

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

RICARDO AUGUSTO GLESSE

**A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS: DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO, REBALANCEAMENTO E FRAGILIDADES**

Porto Alegre

2017

RICARDO AUGUSTO GLESSE

**A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS: DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO, REBALANCEAMENTO E FRAGILIDADES**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Relações Internacionais, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

Porto Alegre

2017

RICARDO AUGUSTO GLESSE

**A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS: DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO, REBALANCEAMENTO E FRAGILIDADES**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Relações Internacionais, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovado em: ____ de _____ de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Andre Moreira Cunha

UFRGS

- Prof. Dr. Marcelo Milan

UFRGS

- Prof. Dr. Ricardo Dathein

UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço:

À **República Federativa do Brasil** por disponibilizar um ensino superior público de excelência através da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e por ser o norte condutor dos meus estudos;

Ao meu **orientador** André Moreira Cunha, que por três anos deu conselhos e guiou meus estudos na área de Economia Internacional;

À minha **família**, em especial ao meu pai, Paulo Glesse, que sempre se esforçou para dar a melhor educação possível para seus filhos;

Aos meus **amigos de colégio**, especialmente Fabrício Elias, Fabrício Beckenkamp, Guilherme Conrad, Rodrigo Schabbach e Thiago Hoff, alguns com os quais tenho o privilégio de conviver diariamente, pelo companheirismo de sempre;

Aos meus **amigos e colegas de curso**, os quais não citarei nomes específicos para não cometer injustiças por descuido, pelos debates e questionamentos instigantes que contribuíram para evolução da pesquisa que resultou neste trabalho e por serem meu apoio durante todo o curso;

山高皇帝远

(“As montanhas são altas, e o Imperador está longe”)

“A falha mais grave em nosso tipo de economia é o fato de ser completamente instável. Tal instabilidade não se deve a choques externos ou à ignorância ou incompetência dos políticos [...] As dinâmicas de uma economia capitalista que apresenta estruturas complexas, sofisticadas e em desenvolvimento, levam ao surgimento de condições que propiciam a incoerência.”

(Hyman Minsky, Estabilizando uma Economia Instável, 1986)

RESUMO

O presente estudo busca compreender o papel do sistema financeiro tanto no desenvolvimento econômico quanto na emergência de fragilidades na China. Para isso, é descrita a evolução do país de um sistema mono bancário para um sistema financeiro complexo e desenvolvido. Também é analisada a relação entre dinâmicas que ocorrem no sistema financeiro e o desenvolvimento e manutenção de desequilíbrios macroeconômicos no país. Por fim, o trabalho explora a emergência de fragilidades que se tornam substanciais a partir da crise de 2008. O estudo conclui que dinâmicas que se desenvolveram no sistema financeiro chinês foram importantes para o desenvolvimento econômico, mas que também foram determinantes na criação de fragilidades. Também conclui-se que existe uma associação entre políticas que visam reformar o sistema financeiro e políticas de rebalanceamento da economia chinesa.

Palavras-chave: Bancos; China; Macroeconomia; Finanças.

ABSTRACT

The present study aims to understand the role of the financial system both in the economic development and in the emergence of fragilities in China. For that, China's evolution from a monobank system to a complex and developed financial system will be described. Also, this study analyzes the relationship between financial system dynamics and the maintenance of an unbalanced economy in China. Lastly, the emergence of fragilities, that become substantial since the Great Financial Crisis of 2008, are explored. The main conclusions of this analysis are the confirmation of the dual role of finance in the case of China and the association between policies that aim to reform the financial system and policies that have as an objective the rebalancing of the economy.

Keywords: Banks; China; Macroeconomics; Finance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Reestruturação bancária de 1999	11
Figura 2: Mecanismo de financiamento de projetos de infraestrutura através de LGFVs	17
Figura 3: Visão Estilizada da Cadeia de Intermediação para Instrumentos Financeiros no Mercado Bancário Sombra Chinês.....	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: IPOs, Propriedade e AMC correspondentes dos 4 maiores bancos chineses	14
Tabela 2: Dívida desagregada (em bilhões de RMB) (2009-2016).....	44

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa Anual de Inflação (CPI), 1987-2000	8
Gráfico 2: Desequilíbrio macroeconômico pela abordagem da despesa, 2001-2015 (% do PIB em US\$ correntes).....	22
Gráfico 3: Desequilíbrio macroeconômico pela abordagem da produção, 2002-2015 (% do PIB)	23
Gráfico 4: Comparação das taxas de Poupança/PIB para países selecionados, 2001-2015	24
Gráfico 5: Mudança de Desequilíbrio Externo para Interno, 2006-2015 (% do PIB).....	27
Gráfico 6: Taxa de Juros Real para Depósitos na China (2001-2016, % a.a.)	31
Gráfico 7: Crescimento Anual do Crédito Doméstico (2008-2017).....	36
Gráfico 8: Comparação entre Crédito Total do Sistema Financeiro e Empréstimos do setro bancário com relação ao PIB, 2014-2016	37
Gráfico 9: Crescimento de Componentes Selecionados da Demanda e do PIB (%), 2004-2015	39
Gráfico 10: Relação Dívida/PIB do setor corporativo não-financeiro na China, 2001 2016(2º Trimestre).....	45
Gráfico 11: Relação entre Crédito e PIB na República Popular da China, 2001-2016.....	46
Gráfico 12: Gap de Crédito na China, 2001-2015.....	49
Gráfico 13: Decomposição do Financiamento Social Total por Fontes	51
Gráfico 14: Aplicações dos Fundos por Mercados Alvo.....	55
Gráfico 15: Indicadores Microeconômicos em Deterioração, 2010-2015	62

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

ABC – *Agricultural Bank of China*, ou Banco Chinês de Agricultura, em português.

AIIB – Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura.

AMC – *Asset Management Company*, Companhia Gestora de Ativos.

Big-4 – Termo comumente utilizado na mídia e literatura especializada para referenciar os quatro maiores bancos chineses em volume de ativos .

BIS – *Bank for International Settlements*, ou Banco de Compensações Internacionais, em português.

BOC- *Bank of China*.

CBRC – *China Banking Regulatory Commission*, ou Comissão de Regulação Bancária da China, em português.

CCB – *China Construction Bank*

CDB – *China Development Bank*.

FSB – *Financial Stability Board*, ou Conselho de Estabilidade Financeira, em português.

GITIC – *Guangdong International Trust and Investment Company*.

ICBC – *Industrial and Commercial Bank of China*.

LGFV – *Local Government Financing Platform*, ou Plataformas de Financiamento de Governos Locais, em português.

MOF – Ministério das Finanças da República Popular da China

NPLs – *Non-Performing Loans*, Dívidas Comprometidas

OMC – Organização Mundial do Comércio

PBOC – *People's Bank of China*, Banco Central da China.

SASAC – *State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council*

TICs – *Trust and Investment Company*

WMP – *Wealth Management Product*, ou Produtos de Gestão do Patrimônio, em português.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. REFORMAS BANCÁRIAS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO CHINÊS (1978-2008)	4
1.1. Características Macroeconômicas do Desenvolvimento Chinês.....	4
1.2. Reestruturação bancária.....	10
1.3. Bancos de Fomento.....	16
1.4. Considerações Finais.....	19
2. REBALANCEAMENTO DA ECONOMIA CHINESA E O SISTEMA FINANCEIRO 20	
2.1. Emergência de desequilíbrios e a necessidade de rebalanceamento.....	21
2.2. Repressão financeira: revisão teórica.....	27
2.3. Repressão Financeira na China.....	31
2.4. Balanço das reformas e rebalanceamento.....	34
2.5. Caminhos para o Rebalanceamento.....	38
2.6. Considerações Finais.....	40
3. EMERGÊNCIA DE FRAGILIDADES NO DESENVOLVIMENTO CHINÊS	42
3.1. Emergência da fragilidade financeira na China: aspectos macroeconômicos.....	42
3.2. Riscos de uma crise financeira.....	46
3.3. Análise dos setores.....	50
3.3.1. <i>Shadow Banking</i>	50
3.3.2. Mercado Imobiliário e Infraestrutura.....	56
3.3.3. Plataformas de Financiamento dos Governos Locais.....	59
3.3.4. Setor Corporativo e Empresas Estatais.....	61
3.4. Considerações Finais.....	64
CONCLUSÃO	66

INTRODUÇÃO

No final de 2016, a República Popular da China ultrapassou a Zona do Euro para se tornar a detentora do maior sistema bancário, mensurado por volume de ativos, do mundo. O sistema atingiu 33 trilhões de dólares em ativos no período, comparado a 16 trilhões dos Estados Unidos e 7 trilhões do Japão (WILDAU, 2017). Se mensurados também por essa métrica, todos os quatro maiores bancos do mundo hoje são chineses. Estes fatos são geralmente legados a um segundo plano na narrativa do desenvolvimento econômico chinês, ofuscados pelas altas taxas de crescimento e pela rápida urbanização do país.

Além do tamanho, o sistema financeiro chinês é complexo e sofisticado. A China conta hoje com um mercado de ações dinâmico, composto por duas bolsas principais, Shanghai (onde estão listadas as maiores empresas do país) e Shenzhen (que contém o *ChiNext Board*, uma espécie de NASDAQ chinesa), além de uma terceira conhecida como *New Third Board*, localizada em Beijing e com foco em *startups*. Também possui o terceiro maior mercado de títulos do mundo, e em rápido crescimento. Por fim, o país possui um vibrante setor de companhias de tecnologia financeira (*Fintechs*), que se alimentam do fato do país ser responsável por metade dos pagamentos online e dois terços dos empréstimos *peer-to-peer* do mundo (PWC, 2017). O sistema financeiro chinês é bastante desenvolvido e possui virtualmente as mesmas instituições que economias mais desenvolvidas. No entanto, todas estas possuem “características chinesas”, que as diferenciam e, portanto, tornam seu estudo ainda mais importante.

A relevância do estudo do sistema financeiro chinês não se dá somente pelo seu tamanho, mas também pelas crescentes conexões financeiras que o país desenvolve ao redor do mundo. Como apontam relatórios recentes do FMI, a China vem desempenhando gradualmente um papel de fonte líquida de choques financeiros, ou seja, o país exporta mais volatilidade e influencia mais no retorno de outros mercados, do que vice-versa (ARSLANALP, 2016; GUIMARÃES-FILHO; HONG, 2016). Apesar deste fenômeno se manifestar mais na região asiática, mercados tão díspares quanto o da Soja brasileira e o

de ações da bolsa japonesa são, e tendem a ser cada vez mais, afetados por desenvolvimentos no mercado financeiro chinês.

Apesar de reconhecer-se que o sistema financeiro chinês é complexo e possui muitas facetas, o foco deste estudo será no sistema bancário. A justificativa para tal é que o mesmo foi responsável pela maior parte do financiamento dos investimentos que ocorreram desde a década de 80, e ainda hoje, de acordo com o Banco Central da China, 67,4% do financiamento agregado é realizado por meio de empréstimos bancários domésticos (PBOC, 2017). Ademais, os bancos chineses são *players* importantes tanto no mercado de títulos quanto no mercado de ações. Os termos sistema financeiro e sistema bancário serão utilizados aqui neste trabalho por vezes como sinônimos, para caracterizar o sistema financeiro chinês que é predominantemente composto por bancos.

O presente trabalho busca explorar a faceta financeira do desenvolvimento chinês. A primeira hipótese que permeará todo o estudo é de que o sistema financeiro possui um papel dual no que tange à prosperidade econômica na China. Em outras palavras, o sistema financeiro chinês atua como um importante promotor do desenvolvimento econômico, mas também como fonte de instabilidades, que podem vir a prejudicar a estabilidade econômica do país (WINKLER, 1998; MINSKY, 1986). Além disso, o estudo explorará uma segunda hipótese de que o rebalanceamento da economia chinesa e a reforma do sistema financeiro são variáveis que possuem causalidade mútua, ou seja, uma não estará completa sem a outra. Para isso é necessário entender a relevância dos bancos no rápido desenvolvimento econômico chinês, sua relação com a estrutura da economia chinesa atualmente e seu papel na emergência de possíveis fontes de instabilidade para a mesa.

Esse trabalho insere-se no campo das Relações Internacionais na área de Economia Política Internacional. A análise aqui elaborada busca construir um entendimento sólido do caráter interno do sistema financeiro chinês, útil para compreender o Poder Financeiro Chinês em futuros projetos.

O estudo se dará na forma de três capítulos na forma de pequenos ensaios. Esta é a denominação mais adequada encontrada para defini-los, pois todos possuem um fio condutor (o sistema financeiro chinês), mas abordam aspectos diferentes e nem sempre correlacionados do tema. O primeiro capítulo tratará do primeiro papel das Finanças: o de propulsor do crescimento econômico. Para isso a história das constantes reformas

financeiras no país será descrita e suas consequências para o desenvolvimento analisadas. Foco especial deste capítulo é o momento da Crise Financeira Asiática de 1997 e suas repercussões na China. O segundo capítulo analisará a evolução do sistema bancário desde a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC) em 2001 e a relação do mesmo com o rebalanceamento da economia chinesa. Baseia-se no pressuposto de que há um reconhecimento por parte das autoridades chinesas de que para haver um desenvolvimento mais sustentável da economia nos próximos anos o consumo deve se tornar o principal motor de crescimento da mesma.

Por fim, o terceiro capítulo tratará do segundo papel das Finanças, ou seja, como o desenvolvimento financeiro na China também ensejou fragilidades. Essa última será analisada tanto no nível das Contas Nacionais, quanto através de análise de setores os quais serão importantes definidores para o futuro da economia chinesa.

1. REFORMAS BANCÁRIAS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO CHINÊS (1978-2008)

O primeiro capítulo desse trabalho busca elaborar uma base histórica para compreender a estrutura financeira da China, desenhada no início da década de 1990 (BURLAMAQUI, 2015). Como plano de fundo teórico, será demonstrado o papel dual do sistema financeiro (WINKLER, 1998; MINSKY, 1986) também no desenvolvimento da economia chinesa, ou seja, como o sistema financeiro foi um importante catalisador para o rápido crescimento econômico, mas ao mesmo tempo também ajudou no desenvolvimento de fragilidades que potencialmente comprometeriam esse mesmo.

O fio condutor escolhido para realização do histórico foram as reformas em direção ao maior protagonismo do mercado, suas causas e seus desdobramentos. O capítulo abordará ainda a contribuição que inovações financeiras deram para o rápido desenvolvimento em infraestrutura na China . No que tange à fragilidade financeira, é importante ter em mente que a discussão presente no capítulo 3 terá como base o processo de reestruturação bancária ocorrido a partir do final dos anos 90 aqui explicado, onde buscaremos entender quais as diferenças e as semelhanças com o processo atual de reforma do setor.

1.1.Características Macroeconômicas do Desenvolvimento Chinês

O desenvolvimento do sistema financeiro está condicionado pelo contexto em que ele se encontra. Em primeiro lugar, é necessário entender a dinâmica geral de uma das principais características da macroeconomia chinesa: suas altas taxas de poupança. Antes

do início das reformas em 1979, a grande maioria da poupança era gerada pelas empresas estatais, que as utilizavam para financiamento de seus investimentos. Com a transição para a economia de mercado, a poupança das famílias passa a ter crescente importância chegando a gerar 70% da poupança doméstica em 1995 (NAUGHTON, 2007).

Modigliani e Cao (2004) apontam três razões para essa mudança na estrutura da poupança: o crescimento da renda das famílias durante o período das reformas (1); a perda de seguridade social advinda das reformas das Empresas Estatais (2); e o surgimento de diversas oportunidades de investimento inexistentes sob o sistema pré-1979 (3) (MODIGLIANI & CAO, 2004). A essas, pode-se adicionar também a política de filho único, promulgada em 1979, a qual reduziu o custo com a assistência à família (IMF, 2016). A importância desse desenvolvimento para o setor bancário fica evidente na medida em que o superávit de poupança gerado pelo setor das famílias é depositado em bancos, que por sua vez realizam empréstimos para o setor das empresas. Como resultado “através de suas decisões de empréstimo, o sistema bancário cada vez mais passou a possuir a chave para a estabilidade macroeconômica da China” (NAUGHTON, 2007, p. 449).

Em segundo lugar, é importante compreender os ciclos de centralização/decentralização das reformas e suas consequências macroeconômicas. A referência teórica para compreender esse aspecto que será utilizada aqui é o trabalho “Facções e Finanças” de Victor Shih (2008) O autor elabora um modelo que divide o Partido Comunista em duas facções políticas: a facção generalista e a facção tecnocrática. A primeira seria a que buscaria o poder máximo: a presidência da nação, enquanto a segunda buscaria se manter em seus cargos nas suas áreas de especialização (neste caso, a área econômica).

