private companies have been hugely underestimated in China. 2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/business-books-quarterly/21627564-private-companies-have-been-hugely-underestimated-china-unstated-capitalism>>. Acesso em: 19 maio 2015.

THE NEW YORK TIMES. **China rethinks safety net for its banking system.** 2015. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2015/05/01/business/dealbook/china-rethinks-safety-net-for-its-banking-system.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/05/01/business/dealbook/china-rethinks-safety-net-for-its-banking-system.html?_r=0)>. Acesso em: 08 jun. 2015.

WALTER, C.E.; HOWIE, F.T. **Red capitalism: the fragile financial foundation of China's extraordinary rise.** Singapura: John Wiley & Sons, 2012.

WOLF, M **A reconstrução do sistema financeiro global.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007

YONGDING, Y. **Don't bet on a chinese financial meltdown, at least for now.** Disponível em: <<http://www.chinausfocus.com/finance-economy/dont-bet-on-a-chinese-financial-meltdown-at-least-for-now/>>. Acesso em: 25 de set. 2014.

YONGDING, Y. **What is “new normal” of China's economy?** 2015. Disponível em: <<http://www.chinausfocus.com/finance-economy/what-is-new-normal-of-chinas-economy/>>. Acesso em: 01 jun. 2015.

ZAKARIA, F. **Is a Make or Break Year for China:** Corruption. Pollution. Debt. Will Beijing's leaders tackle the challenges before the bubble bursts?.2014. Disponível em: <<http://content.time.com/time/magazine/article/0,9171,2161668-1,00.html>>. Acesso em: 07 nov. 2014.