A prevalência de uma ou outra facção no governo central ditaria o quanto de autonomia financeira os governos locais disporem, sendo que na generalista os mesmos disporem de mais (pois os generalistas desejam angariar votos) e na tecnocrática menos (pelo desejo de controlar a inflação). Os períodos de alta do crédito (e da inflação) estariam associados a esses ciclos políticos acima descritos (SHIH, 2008, p.6). Os ciclos inflacionários na China tendem, portanto, a acompanhar ciclos de descentralização e relaxamento da supervisão do setor industrial e financeiro (NAUGHTON, 2007; SHIH, 2008).

1.2. Reformas no Setor Bancário

Antes da abertura e reforma promovida por Deng Xiaoping em 1978, o Banco Central da China (PBOC) assumia as funções de banco comercial, banco central e supervisor financeiro. O período entre 1978 e 1984 foi marcado pelo fim desse sistema monobancário e a criação de quatro bancos comerciais controlados pelo Estado. Ainda, em 1979 o PBOC foi separado do Ministério das Finanças, tendo suas funções como de Banco Central oficializadas em 1983 (MENDONÇA, 2015). O *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), *Agricultural Bank of China* (ABC), *Bank of China* (BOC) e *Construction Bank of China* (CCB) (referidos *Big-4*¹), foram criados para provisão de crédito de acordo com seus respectivos setores. Pelo lado da demanda por crédito, a mudança mais importante ocorreu no sentido de que as Empresas Estatais passaram a financiar uma parte crescente de seus investimentos através do setor bancário, e não através de lucros acumulados pelas próprias empresas.

Além dessa reforma que criou os grandes bancos, medidas foram tomadas para que crédito fosse disponibilizado a pequenos produtores rurais, com a criação de uma rede de cooperativas de crédito rural sob a supervisão do ABC (MENDONÇA, 2015). Importante também foi a autorização dada para o funcionamento de outras instituições financeiras, notavelmente as *International Trust and Investment Companies* (TICs, ou *Trusts* e Companhias de Investimento Internacionais, em português). Essas passaram a atuar principalmente nas regiões costeiras, arrecadando fundos de fontes estrangeiras para financiar filiais de empresas estrangeiras nessas regiões e a infraestrutura local (MENDONÇA, 2015).

O segundo estágio da reforma (1984-1997) caracteriza-se pelo surgimento de novas instituições bancárias e pela proliferação de agentes no setor. Proliferaram-se cooperativas de crédito rural e urbano, e também surgem bancos de capital misto, estes geralmente ligados a uma determinada região ou a grandes conglomerados estatais. Estes últimos hoje, apesar de começarem tendo estreitos vínculos com governos locais,

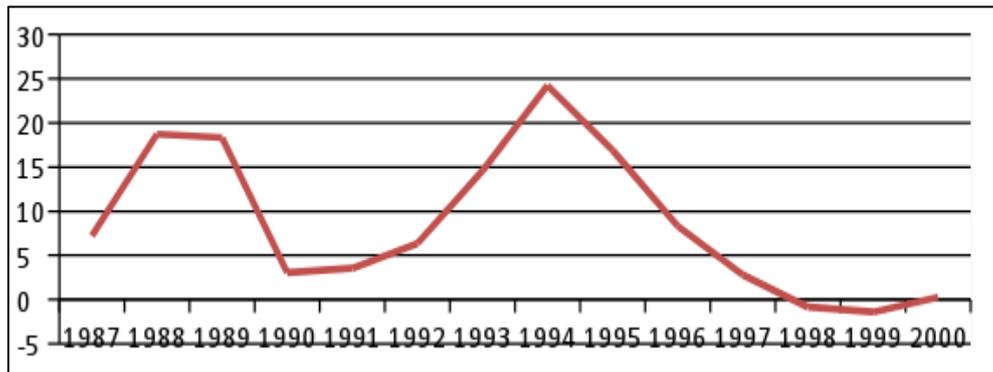
¹ As vezes também referidos como *Big-5*, o quinto sendo o Banco de Comunicações (BOC), recriado em 1987. Não será utilizada essa denominação aqui dada a discrepância de volume de ativos entre os 4 grandes e o Banco de Comunicações.

possuem uma extensa rede nacional de agências e são considerados os mais importantes do país após os *Big-4*. Neste período também o Ministério das Finanças sinaliza o fim da especialização dos quatro bancos estatais, tendo esses recebido diretivas para operarem em qualquer setor da economia (STENT, 2016).

O grande marco desse período, entretanto, foi o crescimento no volume de empréstimos para economia. Essa dinâmica foi estimulada pela grande influência dos governos locais, que ia do Banco Central até as diversas cooperativas de crédito e as TICs. Até 1994, bancos estatais tinham como exigência por parte do governo central o cumprimento de uma cota mínima anual de empréstimos, definida através do Plano de Crédito Anual. Os incentivos sob esse regime disporiam os agentes bancários contra uma análise de risco dos empréstimos realizados (STENT, 2016). A isso contribuiu que os diretores das sedes regionais do PBOC eram apontados pelos governadores das províncias, facilitando o direcionamento de crédito para projetos por motivos políticos, em detrimento da viabilidade comercial.

Essa expansão dos empréstimos, somada à escassa supervisão das pequenas e médias instituições de crédito que surgiam por todo o país, fez com que a inflação disparasse, como sugerido no modelo de Shih (2008). A inflação ascendente (Gráfico 1) levou a elite do partido já durante a 3ª Sessão Plenária em 1993 a diagnosticar a necessidade de retificação no rumo das reformas no setor financeiro² (MENDONÇA, 2015; STENT, 2016). A correção necessária no caso seria a redefinição do sentido de “modernização” do setor bancário: a proliferação de instituições de crédito não mais passaria a ser sinônimo desta, mas sim a conformação com padrões internacionais.

² Aqui, cabe lembrar que a inflação foi um fator importante para o descontentamento social que levou, junto com outros problemas advindos da transição da economia e da falta de direitos de manifestação política, ao Protesto da Praça Tiananmen em 1989 (KEIDEL, 2007).

Gráfico 1: Taxa Anual de Inflação (CPI), 1987-2000

Fonte: Banco Mundial. Elaboração do autor.

Dado esse diagnóstico, um ano após a sessão plenária é realizada uma importante reforma fiscal que concentrou as receitas dos impostos no governo central, não permitindo a criação de novos impostos pelos governos locais e centralizando o poder de apontamento dos diretores do PBOC em Beijing (NAUGHTON, 2007). Esta reforma reduziu o problema do uso dos bancos estatais para financiamento de projetos locais, mas criou outros, como a maior dependência dos *International Trusts* para o financiamento de infraestrutura ao nível local.

Ao mesmo tempo, alguns marcos regulatórios comprovam a trajetória em direção à conformação com os padrões internacionais de regulação bancária, como a promulgação da Lei de Bancos Comerciais em 1995, a entrada do país no *Bank for International Settlements* em 1996 e assinatura do Acordo de Basileia³ em 1997 (STENT, 2016). Apesar desses sinais, as reformas até 1997 são consideradas por grande parte da literatura como lentas, dado o nível de dívidas comprometidas que passam a aparecer no balanço de bancos chineses à época da Crise Financeira Asiática de 1997 (WALTER; HOWIE, 2012; MENDONÇA, 2015).

Duas crises nos anos de 1997 e 1998 impulsionariam de vez as reformas: a Crise Financeira Asiática de 1997 e a falência do *Guangdong International Trust and Investment Corporation* (GITIC) em 1998. A crise financeira asiática de 1997 não atingiu a China diretamente, dado o controle de capitais que o país possuía e que impediu com que a dinâmica propulsora da crise no restante da Ásia, isto é, a rápida alocação e retirada

³ Segundo acordo internacional que visa promover a padronização das regulações dos sistemas financeiros. Suas normas e indicações não possuem caráter normativo, mas os exames periódicos dos países membros servem como base para avaliar a resiliência do sistema financeiro nacional dos mesmos.

do chamado *hot money* estrangeiro dos países, tivesse lugar (KRUGMAN, 2009) . No entanto, a queda na demanda global por bens afetou as Zonas Econômicas Especiais⁴ do sul, principalmente o desempenho delas na província de Guangdong e Hainan. A crise também afetou a percepção das lideranças do Partido Comunista, que passam então a reconhecer o perigo sistêmico que ativos tóxicos nos balanços dos bancos representam para a economia (WALTER; HOWIE, 2012) (KRUGMAN, 2009). No momento dessas crises, o PBOC estimava entre 20 e 25% o total de empréstimos bancários (ou seja, cerca de 20% do PIB) que encontravam-se em situação de liquidação duvidosa (*Non-Performing Loans- NPLs*, ou Dívidas Comprometidas, em português). Exposto de outra forma, NPLs no valor de 16% do PIB encontravam-se nos balanços dos *Big-4* (MENDONÇA, 2015).

A província de Hainan já havia sofrido com um ciclo de especulação imobiliária que levou à falência diversos TICs na ilha em 1988 (WALTER; HOWIE, 2012). A essa falência, seguiram restrições e um processo de reconcentração dessas instituições imposta por Beijing (MENDONÇA, 2015). No entanto, essas medidas não foram suficientes, pois como discutido na seção anterior, a falta de supervisão e a influência dos interesses dos governos locais ainda predominavam. Em 1998, portanto, o *Hainan Development Bank*, responsável pela reestruturação das dívidas desses mesmos TICs que faliram uma década antes, sofreu com a nova desvalorização imobiliária na ilha. Dessa vez, ela foi fruto de repercussões da crise na região. O banco teve o pedido de falência autorizado no mesmo ano.

De maior impacto para a comunidade internacional, no entanto, foi a quebra do GITIC, principal *trust* da província de Guangdong. Isso porque ele captava dinheiro através da emissão de títulos internacionais, tendo renomados bancos (principalmente alemães e japoneses) como *Commerzbank*, *Societe Generale*, *Sumitomo Bank* e UBS na lista de seus credores (NY TIMES, 1998). A agência de rating norte-americana *Moody's*, à época, havia concedido o mesmo *rating* à GITIC que concedera ao Ministério das Finanças da China (STENT, 2016). Com o fim do acesso à capital fácil no exterior, e com a forte desvalorização de seus ativos em Guangdong, o *trust* não conseguiu cumprir suas obrigações e fechou. Para os credores estrangeiros, essa falência foi um importante sinal

⁴ Zonas Econômicas Especiais referem-se a unidades administrativas que possuem o direito especial de sediarem fábricas e empresas de capital predominantemente estrangeiro, desde que a produção seja voltada para a exportação.

de que o governo chinês não mais estenderia garantias para qualquer instituição financeira, mesmo ela sendo formalmente estatal (NY TIMES, 1998).

O processo que desencadeou essa euforia anterior ao período de crises acima descrito não pode ser explicado apenas pelo risco moral que existia com a supervisão dos governo locais. A concentração da especulação imobiliária e até mesmo nos mercados de ações no sul foram em grande parte influenciados pelo “Tour pelo Sul” de Deng Xiaoping em 1992 (KROEBER, 2015; STENT, 2016) e pela devolução de Hong Kong à República Popular da China em 1997 (SHIH, 2008). Deng prometia que as reformas que ele tinha posto em curso durante seu mandato não sofreriam retrocessos com a oposição crescente de forças mais conservadoras do Partido. O diagnóstico e as reformas que seguem a constatação de que o sistema bancário está praticamente insolvente são as mais profundas e que possuem impacto no sistema até os dias de hoje (STENT, 2015).

1.3.Reestruturação bancária

Essas reformas buscavam atingir objetivos de curto e longo prazo. No curto prazo, havia a necessidade de limpar os balanços dos bancos dos ativos tóxicos e ao mesmo tempo recapitalizá-los para manter o crédito fluindo para economia. No longo prazo, era necessário modificar o *modus operandi* dos bancos, adequando-os para operar em bases puramente comerciais, evitando assim o surgimento de novos NPLs. Podemos definir as reformas em três pilares, como sugerido pelo trabalho de García-Herrero *et al.* (2006): reestruturação bancária (1); liberalização gradual (2) e fortalecimento da regulação financeira (3).

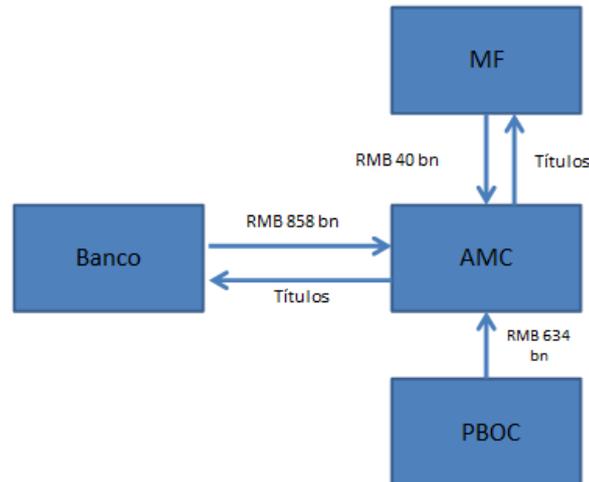
O primeiro passo dado em direção à reestruturação bancária foi a emissão de 270 bilhões de RMB em títulos especiais pelo Ministério das Finanças para recapitalizar os grandes bancos (NAUGHTON, 2007). Em seguida, e esta foi a política mais importante, foram instituídas quatro empresas de gestão de ativos (AMCs)⁵, uma para cada banco⁶.

⁵ Do inglês *Asset Management Companies*.

⁶ Huarong AMC (ICBC), Cinda AMC (CCB), Great Wall AMC (ABC) e China Orient AMC (BOC).

Essas empresas compraram os NPLs dos bancos em seu valor não descontado⁷, ficando responsáveis pela recuperação do máximo possível de valor dos mesmos.

Figura 1: Reestruturação bancária de 1999



Adaptado de Walter & Howie (2012).

Essas AMC's foram inicialmente capitalizadas pelo Ministério das Finanças (MOF). A maior parte da capitalização, entretanto, foi realizada através da emissão de títulos de 10 anos aos seus respectivos bancos, no valor total de RMB 858 bilhões (US\$ 105 bilhões) (WALTER; HOWIE, 2012). Segundo Walter & Howie (2012), essa forma de capitalização por títulos comprados pelos respectivos bancos constitui-se como um defeito da política, pois manteve, apesar de não reconhecidas, o balanço dos bancos sujeito ao risco de que as AMC's não gerassem caixa o suficiente para honrar os pagamentos de seus juros. Além disso, o PBOC proveu 634 bilhões de RMB adicionais em empréstimos para os AMC's. Em 1999, estas companhias assumiram RMB 1,4 trilhão em ativos de liquidação duvidosa e, em 2004 e 2005, em uma segunda rodada, RMB 1,6 trilhão (MARTIN, 2012). De acordo com James Stent (2016):

⁷ Ou seja, mesmo havendo o reconhecimento de que a maioria das dívidas não seria honrada, os AMC's foram obrigados a assumir o valor original das mesmas.

Se utilizarmos como base o PIB da China em 2003 de 13,6 trilhões de yuans, então o resgate dos bancos que ocorreu durante vários anos somou cerca de 17% do PIB de 2003 – uma quantia assombrosa para o nível de desenvolvimento da China naquele tempo (STENT, 2016: 85, Tradução pessoal).

A principal estratégia de recuperação das dívidas adotadas pelos AMC's foi a de “empacotar as dívidas em porções separadas por província, devedor ou indústria e então vender os portfólios resultantes para investidores domésticos e estrangeiros” (MARTIN, 2012: 30). A partir de 2007, os AMC's passaram também a auxiliar na liquidação de outras instituições financeiras sob estresse, além de terem também adquirido NPLs (dessa vez por um valor descontado) de Bancos de Fomento. Aproveitando essa expansão de seu escopo, essas companhias passaram a diversificar suas linhas de negócios, provendo então serviços bancários, de seguro, futuros, *trust*, emissão de títulos, entre outros (HSBC, 2015). Os próprios AMC's, portanto, passaram a ser mais guiados por dinâmicas comerciais, em detrimento de sua função política anterior. Estimar o quanto desses ativos foram recuperados é difícil, dada a falta de divulgação de somas exatas pelo CBRC (Comissão Regulatória de Bancos da China) ou por essas instituições desde 2006. Bancos privados, como o HSBC, estimam que a indústria tenha recuperado cerca de 40% desses ativos. O risco dessa estimativa encontra-se no fato de que contribuem mais para aumentar essa taxa de recuperação as últimas NPLs adquiridas em termos comerciais⁸ (HSBC, 2015).

Essa “limpeza” dos balanços foi crucial para que fosse erguida uma barreira institucional entre os antigos empréstimos duvidosos e os novos empréstimos que seriam precificados em maior conformidade com o mercado (NAUGHTON, 2007). As reformas de longo prazo possuíam dois lados que se reforçavam mutuamente, a saber: a reforma das Empresas Estatais (1) e a reforma gerencial dos bancos (2) que buscariam trazer maior independência na provisão de crédito por parte dos últimos e maior restrição orçamentária para as primeiras.

No período que Barry Naughton designa como “reforma sem perdedores (1979-1993)”, “os bancos desempenharam um papel essencial em amenizar os impactos nos empregos das Empresas Estatais advindos da crescente competição” (NAUGHTON,

⁸ Ou seja, NPLs que foram compradas com valor descontado.

2007: 460). Mesmo no período subsequente, de 1994 a 1999, do total de empréstimos bancários, cerca de 60% foram destinados à Empresas Estatais (DING & KNIGHT, 2010). Esse fato contrasta com dados trazidos por Brandt and Zhu (2007), segundo os quais “a contribuição das Empresas Estatais para o crescimento anual na indústria caiu de cerca de 90% em 1978 para apenas 12% em 1994” (BRAND; ZHU, 2007). Grande parte das NPLs surgira justamente dessas empresas estatais que somavam prejuízos ano após ano.

Então, as Empresas Estatais que não eram autossustentáveis, ou seja, que não gerassem receitas suficientes para cobrir os juros das suas dívidas, e que se situassem fora das indústrias consideradas estratégicas foram fechadas. Cerca de 40% da força de trabalho das estatais foi demitida na década de 1990 (NAUGHTON, 2007). Das restantes, o Estado se retiraria como “gerente” e passaria a atuar com um papel semelhante ao de acionista. Esse processo iniciou-se em 1994 com a promulgação da Lei das Companhias e culminou em 10 de Março de 2003 com a criação da Comissão de Administração e Supervisão de Ativos Estatais, a SASAC⁹. Os objetivos de longo prazo dessa instituição são concentrar as Empresas Estatais sob seu controle de cerca de duzentas para casa das cem (o que vem ocorrendo principalmente através de fusões e aquisições) e de maximizar o retorno sobre ativos (ROA¹⁰) das mesmas (KROEBER, 2015).

A correspondente no setor bancário da SASAC é a *Central Huijin*, também fundada em 2003. O mecanismo institucional para tornar os bancos comerciais não foi menos engenhoso do que as outras reformas. Após limpar o balanço dos bancos, os mesmos foram sujeitos a auditorias de consultorias estrangeiras e preparados para serem listados nas bolsas de Shanghai e de Hong Kong. Esse processo permitiu terceirizar a modernização administrativa a acionistas estrangeiros e a injetar ainda mais dinheiro para consolidar os balanços dos bancos. Segundo Stent (2016):

Entre as instituições que tiveram participação nos bancos chineses entre 2004 e 2006 estiveram o Bank of America, HSBC, ING, Standard Chartered, Citibank e RBS. Eles contribuíram em variados graus ao processo de desenvolvimento

⁹ Tradução do autor. Sigla do inglês *State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council*.

¹⁰ Do inglês *Return on Assets*. Indicador financeiro muito utilizado para mensurar a lucratividade de empresas.

desses bancos, transferindo habilidades e *know-how* que foi de grande valia. (STENT, 2016: 94. Tradução pessoal)

A Tabela 1 traz, além de outros dados, informações sobre as Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) dos *Big-4*. As listagens do ABC (2010) e ICBC (2006) são consideradas a segunda e terceira maior IPO da história, perdendo apenas para a recente listagem da Holding (também chinesa) Alibaba na Bolsa de Nova York (FT, 2015).

Tabela 1: IPOs, Propriedade e AMC correspondentes dos 4 maiores bancos chineses

Banco	IPO em Shanghai	IPO em Hong Kong	Propriedade	AMC correspondente
Bank of China	2006	2006	Central Huijin (64,02%) HKSCC (27,79%) China Securities Finance (2,54%)	China Orient AMC
ICBC	2006	2006	Central Huijin (45,89%) Ministério das Finanças (45,74%)	China Huarong AMC
ABC	2010	2010	Central Huijin (40,03%) MOF (39,21%) Standard Chartered Bank (0,37%)	China Great Wall AMC
CCB	2007	2005	China Securities Finance Corp. (26,2%) Central Huijin (7,22%) BlackRock Asset Management Co.(0,52%)	China Cinda AMC

Fontes: ICBC, BOC, ABC e CCB. Elaboração própria.

É importante mencionar também que durante a virada do século houve um movimento em direção à maior concentração da indústria bancária na China. Em 1997, os bancos comerciais com escopo municipal começam a absorver diversas cooperativas de crédito urbano sob diretivas do governo central (MENDONÇA, 2015). Esse movimento somou-se ao de maior supervisão do sistema financeiro, com a criação em 2003 da Comissão de Regulação Bancária da China (CBRC).

As políticas de curto e longo prazo que se seguiram às crises de 1997 e 1998 foram bem sucedidas em seus resultados. O déficit governamental permaneceu no mesmo nível

histórico, enquanto as NPLs foram removidas dos balanços dos bancos (SHIH, 2008). Isso em um período em que as taxas de investimento da economia cresceram ainda mais. Utilizando o indicador de Produtividade Incremental do Capital (ICOR)¹¹, Keidel (2007) argumenta que o investimento até 2007 foi, comparado com outras experiências históricas, eficiente. Em suma, os bancos foram reestruturados sem afetar o nível de investimento da economia, e este investimento foi produtivo para a economia.

Discordando da análise sobre as NPLs de Walter & Howie (2012) exposta anteriormente, James Stent (2016) argumenta que as políticas tomadas foram, de fato, as melhores disponíveis. A alternativa seria reconhecer os ativos tóxicos e resgatar todo o sistema bancário, o que teria custado não apenas uma *parada* nas reformas financeiras, como também na das empresas estatais e talvez até comprometesse todo o processo de desenvolvimento econômico (STENT, 2016).

No entanto, é necessário fazer algumas ressalvas sobre o sucesso desse programa. Primeiro, que a recapitalização dos bancos e a recuperação das dívidas se deu em um ambiente interno e externo favorável, de rápido crescimento econômico e de baixa aversão ao risco de investidores de países desenvolvidos em mercados emergentes (principalmente após a entrada da China na OMC). Segundo, que as políticas adotadas pelo governo central, de proteção do mercado bancário e de repressão financeira (a ser discutida no capítulo 2), estão sendo pouco a pouco removidas. Enquanto a economia caminha para o chamado “Novo Normal” (capítulo 2), os bancos serão mais desafiados (STENT, 2016).

Como resultado dessas reformas, as práticas adotadas pelos bancos comerciais chineses se tornaram em muitos aspectos semelhantes a dos bancos internacionais. Contudo, como os acionistas dos bancos ainda são, em sua grande maioria, órgãos estatais, e os executivos mais importantes ainda são apontados pelo Departamento de Organização do Partido Comunista, é útil caracterizá-los como Bancos Híbridos (STENT, 2016). O caráter híbrido viria dos dois objetivos principais que esses bancos procurariam atingir: maximizar o retorno dos acionistas e servir a economia real.

Será argumentado aqui, que não apenas os bancos comerciais possuem esse caráter híbrido, como o sistema financeiro como um todo o possui. A pedra angular da

¹¹ Ou seja, a relação do crescimento no investimento anual com o crescimento anual do PIB.

política econômica e financeira da China é a necessidade do país manter a estabilidade social, através da contínua geração de emprego e de desenvolvimento econômico, ao mesmo tempo em que moderniza seu sistema financeiro (KEIDEL,2007). Enquanto os bancos comerciais eram reformados e se tornavam sua base decisória mais comercial, bancos de fomento foram criados e vieram a desempenhar um importante papel no desenvolvimento de infraestrutura e indústrias classificadas como estratégicas para o país. De acordo com Keidel (2007): “É esse empréstimo público e/ou quase-público que permite o *hardware* e o *software* de sustentação para a, largamente orientada ao lucro, expansão econômica chinesa” (KEIDEL, 2007).

1.4.Bancos de Fomento

Por conseguinte, faz-se necessário entender o papel dos Bancos de Fomento no desenvolvimento chinês. Além de desempenharem importante papel na reforma bancária, ao separarem os empréstimos dirigidos por políticas desenvolvimentistas dos empréstimos dos quatro grandes, os bancos (e aqui, principalmente o Banco de Desenvolvimento Chinês) foram responsáveis por inovações financeiras que deram suporte aos ambiciosos programas de infraestrutura e desenvolvimento imobiliário dos governos regionais chineses.

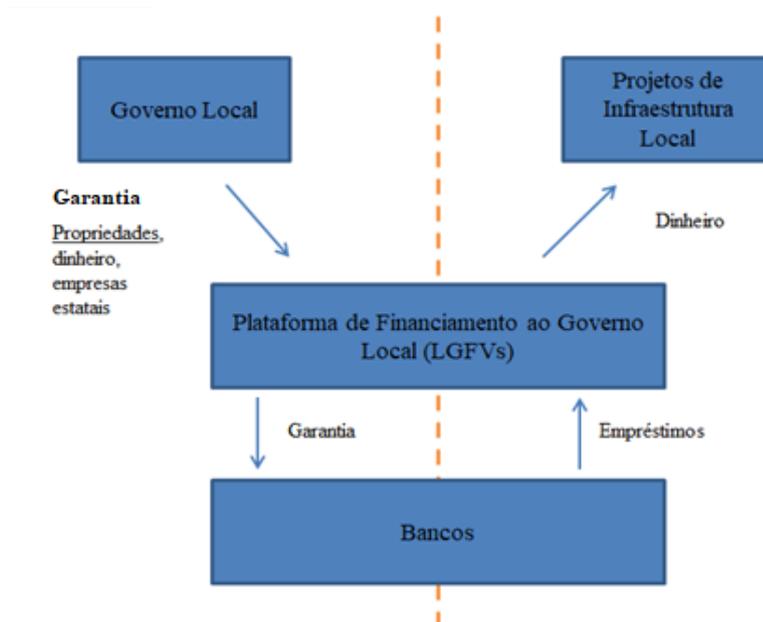
Os bancos de fomento (Banco de Exportação e Importação da China, Banco de Desenvolvimento e do Banco de Desenvolvimento Agrário da China) criados em 1994, são centrais para se entender o sistema financeiro chinês, pois são focados em empréstimos de longo-prazo e importantes financiadores da expansão global das empresas chinesas. Eles se financiam através da injeção de capital pelo governo ou pela emissão de títulos. Dado que os títulos emitidos por eles possuem o mesmo *rating* de crédito que o governo (ou seja, são avaliados como baixo risco de não pagamento), seus custos de captação de capital são baixos (MARTIN, 2012).

O Banco de Desenvolvimento da China é, dentre eles, o mais importante. Seu papel original era o de financiador de projetos estratégicos de larga escala como a Hidrelétrica de Três Gargantas e o Sistema Ferroviário Nacional (MARTIN, 2012). Ele também se destaca pelo financiamento de investimentos de empresas chinesas no exterior.

Esse último papel tem sido ainda mais importante no que concerne empresas chinesas do setor de energia e recursos naturais. Porém, sua maior contribuição para as altas taxas de crescimento da China é relativa ao financiamento de infraestrutura ao nível dos governos das províncias.

Considerado por Sanderson e Forsythe (2013) o “núcleo do capitalismo de Estado da China”, o Banco de Desenvolvimento da China (CDB) desenvolveu uma inovação financeira crucial para a urbanização e, conseqüentemente, para as altas taxas de crescimento do país: os veículos de financiamento de governos locais (LGFV¹²). Como visto anteriormente, em 1994 o empréstimo direto aos governos locais foi suspenso, devido ao diagnóstico de que a inflação crescente era devida à alta propensão destes últimos a emprestar (BURLAMARQUI, 2015; SHIH, 2008). O CDB utilizou, então, a cidade de Wuhu como laboratório para a criação de uma empresa que permitisse com que o governo local gastasse além do limite do seu orçamento (SANDERSON E FORSYTHE, 2013). Logo, diversas empresas com a mesma finalidade surgiram na China. O papel indutor do CDB fica claro quando os bancos comerciais passam a realizar empréstimos de mesma natureza para outros governos locais.

Figura 2: Mecanismo de financiamento de projetos de infraestrutura através de LGFVs



Fonte: Lun & Sun (2013). Adaptação do autor.

¹² Do inglês *Local Government Financing Vehicle*.

A operação que permitiu o financiamento de projetos de infraestrutura locais é demonstrada em sua versão simplificada na Figura 2. Uma vez constituídos esses veículos, os governos locais provém capital para os LGFVs através de direitos de propriedade imobiliária, ações em empresas estatais e outros ativos (LUN; SUN, 2013). Estes por sua vez, servem como garantia para os empréstimos tomados nos grandes bancos. O grande artifício dessa engenharia institucional é que ela permite a retroalimentação da valorização imobiliária e seu financiamento. As mesmas propriedades imobiliárias que servem como garantia para o empréstimo bancário tomado pelas LGFVs, são vendidas a terceiros após terem sido valorizadas pelo desenvolvimento de infraestrutura local que esse mesmo empréstimo possibilitou (SANDERSON; FORSYTHE, 2013).

O Banco de Desenvolvimento se tornou, portanto, o maior representante do que, no debate midiático chinês, ficou conhecido como “Modelo de Chongqing¹³”. A cidade que dá o nome para o modelo é exemplo de altas taxas de crescimento (mesmo em período de crise internacional, e mesmo para os padrões chineses) geradas por esses LGFVs. Sanderson e Forsythe (2013) constatam que este modelo gerou “um sistema de bancos e empresas controlados pelo Estado, que muitos países em desenvolvimento veem como alternativa ao sistema focado nos mercados privados” (SANDERSON; FORSYTHE, 2013).

Em oposição ao Modelo de Chongqing, e contando com apoio da maior parte da ala reformista do Partido Comunista Chinês (PCCh) configura-se o chamado Modelo de Guangdong (PETTIS, 2013). O nome que é herdado da província chinesa que mais cresceu com a abertura econômica; defende maior protagonismo do mercado, e um rebalanceamento do modelo de desenvolvimento chinês em direção ao consumo. Michael Pettis (2013) aponta para a correlação entre os discursos reformistas (que apontam para a necessidade de rebalanceamento da economia) de Xi Jinping e Li Keqiang e a deposição em 2012 do prefeito de Chongqing, Bo Xilai (PETTIS, 2013, P.73). Também é interessante notar que Wang Yang (antigo Secretário do Partido Comunista em Guangdong e tido como idealizador desse modelo) hoje é um dos quatro vice-premiês da

¹³ Também conhecido como Modelo de Wuhu, ou de Tianjin, nomes de cidades que também se desenvolveram com grande auxílio destes veículos.

China. Esses fatores indicariam para uma mudança na configuração política que teria preferência, atualmente, pelo Modelo de Guangdong.

1.5.Considerações Finais

Como demonstrado pelo breve histórico aqui apresentado, os bancos chineses foram instrumentais para o rápido desenvolvimento econômico chinês, principalmente na provisão de capital para as empresas estatais e para o financiamento de projetos de infraestrutura sob o julgo de governos locais. Veremos no próximo capítulo como esse papel se aprofundou com a política anti-cíclica adotada pelo país durante a Crise Financeira Global de 2008 (CFG).

Seguindo a ideia do papel dual do sistema financeiro, percebe-se também como este foi uma fonte de instabilidade no final dos anos 90 na China. As medidas que visaram tornar o sistema mais robusto foram em larga parte bem sucedidas. No entanto, será arguido nos próximos capítulos que importantes fontes de instabilidade se mantiveram, ou, mais importante, se aprofundaram após a CFG.

2. REBALANCEAMENTO DA ECONOMIA CHINESA E O SISTEMA FINANCEIRO

O rápido crescimento da economia chinesa nas últimas décadas não se deu sem custos. Além dos já conhecidos impactos ambientais e sociais, o modelo de desenvolvimento chinês baseado em altas taxas de investimento deixou como legado uma estrutura econômica desequilibrada. É característica típica da atuação do Estado Desenvolvimentista a introdução deliberada de distorções nos mercados a fim de promover os objetivos delineados para o seu desenvolvimento econômico (WADE, 1990; CHANG, 2006). Disso decorre a necessidade de lidar com as consequências dessas distorções. Atualmente, muitos acadêmicos e instituições financeiras oficiais internacionais convergem na perspectiva de que o tempo da China lidar com os seus desequilíbrios, particularmente aqueles de natureza financeira, chegou (JOHANSSON, 2012; PETTIS, 2013b; ZHANG, 2016).

Mais importante, há um reconhecimento por parte das próprias autoridades chinesas de que o motor do crescimento econômico tem que ser mudado para uma base que dependa mais do consumo das famílias do que do investimento e, conseqüentemente, no crescimento da dívida. Wen Jiabao, ex-premiê do Conselho de Estado Chinês, alertou em março de 2007 de que “o principal problema para economia chinesa era de que seu crescimento era instável, desequilibrado, descoordenado e insustentável” (IMF, 2007). Desde que assumiu a Presidência da República Popular em 2013, Xi Jinping também tem se pronunciado no sentido de aumentar o papel do consumo como promotor do desenvolvimento econômico do país.

Este capítulo tratará de quais são esses desequilíbrios, como foram gerados e como dinâmicas que ocorreram no sistema financeiro (a saber, a repressão financeira) tiveram um papel chave no desenvolvimento dos mesmos. O terceiro capítulo tratará das consequências desses desequilíbrios, principalmente para emergência da dívida chinesa.

2.1. Emergência de desequilíbrios e a necessidade de rebalanceamento

O rebalanceamento é um conceito utilizado para designar a necessidade da China evoluir de um modelo de crescimento baseado em investimentos para um baseado no consumo e na melhora dos indicadores sociais. O principal autor utilizado para elaborar este conceito neste trabalho será Michael Pettis (2013a). Para Pettis (2013a), países que possuem altas taxas de poupança (Alemanha, China e Japão) e países que possuem altas taxas de consumo (Estados Unidos, Itália e Espanha, por exemplo) terão seu balanço de pagamentos “rebalanceado” em algum momento. Para ele, tanto o consumo e a poupança em níveis altos seriam gerados por políticas econômicas que não são sustentáveis no longo prazo (PETTIS, 2013a). Desequilíbrios internos levam a crises ou a períodos de recessão que forçam o rebalanceamento de maneira mais drástica. Crises podem ser compreendidas, nesse ponto de vista, como correções automáticas desses desequilíbrios.

O rebalanceamento da economia chinesa é central, não apenas pela influência crescente do país na economia mundial, mas pelo tamanho dos desequilíbrios que emergiram nas últimas décadas. Eles se manifestam principalmente através de uma taxa de poupança muito alta, superávits comerciais recordes até a crise de 2008 e uma baixa taxa de consumo como proporção do PIB. Para Zhang (2016), o rebalanceamento possui quatro elementos centrais: externo, interno, ambiental e distributivo. O foco do trabalho será no rebalanceamento interno, pois:

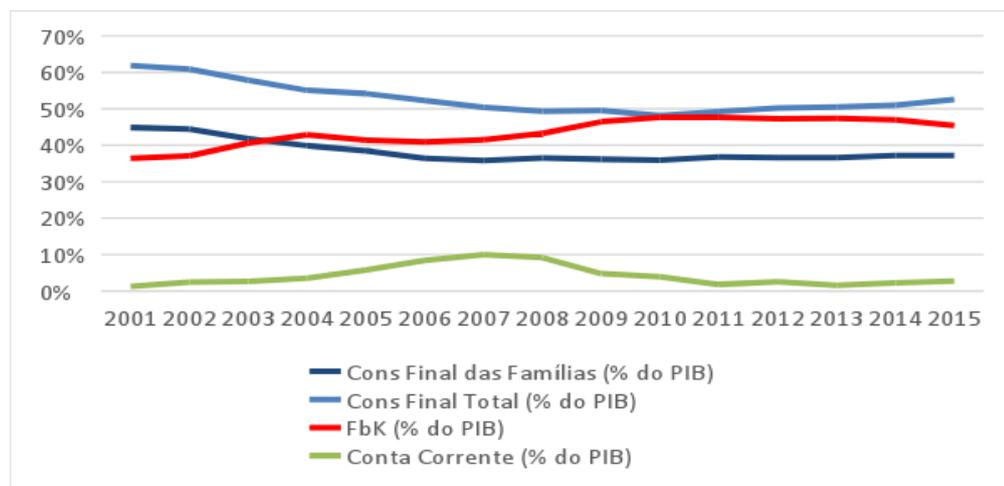
Enquanto o rebalanceamento externo foca simplesmente no papel da demanda externa versus interna, o rebalanceamento interno possui um conteúdo muito mais rico. Ele implica a mudança de investimento para consumo pelo lado da demanda, transição de indústria para serviços no lado da oferta, assim como redução da intensidade do crédito e melhora da eficiência alocativa pelo lado dos insumos (Zhang, 2016: 4. Tradução pessoal).

Para Pettis (2013b) o maior desequilíbrio encontrado na China nos últimos anos é a baixa taxa de consumo com relação ao PIB. Apesar de ter havido um crescimento do consumo das famílias durante todos os anos, até 2015 ela era relativamente pequena se comparada ao crescimento dos investimentos e do setor externo. O crescimento econômico futuro do país, portanto, seria vulnerável a qualquer choque ou alteração nessas variáveis. Com taxas de consumo já baixas, o país chegou em 2006 a uma participação de 33% do consumo no PIB. Essa taxa é baixa não apenas com relação a

outros países atualmente, mas também com relação a experiências anteriores de “Milagre Econômico”.

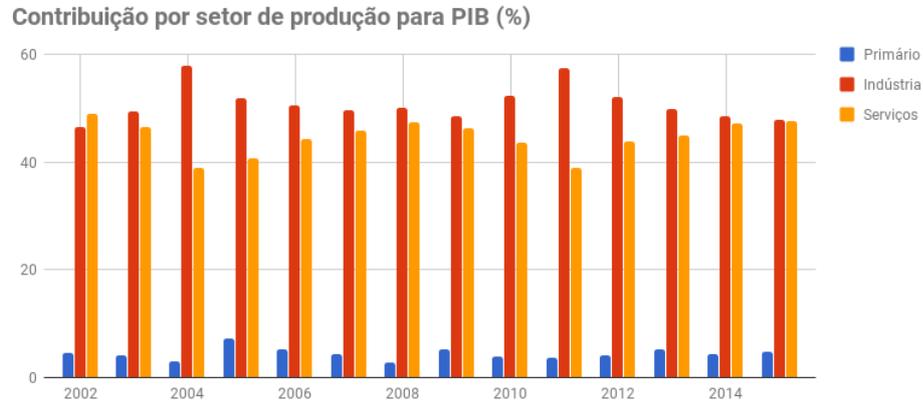
Para compreender a evolução temporal desses desequilíbrios, selecionamos duas abordagens propostas por Lardy (2011). A abordagem da despesa (Gráfico 2) identifica as fontes de demanda da economia. Ela sublinha a importância da Formação Bruta de Capital para o PIB chinês. A abordagem pela produção demonstra o lado da oferta (Gráfico 3). Extrai-se dessa, por sua vez, que a indústria continua tendo um grande papel com relação aos serviços. Era de se esperar que estes últimos viessem a dominar a oferta conforme o país se desenvolvesse, o que só parece acontecer a partir de 2015.

**Gráfico 2: Desequilíbrio macroeconômico pela abordagem da despesa, 2001-2015
(% do PIB em US\$ correntes)**



Fonte: China Statistical Yearbook. Elaboração própria.

Gráfico 3: Desequilíbrio macroeconômico pela abordagem da produção, 2002-2015 (% do PIB)

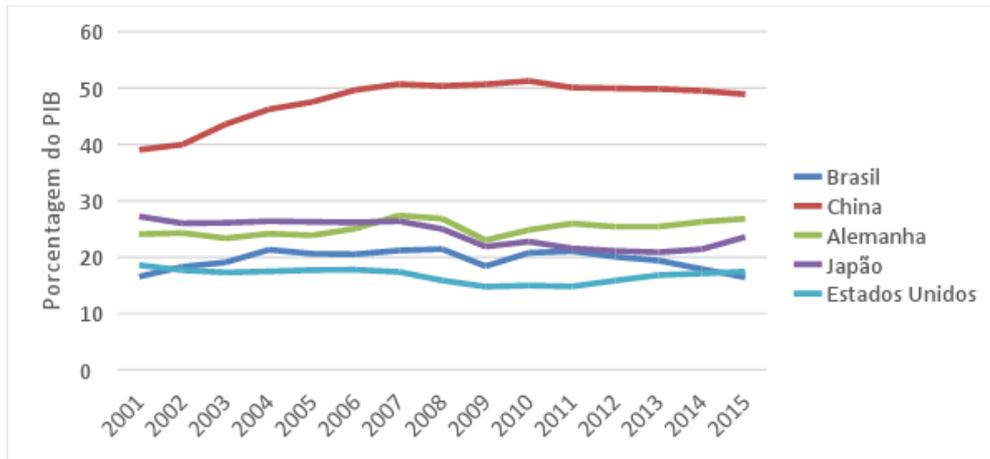


Fonte: China Stastical Yearbook 2016. Elaboração própria.

Nota-se, portanto, que os investimentos e a indústria tiveram um papel fundamental para o crescimento do PIB chinês nos últimos 15 anos. Além disso, o que a análise através das duas abordagens sugere é que o rebalanceamento pelo lado da oferta tem sido substancial, enquanto pelo lado da demanda tem sido limitado. Ou seja, tomando a perspectiva de que o normal a se esperar de uma economia em desenvolvimento que caminha para um patar mais elevado de renda seria que o setor de serviços (oferta) e o de consumo das famílias (demanda) tivesse maior protagonismo no PIB, a China só se adequa na evolução da estrutura da oferta. Um recente relatório do FMI corrobora essa conclusão: a parcela de produto da indústria e a parcela de empregos da mesma tiveram seus picos em 2011 e 2012, respectivamente. Desde então a parcela da indústria no PIB tem caído em conformidade com a queda ocorrida no desenvolvimento de outras economias no passado (ZHANG, 2016).

Uma outra maneira de utilizar as contas nacionais para entender esse desequilíbrio macroeconômico chinês é utilizar a identidade da poupança, compreendendo o consumo como resíduo da mesma. A China possui características estruturais que a posicionam como um ponto fora da curva nesse sentido. Como demonstrado no Gráfico 4, a China possui taxas muito superiores não apenas de economias avançadas como Estados Unidos e Japão, mas também de economias emergentes como o Brasil.

Gráfico 4: Comparação das taxas de Poupança/PIB para países selecionados, 2001-2015



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

O alto índice da poupança é explicado por características estruturais da economia chinesa, como a demografia e falta de seguridade social. Desde 1979, ou seja, desde o início do período das reformas no país, a poupança tem aumentado. Um estudo do FMI (IMF, 2017) identifica três momentos de aumento drástico da poupança. O primeiro teria sido após a introdução da política de filho-único (1979) e início da descoletivização rural, quando a taxa salta de 5 para 20% em 5 anos. O segundo período ocorreria após as reformas das Empresas Estatais em 1994 e o Tour pelo Sul de Deng Xiaoping. Essas, ao deixar milhões sem a seguridade social proveniente dessas empresas, elevou a taxa de poupança para o patamar de 25%. Por fim, o terceiro momento pode ser identificado com a entrada da China na OMC em 2001, sendo atribuído em grande parte ao aumento da poupança das empresas, fomentado pelo boom de exportações que ocorre a partir de então (IMF, 2017). É importante citar que, durante todo esse período, uma motivação também notável para o aumento da poupança foi o próprio surgimento de oportunidades de investimento que não existiam na antiga economia coletivizada, tanto por parte de famílias quanto empresas.

Quanto à estrutura da poupança, ela é hoje em sua maior parte composta pela poupança das famílias (15% maior do que a média global), enquanto as poupanças corporativas e governamentais tem sido semelhantes com a média dos outros países (IMF, 2017). Além desses fatores estruturais que estimulam a poupança, existem mecanismos

que reprimem o consumo e, por consequência contábil, aumentam o nível de poupança das famílias. Nesse sentido podemos citar a defasagem dos salários dos trabalhadores em relação a sua produtividade, a desvalorização do câmbio e a repressão financeira (Lardy, 2013b).

Após a entrada da China na OMC em 2001, o país passou a deter um grande desequilíbrio externo, tendo um dos maiores superávits em conta corrente da história, alcançando 15,10% do PIB em 2006. Contribuiu para esse boom exportador, além da euforia com a entrada na OMC, o grande desequilíbrio da poupança e do consumo doméstico, não sendo coincidência que a contribuição para o PIB do consumo também teria sido a menor já registrada em 2006 (35%). Ou seja, enquanto este grande boom exportador pode ser entendido como o resultado de anos de políticas industriais bem sucedidas, ele também reflete os desequilíbrios macroeconômicos.

As autoridades, portanto, reconhecendo oficialmente em 2007 que esses desequilíbrios representavam um risco para o crescimento econômico, passaram a tomar medidas concretas em ordem a mitigar os mesmos. Houve um aumento das taxas de reservas dos bancos, aumento das taxas de juros e a imposição de limites quantitativos para empréstimos bancários (LARDY, 2011). Em especial, medidas que visavam reduzir a especulação no mercado imobiliário, frequentemente caracterizado por observadores externos como sofrendo uma bolha, foram executadas. Como exemplo destas, pode-se citar o aumento do pagamento inicial na compra de mais de um imóvel em 40% do valor dos mesmos e o aumento nos juros das hipotecas (LARDY, 2011).

Logo em seguida, no entanto, ocorreu a Crise Financeira Global de 2008, um marco não só para a economia global como um todo, mas também para a compreensão dos desequilíbrios na China. Na literatura sobre desequilíbrios inclusive, há uma hipótese que o excesso de poupança na China tenha de fato contribuído para formação de uma bolha em países que super consumiam, como os Estados Unidos. Essa é a hipótese da “abundância de poupança” (BERNANKE, 2005; PETTIS, 2013a), para a qual teriam contribuído não só a China, mas também outros países superavitários na balança comercial como Alemanha e Japão.

A resposta chinesa à crise foi larga e rápida, consistindo de uma expansão fiscal e monetária (LARDY, 2011). O país implantou, ainda no último trimestre de 2008, um estímulo fiscal de 4 trilhões de renminbi. Quase dois terços desse valor se deram através

de empréstimos bancários que foram destinados, em grande parte, aos Veículos de Financiamento aos Governos Locais¹⁴ (BM, 2010). De acordo com Walter & Howie (2012), pode-se inferir portanto que:

Os emprestadores e os projetos são os mesmos do ciclo anterior – projetos de infraestrutura, empresas estatais e plataformas de financiamento dos governos locais (LGFVs). Desta vez, porém, a escala foi muito maior (WALTER; HOWIE, 2012: 76. Tradução pessoal)

O ciclo anterior referido nessa citação seria o que gerou as grandes taxas de NPLs no final da década de 1990. Além do pacote fiscal, medidas no campo monetário também foram tomadas. De acordo com Wen & Wu (2014):

[...] o Banco Central da China também, simultaneamente, aumentou a oferta monetária para prevenir deflação. A taxa de crescimento do dinheiro (M1) na China aumentou rapidamente durante todo o ano de 2009, de uma taxa anual de 5% no final de 2008 para 20% no meio de 2009, e ainda para 36% no final de 2009 (WEN;WU, 2014: 35. Tradução pessoal)

As medidas tomadas em 2007 para desaquecer o investimento na economia e diminuir a especulação no mercado imobiliário foram temporariamente revertidas (LARDY, 2011). Apesar de os bancos não terem sido forçados a realizar empréstimos se não o desejassem¹⁵ (pois isso seria contra a reforma que os tornaria, no final, mais comerciais), as autoridades estimularam a oferta e demanda por esses. A taxa de juros de referência foi diminuída e os limites quantitativos para empréstimos foram removidos.

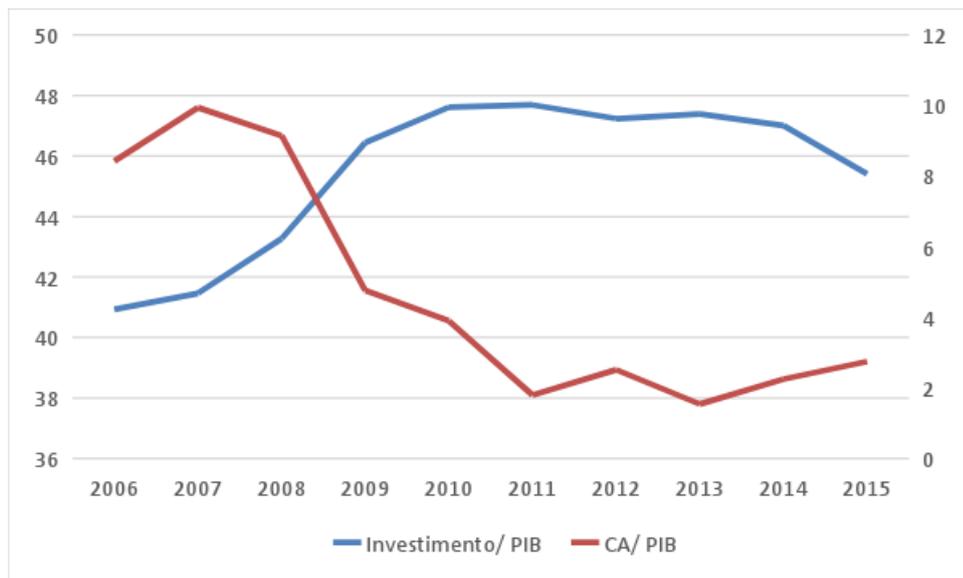
Argumenta-se aqui que este estímulo teve como mérito sustentar o crescimento do país. A alternativa seria uma crise econômica que afetaria a estabilidade da nação (LARDY, 2011). O pacote fiscal ainda contribuiu para a rápida recuperação da infraestrutura após o terremoto de Sichuan de 12 de Maio de 2008. As consequências de médio e longo prazo, no entanto, parecem não ser tão positivas. O capítulo 3 discutirá as implicações para a fragilidade financeira do país, e aqui será ressaltado seu impacto sobre

¹⁴ Uma das consequências da Crise de 2008 foi a venda da maioria das participações acionárias de bancos estrangeiros nos Big-4.

¹⁵ Stent (2016) argumenta, por exemplo, que os empréstimos direcionados para Empresas Estatais são incentivados através de garantias implícitas de pagamento pelo governo.

a estrutura econômica. Com relação ao rebalanceamento, as políticas anti-cíclicas exacerbaram ainda mais os desequilíbrios, além de modificarem seus componentes. O grande desequilíbrio externo descrito anteriormente converteu-se em um maior desequilíbrio interno (Gráfico 5). Em suma, a variável investimento cobriu a queda na variável conta corrente (CA, no gráfico).

Gráfico 5: Mudança de Desequilíbrio Externo para Interno, 2006-2015 (% do PIB)



Fonte: IMF (2016). Elaboração própria.

Argumenta-se neste capítulo que uma dinâmica conhecida como repressão financeira permitiu com que a resposta à crise tenha sido tão efetiva. Esse conjunto de políticas, no entanto, teve como consequências outros desdobramentos, o que exige uma análise mais aprofundada do conceito e de sua aplicação na China.

2.2.Repressão financeira: revisão teórica

É de ampla aceitação na literatura que após a entrada na OMC, através da análise da maioria dos indicadores de saúde financeira, os bancos chineses passaram a responder mais aos mecanismos de mercado frente o período precedente. Entretanto, em um aspecto crítico o sistema financeiro parece ter regredido: o da repressão financeira (LARDY, 2008). A importância de tratar desta questão dentro do tópico das reformas financeiras é

que, como será exposto aqui, políticas de repressão financeira, apesar de não serem a única causa, são um dos fatores que exacerbam os desequilíbrios macroeconômicos (JOHANSSON, 2012).

Repressão financeira é o termo originalmente utilizado para designar um conjunto de políticas que visa regular e/ou restringir a atuação do sistema financeiro. O termo surgiu com os trabalhos de Shaw (1973) e Ronald McKinnon (1973). Eles argumentavam que impedimentos ao desenvolvimento financeiro dificultavam o crescimento econômico ao “limitarem a quantidade da poupança que poderia ser mobilizada para propósitos de investimento, além de prevenir a intermediação financeira de canalizar esses recursos para as atividades mais produtivas” (SAHAY *et al*, 2015). A eficiência do sistema financeiro seria, portanto, menor do que no caso de um mercado competitivo (JOHANSSON, 2012).

Os principais instrumentos utilizados para repressão do sistema financeiro, historicamente, são: tetos para taxas de juros de depósitos, controle da taxa de juros, controle de fluxos de capitais e altos requisitos de reservas por parte dos bancos (REINHART, 2011; JOHANSSON, 2012). Uma grande variedade de outras políticas também pode ser considerada instrumento de repressão financeira como a propriedade estatal dos bancos, restrições à entrada no setor bancário e direcionamento de crédito (REINHART, 2011).

Nos livros de McKinnon e Shaw, o termo repressão financeira referia-se a impedimentos ao maior desenvolvimento em economias emergentes. Carmen Reinhart (2011) argumenta que não apenas os países em desenvolvimento adotaram tais políticas, mas que essas eram amplamente difundidas nos países desenvolvidos no pós – Segunda Guerra Mundial (1945-1980). Nos mercados regulados do sistema de Bretton Woods, diversas restrições facilitaram com que a dívida pública dos países fosse reduzida. A repressão financeira teria sido, portanto, um instrumento eficaz para redução de dívida¹⁶ (REINHART, 2011).

Como regra geral, a literatura mais antiga trata a repressão financeira como tendo impactos negativos para o desenvolvimento econômico (JOHANSSON, 2012). No entanto, na virada do século, economistas passaram a apontar também seus efeitos

¹⁶ Ela é mais efetiva, no entanto, quando acompanhada por uma dose constante de inflação (REINHART, 2011).

positivos (HELLMAN, MURDOCK & STIGLITZ, 1996; STIGLITZ, 2000; HUANG & WANG, 2011). Isso decorre do diagnóstico de que o aumento na frequência das crises financeiras durante o final da década de 1990 teria sido resultado de políticas de liberalização financeira (STIGLITZ, 2000). A hipótese de que essas liberalizações seriam benéficas para os países que as adotassem eram baseadas em fortes suposições incluindo competição e informação perfeita (HUANG & WANG, 2011). Como essas suposições raramente são encontradas na prática, problemas como os de informação imperfeita sugeriam que a repressão financeira seria útil para manter a estabilidade do sistema financeiro. Outro fator importante para essa nova visão foi o reconhecimento de que a restrição do desenvolvimento financeiro nas economias do Leste Asiático teria, ao menos em parte, contribuído para os períodos dos chamados “Milagres Econômicos”. (WORLD BANK, 1993, STUDWELL, 2013, CHANG, 2006).

O próprio pressuposto de que o chamado “aprofundamento financeiro”, ou seja, o aumento do tamanho e da liquidez do mercado financeiro seria benéfico ao desenvolvimento começou a ser questionado (ARCAND *et al*, 2015). A partir de determinado grau de aprofundamento, essa dinâmica passaria a ser desfavorável ao desenvolvimento. Para Arcand *et al* (2015), quando o volume de crédito estendido ao setor privado (ou setor corporativo, no caso da China) ultrapassa 100% do PIB, o aprofundamento financeiro começa a ter um efeito negativo no crescimento do produto¹⁷. Essa taxa na China em 2016 já atingira os 160% (CEIC, 2017).

Uma nota de discussão recente do Fundo Monetário Internacional (FMI) corrobora essa visão temporal do aprofundamento financeiro. Os autores reconhecem que estabelecer uma conexão causal entre finanças e crescimento econômico têm sido um desafio, mas que no geral as visões positivas com relação a essa conexão têm enfraquecido desde a década de 90 (SAHAY *et al.*, 2015). Os autores concluem que os efeitos do aprofundamento financeiro para o desenvolvimento econômico ocorrem como em uma curva em formato de sino: eles enfraquecem com maiores níveis de desenvolvimento financeiro (SAHAY *et al*, 2015).

¹⁷ Existem diversas hipóteses de por que isso ocorre, como o caráter evolutivo do crédito, que enfatiza que conforme um país se desenvolve outros meios de intermediação financeira se tornam mais importantes (DEMIGURC *et al*, 2013), aumento da volatilidade e probabilidade de crises (MINSKY, 1974), drenagem de cérebros de setores produtivos da indústria (TOBIN, 1984), entre outras (ARCAND *et al*, 2015).

Surgem, a partir de então, teorias como a da Restrição Financeira¹⁸ (HELLMAN *et al.*, 1996), inspiradas principalmente no caso do Japão, que inclusive recomendavam a sua adoção por outros países em desenvolvimento. Nela, reconhece-se que a falta de existência de condições de informações perfeitas exige algum grau de controle do sistema financeiro. Além disso, o controle das taxas de juros criaria rendas que seriam alocadas para os setores financeiro e produtivo da economia, não para o governo (que é a visão tradicional do que ocorre sob regimes de repressão financeira). Essas rendas “induziriam agentes do setor privado a aumentar a oferta de bens que não seriam ofertados em um mercado puramente competitivo (HELLMAN *et al.*, 1996).

Huang & Wang (2011) chegam a concluir que, em média, políticas repressivas auxiliam no desenvolvimento econômico. Na mesma linha, Ha-Joon Chang (2013) defende uma redução da alavancagem do setor financeiro com relação ao setor real, reduzindo de propósito os indicadores de eficiência do mercado financeiro. O controle de riscos e o direcionamento de crédito para políticas desenvolvimentistas seriam, portanto, os aspectos positivos da repressão financeira. Em suma, o grande debate na literatura pode ser resumido entre os que defendem os ganhos do chamado “aprofundamento financeiro” (MCKINNON, 1973; SHAW, 1973) *versus* os que defendem benefícios da restrição e/ou repressão financeira (HELLMAN *et al.*, 1996; STUDWELL, 2014; HUANG & WANG, 2011).

Mesmo os defensores da repressão financeira (ou, pelo menos, de políticas de restrição financeira) argumentam que elas devem ser ajustadas conforme a economia se torne mais madura. Inicialmente, quando a economia encontra-se subdesenvolvida, as políticas repressivas auxiliariam no desenvolvimento econômico. Conforme o sistema financeiro se “torna mais profundo” e sua base de capital aumenta, é sugerido que o sistema se adapte para atuar em termos semelhantes aos do clássico paradigma do livre mercado (HELLMAN *et al.*, 1996). Por outro lado, passa a se reconhecer que os ganhos do “aprofundamento” financeiro também são limitados, e que o aprofundamento excessivo poderia comprometer o crescimento econômico.

¹⁸Os termos restrição e repressão possuem diferenciação apenas nos seus objetivos. No quesito de ferramentas e políticas utilizadas, os termos são intercambiáveis. Restrição, ao trazer uma conotação menos negativa, é utilizado mais pelos defensores desse tipo de política..

2.3. Repressão Financeira na China

Pelo conceito amplo de repressão financeira, a China adotou-a desde sua fundação como República Popular em 1949. Na década de 1990, porém, o Banco Central começou a experimentar com a liberalização das taxas de juros. Contudo, este experimento foi pausado em 2004 (COUSIN, 2011). Segundo Lardy (2008) as razões para isto encontram-se basicamente no boom exportador que exigiu que os custos de esterilização fossem reduzidos. Como isso ocorreu será descrito em seguida. Para Walter & Howie (2012), há também uma investida da ala nacionalista do partido, que via com maus olhos a maior participação de instituições estrangeiras nos *Big-4*.

A repressão financeira na China ocorreu principalmente através do retorno real baixo ou negativo dos depósitos no sistema bancário. Ou seja, os depositantes estariam sendo remunerados em um valor muito próximo, ou até mesmo inferior, a taxa de inflação. Taxas negativas de retorno ocorreram em um terço dos anos na amostra do Gráfico 6. Essa medida atuaria, portanto, como um imposto implícito. Nicholas Lardy (2008) estimou o custo para os depositantes dessa taxação no primeiro trimestre de 2008 em US\$36 bilhões, equivalente a 4,1% do PIB para aquele trimestre e três vezes maior que o valor arrecadado das famílias através do imposto de renda.

Gráfico 6: Taxa de Juros Real para Depósitos na China (2001-2016, % a.a.)



Fonte: *China Statistical Yearbook 2016*. Elaboração do autor.

O estudo de Lardy (2008) é fundamental ao delinear os possíveis beneficiários desse sistema de repressão. Apesar de, em um primeiro momento, as empresas estatais parecerem ser as maiores beneficiárias, o autor argumenta que o governo é quem mais ganha no final. Isso decorre do fato de as empresas também depositarem seus lucros no sistema bancário. Os bancos, com vultosos depósitos e com a garantia de um spread, auferem lucros consistentes. Por outro lado, eles também são obrigados a reter em seus balanços grandes somas de títulos públicos do governo central, aumenta sua base de capital. Dessa forma, percebe-se que a repressão financeira diminui os custos de esterilização¹⁹ da moeda, sendo vantajosa para o país que acumulou e possui as maiores reservas internacionais. Para Lardy (2008), a justificativa pela esterilização demonstra que o maior beneficiário dessa política é o governo, sem negar que as empresas estatais e os bancos também são beneficiários líquidos (mas em menor escala).

É importante mencionar também a importância das políticas de repressão à livre mobilidade de capitais, sem as quais a repressão financeira teria sido muito menos efetiva (JOHANSSON, 2012). Ao dificultar o processo de deslocamento de ativos para o exterior, ou até mesmo para outros setores como imobiliário, mercado de ações e títulos, o Estado chinês estaria tornando a conta bancária a única alternativa de depósito/poupança.

No caso da China, a literatura especializada também não possui um consenso quanto aos efeitos das políticas de repressão financeira. Reconhecesse que a repressão financeira foi instrumental para que o país evitasse uma recessão econômica durante as crises de 1997, ao não permitir o fluxo de *hot money*, e de 2008, ao impedir o surgimento de mercados de derivativos financeiros e ao permitir com que o governo respondesse de maneira efetiva à mesma. Ela foi relevante também ao permitir com que o governo direcionasse crédito para setores estratégicos, provesse ganhos consistentes para a capitalização de seus bancos após a reestruturação e, como visto anteriormente, mantivesse os custos de esterilização e, por conseguinte, a inflação baixas (HUANG & WANG, 2011; STUDWELL, 2015).

Por outro lado, aponta-se a contribuição das políticas de repressão no exacerbamento dos desequilíbrios econômicos. Aqui é importante atentar para uma

¹⁹“Bancos Centrais as vezes executam transações de mesma soma de ativos domésticos e estrangeiros em direções opostas para anular o impacto de operações cambiais na oferta monetária doméstica. A isso denomina-se intervenção cambial esterilizada.” (KRUGMAN *et al*, 2012, p. 467)

característica especial da China quando estamos discutindo repressão financeira. Na visão clássica, a repressão financeira estimularia o consumo ao diminuir os incentivos à poupança. Também na visão original, a repressão financeira é oposta ao aprofundamento financeiro. Na China o sistema financeiro é profundo e utiliza de instrumentos de repressão financeira ao mesmo tempo. Ou seja, grande parte da poupança das famílias e empresas encontra-se no sistema bancário e ele não gera retorno.

Ao gerar ganhos consistentes para os bancos, a repressão financeira diminuiu os incentivos para que os mesmos operassem em bases mais comerciais. Ainda, tornando o crédito mais barato, o investimento foi incentivado, atrasando a transformação estrutural da economia (LARDY, 2011; JOHANSSON, 2012; PETTIS, 2013a). Assim sendo, a repressão financeira foi a ferramenta pela qual o Estado “taxou” as famílias e direcionou a poupança das mesmas para os fins que julgava adequados²⁰.

Essas visões não são necessariamente conflitantes. É útil compreender a mudança de percepção sobre a repressão financeira através de uma perspectiva temporal. Como argumentado por Stiglitz (2000), essas políticas de benéficas passam a ser contraproducentes conforme o país se desenvolve. Argumenta-se aqui, portanto, que a repressão financeira foi instrumental para o sucesso do modelo de desenvolvimento chinês, pelos argumentos demonstrados acima. É possível, no entanto, que ela tenha durado mais tempo do que o necessário, tornando-se antagônica a transformação estrutural da economia.

Justifica-se esta última afirmativa pelo fato de que a economia, apesar de estar a caminho de ser mais movida pelo consumo das famílias, continua em larga parte sendo impulsionada por investimentos. Ou seja, a China continua com taxas de investimento altas e que duram muito mais se comparadas com outras experiências históricas de países que adotaram políticas de repressão financeira no Leste Asiático (LEE; SYED; XUEYAN, 2012).

Conforme a China se desenvolve, seus objetivos de desenvolvimento econômico evoluem também. A repressão foi benéfica para todos os objetivos que incluíam de

²⁰ O ponto de vista da análise do capítulo é a partir da estrutura econômica desequilibrada atual. A afirmação referenciada pode ter uma conotação mais negativa se citada num contexto geral, pois o acesso ao crédito e o controle sobre o sistema financeiro foram instrumentos poderosos que permitiram com que a China alcançasse altas taxas de crescimento e rápido desenvolvimento tecnológico.

alguma maneira o aumento ou direcionamento dos investimentos, que eram grande parte dos objetivos das décadas anteriores, como a expansão da malha ferroviária ou a construção de moradia social. Ela, todavia, passa a inibir o avanço da China em seus novos objetivos delineados, que são objetivos que exigem reformas institucionais e outros tipos de políticas mais sofisticadas, como o já descrito rebalanceamento e a internacionalização do yuan.

Quanto a esta última, o uso de uma moeda no âmbito internacional pressupõe que ela seja relevante em escala global em suas funções fundamentais: meio de troca, reserva de valor e unidade de conta (COHEN, 1984). A repressão financeira prejudica o desenvolvimento de um mercado de capitais²¹, tornando-os menos atrativos para investidores internacionais e, portanto, coibindo a função de reserva de valor da moeda (HEEP, 2014).

2.4. Balanço das reformas e rebalanceamento

Esse sistema de repressão financeira, contudo, hoje não é mais tão poderoso. Isso se deve principalmente à liberalização das taxas de juros e do crescimento de outros veículos de financiamento na provisão de crédito. Em meados de 2013 o Banco Central Chinês extinguiu o controle sobre as taxas de juros dos empréstimos e suprimiu o controle sobre as taxas de desconto de títulos (MENDONÇA, 2015). Em 2015, foi a vez do teto para as taxas de juros sobre depósitos ser encerrado. O capítulo 3 explorará o surgimento dos novos veículos financeiros e os associará à maior instabilidade no sistema. Aqui interessa citar que o surgimento destes criou novas formas de aplicações para empresas e famílias fora da tradicional conta corrente e poupança.

Enquanto a liberalização das taxas de juros sinaliza o fim do longo período de repressão financeira, mecanismos como controles de capitais e altas exigências de capital dos bancos se mantêm. Segundo os mais famosos indicadores *de jure* (CHINN; ITO, 2006), a China quando comparada tanto as de economias avançadas quanto de economias emergentes, possui uma Conta Financeira relativamente fechada. Contudo, de fato, ao se

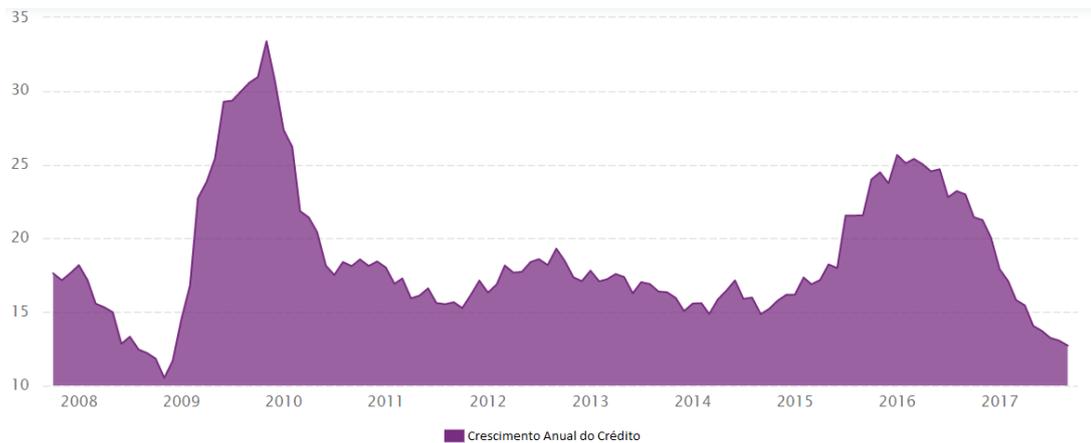
²¹ Por exemplo, o controle da taxa de juros de depósitos e empréstimos dos bancos também pressupõe o controle da taxa de juros de referência (títulos). Se essa última fosse determinada pelo mercado, o país operaria *de facto* com duas taxas de juros.

analisar as contas “Outros Investimentos” e “Erros e Omissões do Balanço de Pagamentos”, o país é mais aberto do que os indicadores *de jure* apontam. Em 2015 a saída de capitais líquida foi de US\$648 bilhões de dólares (equivalente a 5,8% do PIB), número recorde (IMF, 2017).

A partir de 2015, com a liberalização das taxas de juros e com, apesar de ainda relativamente fechada, a Conta Financeira mais aberta do que nunca, poder-se-ia dizer que a reforma bancária estava completa e que estes passariam a operar em bases quase completamente comerciais. No entanto, é neste ponto que importa caracterizá-los como Bancos Híbridos (STENT, 2016). Seu controle pelo Estado ainda serve aos interesses do mesmo. Em 2008, com o pacote fiscal e monetário, os bancos foram instrumentais para o aumento de crédito disponível para economia. Tudo indica que o desequilíbrio interno se tornou tão grande, ou seja, o crescimento econômico se tornou tão dependente do investimento a partir desse pacote, que se a variável investimento diminuir de maneira repentina há um risco de colapso do crescimento econômico.

Entender os bancos desta forma, portanto, nos ajuda a compreender porque alguns setores continuam recebendo crédito subsidiado. É interessante notar o segundo pico do Gráfico 7 abaixo, que demonstra a utilização do crédito para aquecer a economia²² novamente 4 anos após o fim do pacote anti-cíclico. No entanto, explicar a realidade apenas através do caráter híbrido dos bancos, menosprezaria dinâmicas igualmente importantes para a manutenção de elevados níveis de crédito. Cabe aqui, portanto, introduzir duas explicações adicionais para o crescimento do crédito no pós crise e porque este não arrefeceu mesmo depois de quase dez anos.

²² Motivos para a necessidade deste aquecimento podem ser encontrados após a queda de mais de 30% dos índices da Bolsa de Shanghai em Junho-Julho de 2015 e das turbulências subseqüentes. Contribuíram também a fraca recuperação da economia global, entre outros fatores.

Gráfico 7: Crescimento Anual do Crédito Doméstico (2008-2017)

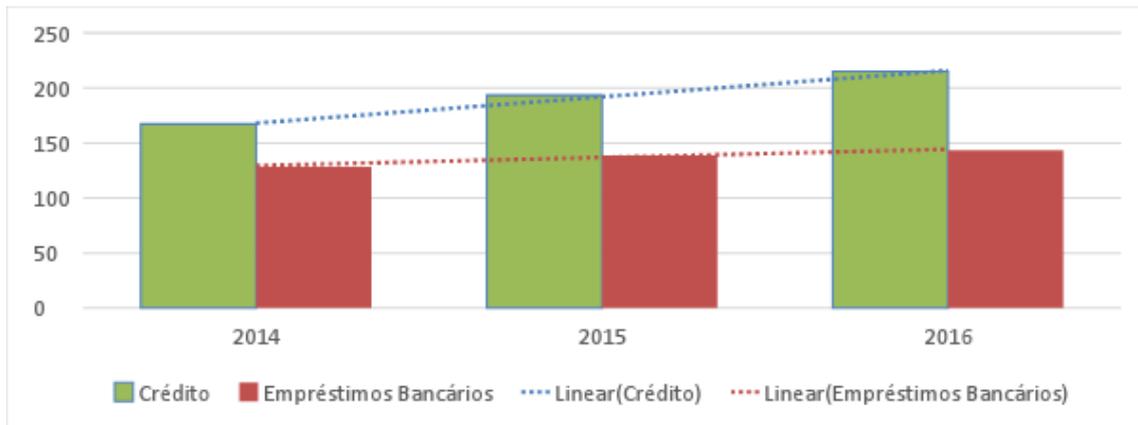
Fonte: CEIC Data.

Em primeiro lugar, a reforma do setor financeiro depende de reformas em outros setores, especialmente nas empresas estatais. Como descrito no capítulo 1, durante a reestruturação bancária do final da década de 1990, a reforma das SOEs foi instrumental para que empréstimos para empresas chamadas, à época, de “zumbis” não prejudicassem o balanço recém limpo dos bancos. Hoje, como demonstrado pelo Gráfico da intensidade do crédito (Gráfico 11), há fortes evidências a favor dos que argumenta que há má alocação de recursos na economia em larga escala. Novamente, as Empresas Estatais são sugeridas como sendo fonte dessas ineficiências (IMF, 2016).

Em segundo lugar, uma explicação adicional para o crescimento do crédito, mas não necessariamente para sua ineficiência, é a dissociação do crédito e do sistema bancário oficial. As linhas de tendência do Gráfico 8 indicam isto para os últimos três anos. Esse argumento também dá sustentação a hipótese de que a repressão financeira durou tempo demais, gerando o crescimento do chamado sistema bancário sombra²³. Demonstra-se a necessidade de estudar esses outros setores da economia para compreensão do sistema financeiro chinês hoje, o que será realizado no terceiro capítulo.

²³ Tradução livre do termo em inglês *Shadow Banking*.

Gráfico 8: Comparação entre Crédito Total do Sistema Financeiro e Empréstimos do seto bancário com relação ao PIB, 2014-2016



Fonte: China National Bureau of Statistics.

Do ponto de vista da estrutura microeconômica do setor financeiro, duas características passaram a defini-lo, principalmente a partir de 2013: a desbancarização (1) e a evolução bancária (2). Por evolução bancária entende-se que as reformas que ocorrem hoje não são mais tão transformativas quanto as da década anterior. Essas passam a ser de caráter mais microeconômico e focadas em ganhos incrementais de eficiência. A repressão financeira passa a ser relaxada e a ênfase do desenvolvimento financeiro passa do aprofundamento para a acessibilidade e alargamento. Na análise de Stent (2016) do documento final sobre reformas propostas da Terceira Plenária do 18º Comitê Central do PCCh de 2013, os líderes chineses reconheceriam que a reforma bancária dos *Big-4* estaria completa. Isso decorre do fato de que não há nenhuma citação de alteração de propriedade, regulação e administração dos grandes bancos (STENT, 2016). O foco se daria, a partir de então, no desenvolvimento do “alargamento” das finanças, ou seja, desenvolvimento de meios alternativos aos bancos para intermediação financeira. Nesse quesito, são citados especialmente o mercado de ações e o de títulos²⁴.

O documento é o principal representante da visão chinesa do que são as reformas a partir de 2014 e o que serão nos próximos anos. Para Stent (2016, p. 244) essa é a abordagem de socialismo de mercado para as reformas, contrastando com a visão mais

²⁴ Documento traduzido para o inglês disponível em: http://www.china.org.cn/china/third_plenary_session/2014-01/16/content_31212602_3.htm

liberal proposta por analistas estrangeiros e pelo documento *China 2030* do Banco Mundial/NDC²⁵.

2.5. Caminhos para o Rebalanceamento

Por fim, ao definirmos o rebalanceamento como um objetivo estratégico para China e discutirmos o papel do sistema financeiro neste, é importante também discutirmos o debate em torno dos meios pelo qual esse rebalanceamento se dará. Essa seção fará uma breve revisão da literatura sobre o tema dos meios para rebalancear a economia chinesa. A exposição aqui não busca ser exaustiva, pois há um grande e complexo mix de políticas que são recomendados por diferentes analistas para solucionar os desequilíbrios. Serão expostos aqui duas visões que são mais propagadas e mais abrangentes²⁶.

Por um lado, a maioria dos analistas e organizações internacionais como Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional defendem a necessidade de aumentar-se a produtividade da economia. Ou seja, o crescimento deixar de ser tão dependente do investimento para tornar-se movido maiormente por ganhos de eficiência (LARDY, 2013b; STENT, 2016; WORLD BANK, 2013, ZHANG, 2013). Nesta visão, recomendam-se uma série de reformas pró-mercado, também conhecidas como “reformas do lado da oferta²⁷”. Exemplos destas seriam a desregulamentação do setor de serviços (que possui maior produtividade) e reforma das empresas estatais (que, em sua maioria, seriam ineficientes na alocação de recursos). O símbolo desta visão é o relatório *China 2030*, resultado de uma parceria entre o Banco Mundial e o Centro de Pesquisa em Desenvolvimento do Conselho de Estado da República Popular da China:

Um sistema financeiro saudável e eficiente é essencial na busca da China por se tornar uma sociedade harmoniosa e de alta-renda. Primeiro, conforme a oferta de mão de obra e de capital diminui, a China dependerá mais no crescimento da produtividade, que deve

²⁵ Centro para Pesquisa em Desenvolvimento (NDC) é um think tank chinês. A colaboração para elaboração do documento junto ao Banco Mundial demonstra a existência de formadores de opinião dentro da China que também defendem a reforma pela abordagem do livre mercado (STENT, 2016, p. 244).

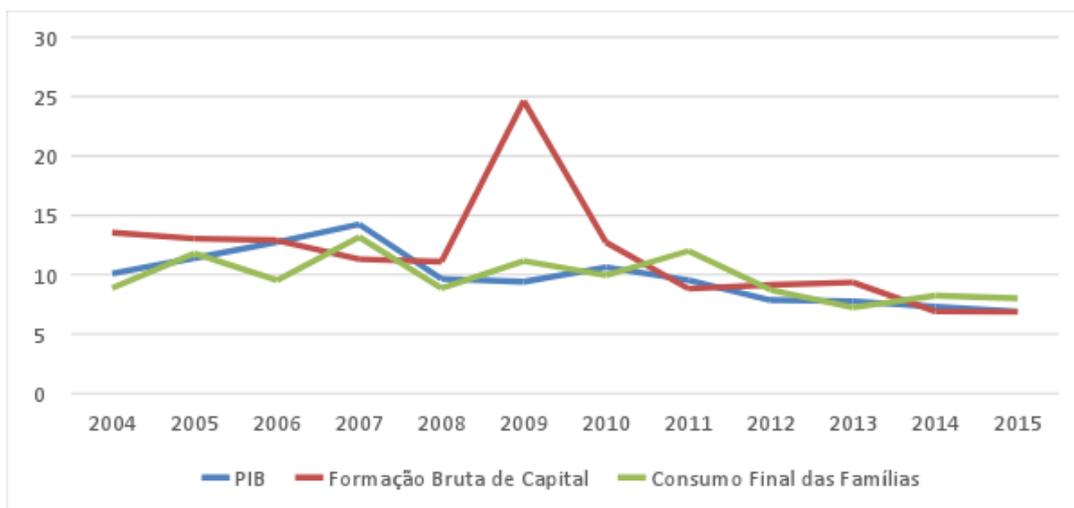
²⁶ Discussões para o problema da dívida crescente e intensidade do crédito obviamente também fazem parte da discussão sobre o rebalanceamento. No entanto, estas serão discutidas no capítulo 3, a fim de codensar toda a análise da dívida em um só lugar.

²⁷ Tradução livre do autor do termo “Supply-side reforms”, muito utilizado na mídia chinesa.

ser apoiada por um sistema financeiro através do aperfeiçoamento da alocação de capital.”
(WB; PRC, 2013: 54. Tradução pessoal)

A medida propulsora direta para o consumo seria o aumento dos gastos sociais do governo central chinês. A lógica para isso é que, como explicado anteriormente, parte da poupança decorre da falta de seguridade social (ZHANG, 2016). O representante da visão de que o problema é mais urgente e que ganhos de eficiência não seriam suficientes para resolver a situação em um prazo adequado é Michael Pettis. Para ele, o consumo teria que crescer em média 4% a mais do que o crescimento do PIB para representar 50% do PIB em 10 anos (PETTIS, 2013b). Como indicado pelo no Gráfico 9, apesar de o consumo final das famílias crescer mais do que o PIB e a FbK nos últimos anos, a diferença não passa de 2%. O rebalanceamento, em vista disso, não estaria sendo rápido o suficiente.

Gráfico 9: Crescimento de Componentes Seleccionados da Demanda e do PIB (%), 2004-2015



Fonte: China Statistical Yearbook

Seguindo essa lógica, medidas mais drásticas seriam necessárias para mudar a estrutura da demanda no médio prazo. Sendo assim, Pettis (2013b) argumenta que:

Para administrar o rebalanceamento são necessárias transferências substanciais de riqueza (ativos) de governos locais para famílias comuns para impulsionar o consumo. Este é o motivo porque a China não tem conseguido controlar o crescimento do crédito no passado. O governo central tem tido que lutar contra os interesses velados das províncias, que se opõem a qualquer tipo de transferência. Sem essas, menor crescimento do PIB significará maior desemprego. (PETTIS, 2013a: 147. Tradução pessoal)

A lógica das transferências entre setores permeia toda a análise de Pettis sobre o desenvolvimento chinês nas últimas décadas. A liquidação das NPLs descrita no Capítulo 1, para ele não foi solucionada através do crescimento da economia (“resolvendo a dívida através do crescimento”), mas sim foi resolvida por largas transferências do setor das famílias através da repressão financeira (PETTIS, 2013b). Seu diagnóstico sustenta, portanto, a argumentação feita anteriormente neste capítulo de que a repressão financeira foi instrumental para recapitalização dos bancos e exacerbamento dos desequilíbrios macroeconômicos.

Uma terceira alternativa, não exclusiva com relação às outras duas, mas que auxilia dando maior tempo para que as reformas no mercado interno ocorram, se manifesta através da política externa chinesa. Empreendimentos como a Nova Rota da Seda, Banco Asiático de Desenvolvimento em Infraestrutura (AIIB) e a expansão de projetos de infraestrutura na África podem ser entendidos como um meio de exportar o excesso de poupança e manter o emprego em setores superaquecidos da economia interno, como construção civil e produção de produtos primários

2.6.Considerações Finais

Foi objetivo desse capítulo demonstrar a centralidade e a interdependência entre rebalanceamento e reformas no sistema financeiro. Mostrou-se como o sistema financeiro tornou-se mais reprimido até meados de 2013. O próximo capítulo tratará das consequências que as políticas desse período trouxeram para o aumento da fragilidade do sistema financeiro. A partir de 2015 as reformas prosseguiram e a repressão financeira deixou de ser um empecilho para o rebalanceamento. O grande debate na literatura sobre soluções para o desequilíbrio e a predominância do desenvolvimento foi resumido como possuindo dois lados: o lado que defende reformas que aumentem a produtividade e o lado que defende transferências do setor governamental para o das famílias. A reforma do setor financeiro objetivando tornar os bancos mais comerciais é benéfica para o rebalanceamento. Os bancos, todavia, apresentam ainda caráter híbrido (STENT, 2016) e operam em um ambiente institucional que incentiva a provisão de crédito para Empresas Estatais não eficientes e, como veremos no Capítulo 3, incentiva a comercialização de WMPs.

No próximo capítulo, examinaremos em detalhes os principais pontos que expõem o sistema financeiro a uma possível crise. A conclusão do mesmo de que o aumento da dívida tem sido muito rápida e os precedentes históricos pessimistas dão mais força à tese de Pettis (2013b) de que apenas largas transferências de ativos entre os setores poderão remediar a situação.

3. EMERGÊNCIA DE FRAGILIDADES NO DESENVOLVIMENTO CHINÊS

Este capítulo terá como foco a exposição das fragilidades que emergiram na última década na China. Retomando a noção apresentada na introdução deste trabalho do papel dual das Finanças (MINSKY, 1986; WINKLER, 1998), aqui será explorado o aspecto mais negativo do desenvolvimento das mesmas. É importante lembrar que o papel dual é inerente ao desenvolvimento das finanças em si, não sendo o mesmo exclusivo à China. No entanto, há características específicas que se desenvolveram na República Popular, através de instituições e processos diferenciados, que merecem maior atenção.

Identificaremos as fragilidades tanto do ponto de vista macroeconômico como através de breves análises setoriais. A análise macroeconômica demonstrará os resultados de anos de crescimento desequilibrado e buscará na literatura especializada indicadores para avaliar o risco de uma crise emergir na China. A análise dos setores mais frágeis do desenvolvimento chinês busca identificar de onde podem surgir choques no curto prazo que refletirão no sistema bancário.

3.1. Emergência da fragilidade financeira na China: aspectos macroeconômicos

O termo fragilidade financeira aqui é utilizado no sentido proposto por Calomiris (1995), ou seja, de que instituições financeiras, formas de contrato e políticas financeiras afetam o grau de volatilidade em uma economia. Calomiris (1995) argumenta que essa volatilidade é fruto do papel do sistema financeiro como fonte e também como propagador de choques entre setores da economia. Esse papel de fonte/propagador na China já foi demonstrado na análise dos motivos que levaram as autoridades a promoverem reformas do setor financeiro na década de 1990 (Capítulo 1). Argumenta-se aqui que novas fragilidades, apesar de diferentes em essência, surgiram no pós-crise de 2008.

O termo também possui forte relação com a Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky (1992). Ela traz para a análise econômica a forma como a propriedade ou o controle de operações de bens de capital são financiados (MINSKY, 1986). Segundo esta, a própria prosperidade em “períodos de tranquilidade” de economias capitalistas

engendraria o surgimento de instabilidades. Com a saturação de oportunidades fáceis e claras de investimento, estruturas cada vez mais complexas e frágeis seriam financiadas.

Do ponto de vista do crescimento econômico sustentável, o Capítulo 2 já abordou como a dependência na variável investimento constitui-se como uma fragilidade²⁸. Este argumento, no entanto, pode ser desdobrado em vários pontos mais específicos que serão explorados nesta seção. Além disso, essa discussão torna necessário um aprofundamento ainda maior da resposta chinesa à crise de 2008. Como descrito também no capítulo anterior, haviam sinais de liquidez excessiva, gerando fenômenos que se assemelhavam a bolhas de ativos, principalmente no mercado de ações e no mercado imobiliário já em 2007 (LEE; SYED; XUEYAN, 2015) (LARDY, 2011).

A crise de 2008 atingiu o emprego no setor manufatureiro da China via queda das exportações. Com o risco de instabilidade causada pelo maior número de desempregados e de a economia entrar em uma espiral de queda da demanda agregada, o governo agiu rapidamente com o pacote monetário e fiscal descrito no Capítulo 2. A partir de então, a narrativa *mainstream* do que ocorreu é de que, dada a ainda grande participação das Empresas Estatais na economia (cerca de 20%) e as capacidades acumuladas principalmente em setores como o de infraestrutura, estes se tornaram os instrumentos mais apropriados pelos quais a política fiscal e monetária (principalmente via crédito bancário) ocorreriam (WEN; WU, 2014). Por outro lado, análises com a de Nicholas Lardy (2012) mostram que, no caso dos empréstimos, o crescimento dos mesmos para as pequenas e médias empresas foi duas vezes maior que o crescimento para as empresas grandes e que o total de empréstimos para as empresas pequenas de fato ultrapassou o para empresas grandes em 2009 (LARDY, 2012).

²⁸ É importante reiterar que os altos níveis de investimento, fora dos padrões internacionais, permitiram o rápido desenvolvimento econômico do país e a modernização de setores estratégicos como aeroespacial, militar, naval, etc. O investimento foi essencial para o aumento do poder internacional por parte da República Popular da China.

Apesar de haver diversas divergências sobre quais setores foram mais beneficiados e se a economia se tornou mais estatizada ou não, o fato é que a ampliação da liquidez no sistema criou incentivos para que os agentes se endividassem. Como produto disto, a China acumulou um grande volume de dívida total, equivalente a 238%²⁹ do PIB em 2016³⁰. Ao se analisar essa soma, o que mais impressiona é a velocidade com que ela se acumulou, partindo de um total de 142,6% em 2007. A China hoje se encontra no mesmo nível de endividamento total que muitas economias avançadas, além de ter se tornado a economia emergente mais endividada. Ao desagregarmos esta dívida, no entanto, nota-se que a dívida pública³¹ e a dívida das famílias com relação ao PIB é relativamente baixa. A dívida corporativa neste período é, de longe, a que possui maior crescimento, colocando o setor corporativo chinês como o mais alavancado entre as grandes economias (Gráfico 10).

Tabela 2: Dívida desagregada (em bilhões de RMB) (2009-2016)

Dívida Desagregada (Bilhões de RMB)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Governo	15.024	14.472	20.385	23.642	26.566	33.566	26.660	27.323
(% do PIB)	43%	35%	42%	44%	45%	52%	39%	37%
Corporações	42.424	51.879	59.547	71.547	83.414	95.033	106.575	116.755
(% do PIB)	122%	126%	122%	132%	140%	148%	155%	157%
Famílias	8.182	11.259	13.607	15.138	19.860	23.151	27.031	33.373
(% do PIB)	23%	27%	28%	28%	33%	36%	39%	45%
Dívida Total	65.630	80.610	93.847	111.328	129.840	151.750	160.266	177.451
PIB	34.908	41.303	48.930	54.037	59.524	64.397	68.905	74.413
Dívida Total (% do PIB)	188	195	192	206	218	236	233	238

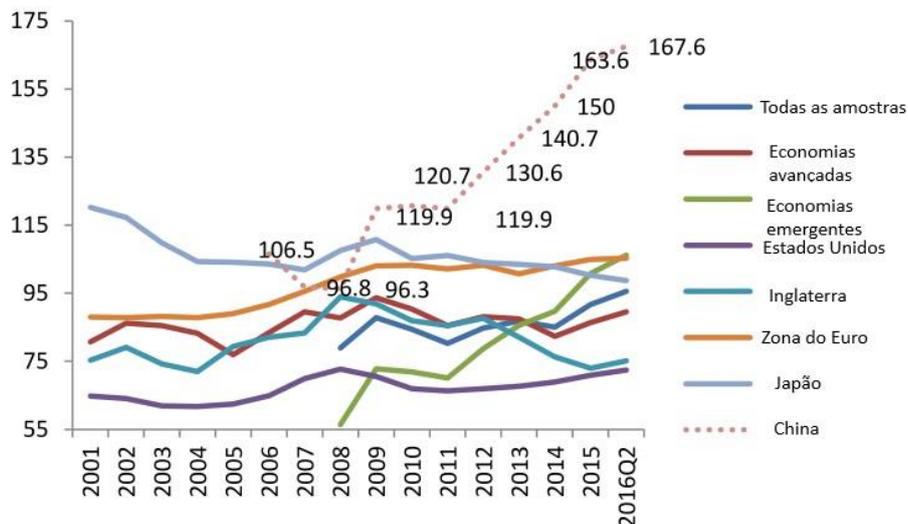
Fonte: CEIC Data. Elaboração do autor.

²⁹ Segundo dados da CEIC Data.

³⁰ As estimativas do que é dívida pública variam. Por exemplo, em algumas estimativas a dívida dos LGFVs é tida como dívida pública, em outras (como no caso da maioria dos relatórios chineses) é tida como privada.

³¹ “Como o estímulo [de 2008] foi financiado majoritariamente por crédito bancário, a dívida do governo diminuiu entre 2009-2010” (LARDY, 2011).

Gráfico 10: Relação Dívida/PIB do setor corporativo não-financeiro na China, 2001-2016(2º Trimestre)



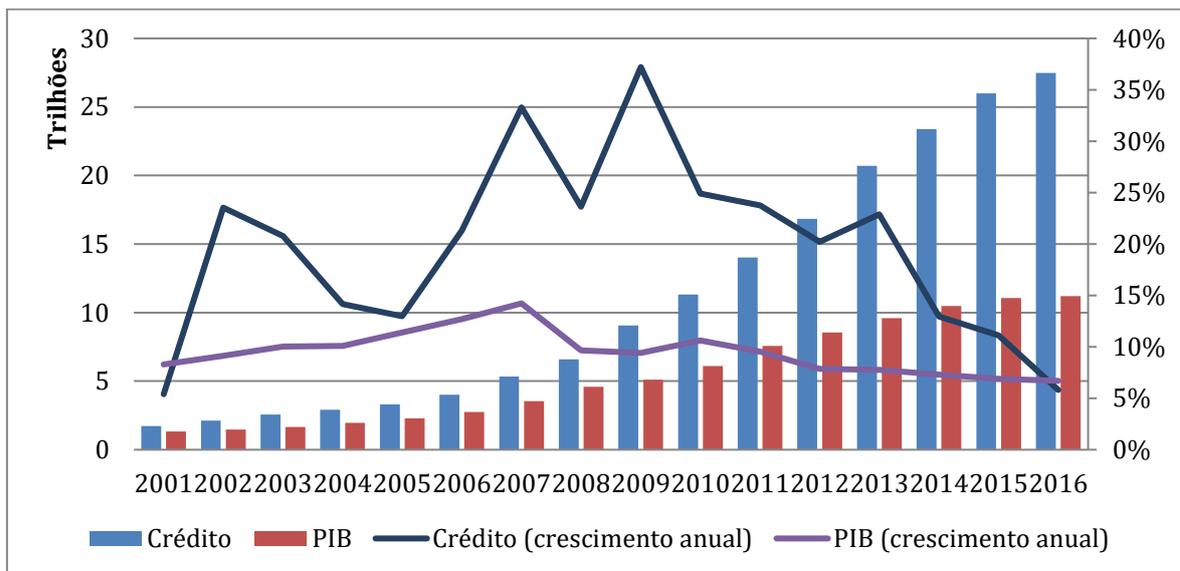
Fonte: PBOC (2017a). Tradução livre pelo autor.

A dívida corporativa não-financeira, portanto, tanto pela sua escala quanto pela velocidade que se acumulou, constitui-se em uma fragilidade da economia chinesa. Isso justifica uma decomposição ainda maior dessa dívida para entendermos os motivos e os setores que estão mais alavancados. Este trabalho busca também realizar essa análise, que será encontrada mais à frente na análise de setores.

No entanto, valores como os demonstrados da relação dívida/PIB não explicam se essa dívida é sustentável ou não. Para compreender a sustentabilidade desta relação é importante a análise da intensidade do crédito (Gráfico 11). O mesmo demonstra que é necessário cada vez maiores volumes de crédito para gerar a mesma quantidade de crescimento. Apesar da taxa de crescimento do crédito ter diminuído desde 2013 e ter sido até mesmo menor que a do crescimento do PIB em 2016, o volume neste mesmo ano de crédito foi quase três vezes maior do que o de produto interno bruto gerado. Isso não é prova de que o crédito não tenha sido eficiente, pois o mesmo pode estar financiando tecnologias mais sofisticadas enquanto a China entra numa etapa mais avançada de desenvolvimento. Mas outras evidências que serão discutidas a seguir, se analisadas em conjunto com esse aumento da intensidade do crédito, indicam que há grandes chances de existir um volume de crédito que financia investimentos que não trarão retorno.

Um argumento complementar ao da intensidade do crédito é o exposto no trabalho de Lee, Syed e Xueyan (2013). A análise deles sugere que, antes de 2000, 10% de aumento no investimento gerava em média 2-3% de crescimento no consumo privado na China. Enquanto essa taxa depois de 2000 se torna insignificante para as províncias costeiras, esta cresce para 6% nas províncias interioranas. Os autores chegam, portanto, a conclusão de que “em algumas regiões, o consumo privado tem, em média, sido mais dependente do investimento do que antes” (LEE; SYED; XUEYAN, 2013, p. 13). A probabilidade de que isso esteja de fato ocorrendo agrava os desequilíbrios da economia chinesa e torna os impactos de uma queda dos níveis de investimento nas províncias interioranas ainda mais severos.

Gráfico 11: Relação entre Crédito e PIB na República Popular da China, 2001-2016



Fonte: Bank for International Settlements. Elaboração do autor.

3.2. Riscos de uma crise financeira

Essa larga e rápida acumulação de dívida fez com que muitos analistas atentassem para os crescentes riscos de uma crise financeira na China. Primeiramente cabe um aviso de que o tema exige muito cuidado, pois se corre o risco de cair em duas armadilhas que se encontram em espectros opostos nas análises. O primeiro risco é o de argumentar que a China sofrerá uma crise financeira pela justificativa histórica de que todos países que

investiram ou estenderam o crédito na escala e pelo tempo que a China o fez sofreram. Este argumento não leva em conta diferenças institucionais que tornam o caso chinês único. O outro risco é argumentar justamente o oposto, de que o país não sofrerá uma crise por possuir esses diferenciais e pelos líderes chineses terem mais de 40 anos de *expertise* em reformas econômicas. Este último tipo de raciocínio assemelha-se ao aplicado ao caso japonês nas décadas de 70 e 80, quando especialistas chegaram a afirmar que o Japão³² ultrapassaria os Estados Unidos como potência econômica mundial (VOGEL, 1979).

Feitas essas ressalvas, há indícios de que a economia chinesa de fato corra riscos de uma crise financeira. O primeiro tipo destes surge ao comparar a experiência chinesa com experiências anteriores de desenvolvimento econômico, principalmente na Ásia. Este argumento é resumido por Maliszewski *et al* (2016) no seguinte excerto:

De 43 economias em que a taxa de crédito/PIB aumentou mais de 30 pontos percentuais dentro de 5 anos, 38 dessas experimentaram rupturas severas, que se manifestaram através de crises financeiras, diminuição do crescimento, ou ambas. Enquanto a crise [chinesa] não é nem eminente nem inevitável, evidências econométricas encontradas em Dell’Ariccia e outros (2016) mostra que a probabilidade de um resultado negativo aumenta se o boom dura mais de seis anos, começa a partir de um alto nível de aprofundamento financeiro, e desenvolve-se rápido. A China atende todos esses critérios. (Maliszewski et al, 2016: 2. Tradução pessoal).

O segundo tipo de indícios surge ao analisar indicadores desenvolvidos para alerta de aviso prévio de crises bancárias. Será utilizado aqui o modelo desenvolvido nos trabalhos de Borio & Lowe (2002, 2009), referência utilizada pelo Bank for International Settlements. Nestes, os autores buscaram construir e avaliar a eficiência de indicadores de aviso prévio para crises bancárias. Como base para a teoria que permeia esses indicadores, eles utilizaram uma narrativa que julgaram ser comum a todas as crises (pelo menos até 2002):

Conforme a economia se expande e os preços dos ativos se expandem, a percepção de risco diminui e o financiamento externo se torna mais barato e abundante. Esses desenvolvimentos alimentam uma expansão e, se essa for longe demais, permite com que desequilíbrios financeiros sejam mascarados por condições econômicas benignas. Os desequilíbrios sustentam distorções na

³² É importante levar essa comparação em conta com suas devidas ressalvas. Por exemplo, o Japão sempre foi mais dependente de sua “Aliança Estratégica” com os Estados Unidos, enquanto a China possui um grau de independência decisória muito maior nesse sentido.

economia real, frequentemente na forma de investimento excessivo nos setores mais afetados pelas condições favoráveis. O crescimento desequilibrado semeia as sementes para a contração subsequente. Em algum ponto, o processo entra em reversão. A menos que o sistema financeiro tenha construído defesas durante o boom, essa contração subsequente pode levar a uma instabilidade generalizada³³.” (BORIO & LOWE, 2002, p. 44. Tradução pessoal).

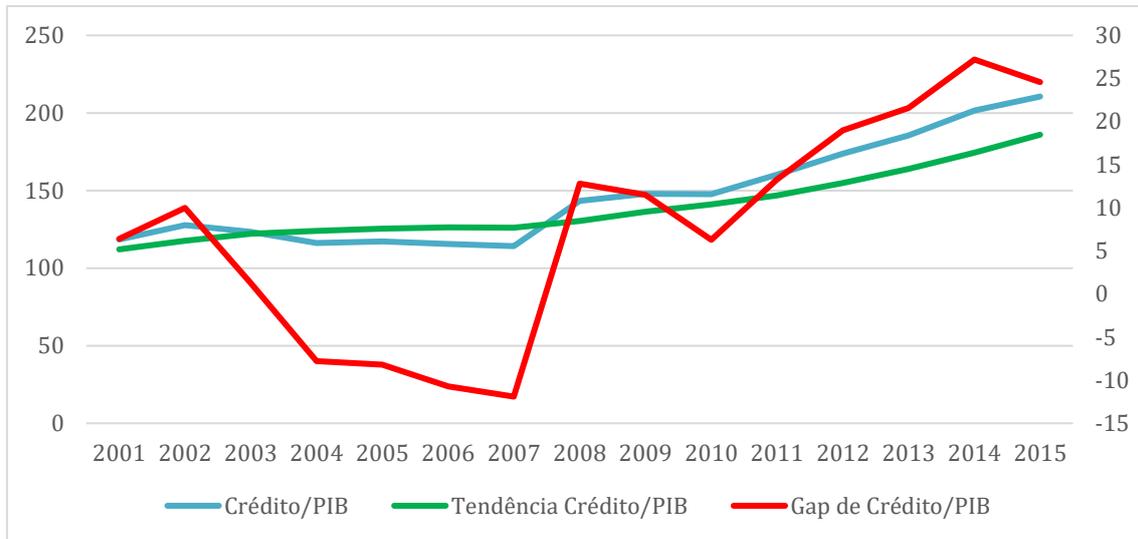
Esta citação é uma descrição bastante precisa do que ocorre na economia chinesa e da conexão entre os desequilíbrios macroeconômicos e a fragilidade financeira. Exceção é a parte que fala sobre o financiamento externo, não sendo este uma característica do desenvolvimento econômico da China³⁴. A conclusão para Borio & Lowe (2002) do excerto anterior é de que “o crescimento sustentado e rápido no crédito e no preço dos ativos deve figurar proeminente em qualquer conjunto de indicadores [para crises]” (BORIO & LOWE, 2002, p. 45). Após avaliar a eficiência na previsão de crises bancárias, o indicador que eles selecionam como sendo o mais eficaz é o composto por “gaps” entre crédito e PIB.

“*Gap*” refere-se a diferença entre a taxa esperada de crédito/PIB para uma determinada economia e a sua taxa efetiva. Essa noção baseia-se em premissas da teoria econômica neoliberal, onde grandes variações com relação ao *steady state* são indesejadas³⁵. Ao analisar-se esse indicador para a China, percebe-se que esse *gap* inclusive foi negativo entre o período de 2004-2008, mas que cresceu rapidamente depois (Gráfico 12). Para Borio & Lowe (2002), o desvio da linha de tendência passaria a ser um bom previsor de crises a partir dos 10%. Em 2015, essa taxa para a República Popular situava-se em cerca de 25%.

³³ Os próprios autores reconhecem que essa descrição, ao ser uma narrativa estilizada, deixa diversos fatores como influência de dinâmicas nos mercados imobiliários, de fora da análise. Ao deixar de lado estas dinâmicas que variam sobremaneira de país para país, o modelo se torna mais propício para comparações internacionais.

³⁴ O financiamento externo, no entanto, à época de escrita do influente artigo de Borio & Lowe era um fator comum na crise de países emergentes (Rússia, Sudeste Asiático, Brasil, Argentina, entre outros). Considera-se aqui financiamento externo apenas empréstimos tomados no exterior, e não Investimento Externo Direto.

³⁵ *Steady State*, na literatura de crescimento econômico, refere-se a uma economia cujo crescimento do estoque de capital e da população é constante. Tal economia não cresceria de fato.

Gráfico 12:Gap de Crédito na China, 2001-2015

Fonte: Bank for International Settlements. Elaborado pelo autor.

Ainda com referência ao excerto, pode-se dizer que a China efetivamente construiu as defesas. Em primeiro lugar, a própria repressão financeira, ao não permitir o desenvolvimento de outros mercados teria tornado o sistema mais estável, assumindo o caráter mais volátil do mercado de ações (MICHELL, 2012). Além disso, os altos requisitos de capital dos bancos criaram amortecedores que tornam o sistema bancário mais prudente do que o próprio acordo de Basiléia III exige³⁶. Em segundo lugar, a Conta Financeira ainda relativamente fechada, o grande volume de reservas e o baixo endividamento público constituem-se como amortecedores importantes no nível macro.

Enquanto riscos que contribuíram para crises anteriores parecem facilmente controlados pela China, outros também surgem dessas características institucionais específica. Sistemas como o de garantias implícitas³⁷ e subsídios para setores podem se tornar gatilhos para uma eventual crise. Justamente por serem fatores que são de difícil mensuração e não presentes na escala que existem hoje na China, a análise dos mesmos assemelha-se a uma especulação informada.

³⁶ Basiléia III é o último acordo, firmado em 2011, que sugere um padrão de regulação financeira internacional. Este padrão para a China, de acordo com o último relatório do BIS, responsável pela implementação do acordo, está em conformidade com os padrões internacionais, superando em diversos indicadores os níveis mínimos de precaução.

³⁷ O termo se refere a percepção de agentes de que o governo incorrerá sobre os custos de *default* da dívida de determinadas empresas.

Além da narrativa estilizada de como uma crise financeira se desenvolve, Borio & Lowe (2002) identificaram aspectos comuns às crises passadas. Dentre os mais importantes, encontram-se a (1) deterioração dos fundamentos econômicos, (2) exposição de várias instituições à uma fonte comum (“*common risk factors*”) e (3) uma dinâmica autossustentável. Argumenta-se aqui que o terceiro aspecto pode ser identificado com a narrativa estilizada de Borio & Lowe (2002) e sua versão chinesa. Para avaliarmos a presença dos outros dois fatores, teremos que partir para uma análise de viés mais microeconômico. Para isso, examinaremos abaixo as principais prováveis fontes de choques que poderiam servir como gatilhos para uma crise financeira na China.

3.3. Análise dos setores

3.3.1. *Shadow Banking*

Shadow Banking ou Sistema Bancário Sombra é definido pelo Conselho de Estabilidade Financeira (FSB³⁸) como “intermediação de crédito envolvendo entidades e atividades (completamente ou parcialmente) fora do sistema regular dos bancos” (FSB, 2016). O modelo moderno de *Shadow Banking* se originou nos Estados Unidos na década de 1970 “na forma de mercados de moeda que servia como alternativas aos depósitos bancários quando estes tinham suas taxas regulamentadas pelo FED” (ELLIOT; QIAO, 2015). Hoje, em algumas das economias avançadas, cujos principais exemplos são Estados Unidos e Reino Unido, esses sistemas sombra são maiores do que o sistema bancário normal. A falha dos reguladores de reconhecer os riscos inerentes à esses, de acordo com (BOTTELIER, 2015, p. 2) “provavelmente foi a causa mais importante da Crise Financeira Global de 2008”.

A importância do tema é que esse tipo de atividades cresce muito na China desde 2008. O sistema bancário sombra chinês em 2016 foi o que reportou maior crescimento (35%) dentre as economias monitoradas³⁹ pelo FSB (FSB, 2016). Em 2016 a China

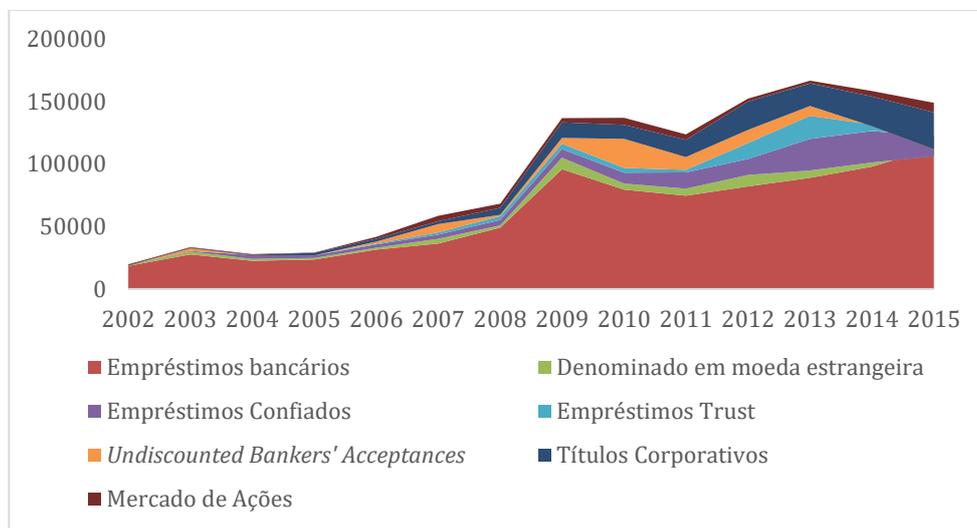
³⁸ Do inglês *Financial Stability Board*. Conselho estabelecido na reunião do G20 em Londres (2009) para avaliar riscos como os que permitiram com que a crise de 2008 ocorresse. É o sucessor do *Financial Stability Forum*, fundado em 1999.

³⁹ Informações quantitativas sobre *shadow banking* não são precisas. “Instituições diferentes usam definições diferentes e a própria natureza do *shadow banking* varia entre países. Ademais, alguns tipos de produtos de *shadow banking* (por exemplo derivativos financeiros) são difíceis de serem mensurados (BOTTELIER, 2015, p. 1)

possuía o terceiro maior volume de ativos sombra (em valor absoluto) do mundo, atrás apenas de Estados Unidos e do Reino Unido. Seu tamanho relativo a outras formas de intermediação financeira, se comparado com economias avançadas, é modesto (KROEBER, 2015).

Em primeiro lugar, é útil discutir quais as origens e porque este sistema cresce tanto nos últimos anos. Como citado no capítulo 2, o desenvolvimento deste mercado pode ser visto como um subproduto do período de repressão financeira. A regulação das taxas de juros para depósitos e seus ganhos consistentemente abaixo da inflação levariam a um aumento da demanda por outros tipos de alocação de ativos, mesmo que de natureza menos segura. Ainda pelo lado da demanda, as regulações bancárias tal como a que obrigava (até 2015) por lei os bancos a terem uma taxa de empréstimos/depósitos de no máximo 75%, dificultavam o empréstimo para setores como o de pequenas e médias empresas e famílias (KROEBER, 2015). O surgimento do sistema bancário sombra, portanto, representa uma oferta para essas fontes de demanda que não eram atendidas pelo sistema bancário oficial.

Gráfico 13: Decomposição do Financiamento Social Total⁴⁰ por Fontes (em 100 milhões de yuan)



Fonte: Banco Central da China. Elaboração própria.

⁴⁰ Indicador publicado pelo Banco Central Chinês desde 2011, que mensura a oferta monetária de maneira mais ampla do que indicadores comuns. A mesma foi criada partindo do reconhecimento que novas formas de empréstimo, fora do sistema bancário tradicional, estavam ganhando importância. O FST mensura a oferta monetária de bancos, instituições não-financeiras e famílias, excluindo títulos governamentais e dívida externa.

Essa razão, no entanto, não é o suficiente para compreender como a taxa de crescimento dessas atividades expandiu tão rapidamente a partir de 2008 (Gráfico 13). Elliot e Qiao (2015) associam a grande expansão do crédito bancário para os setores que já recebiam acesso preferencial ao crédito antes mesmo do pacote anti-cíclico de 2008 com o aumento do uso de instrumentos considerados “sombra” (neste caso, das *entrusted loans*):

Como consequência da enorme expansão do crédito bancário, muitos tomadores de empréstimo, especialmente Empresas Estatais, se tornaram muito líquidas e começaram a usar seus caixas extra para investir em atividades non-core – especialmente no mercado imobiliário – e para empréstimos, à taxas de mercado, é claro, para empresas com pouco ou nenhum acesso a crédito subsidiado. (Elliot e Qiao, 2015: 5. Tradução pessoal).

Em segundo lugar, é apropriado distinguir o sistema bancário sombra chinês de outros sistemas que são referência, tais como o dos Estados Unidos. Duas características em especial distinguem o sistema chinês do americano. A mais básica refere-se ao tipo de instrumentos utilizados nos sistemas. As leis chinesas não permitem a criação de derivativos, que foram peça-chave no desenvolvimento deste mercado nos Estados Unidos. Isso significa que os produtos financeiros chineses são muito menos alavancados do que os norte-americanos. Dang, Wang & Yao (2014) argumentam, portanto, que enquanto o sistema americano é baseado em engenharia financeira, o sistema chinês se baseia, principalmente, na existência de garantias implícitas. Um segundo ponto refere-se ao que foi arguido anteriormente: a explosão do shadow banking na China foi predominantemente puxada pela demanda. No caso dos Estados Unidos, e fruto da engenharia financeira, essa explosão foi puxada pela oferta (ELLIOT; QIAO, 2015).

Além dessas diferenciações básicas quanto a natureza do sistema, é importante caracterizá-lo brevemente para entender-se seu funcionamento e sua conexão com outros tipos de instituições financeiras na China. O tamanho do *shadow banking* chinês varia conforme a fonte e o método utilizado para a estimativa⁴¹. A maioria das fontes, contudo, utiliza as contas de “Financiamento Social Total” para basear suas estimativas (Gráfico 13). Utilizando este método aqui, nota-se que em 2013 instrumentos de *shadow banking*

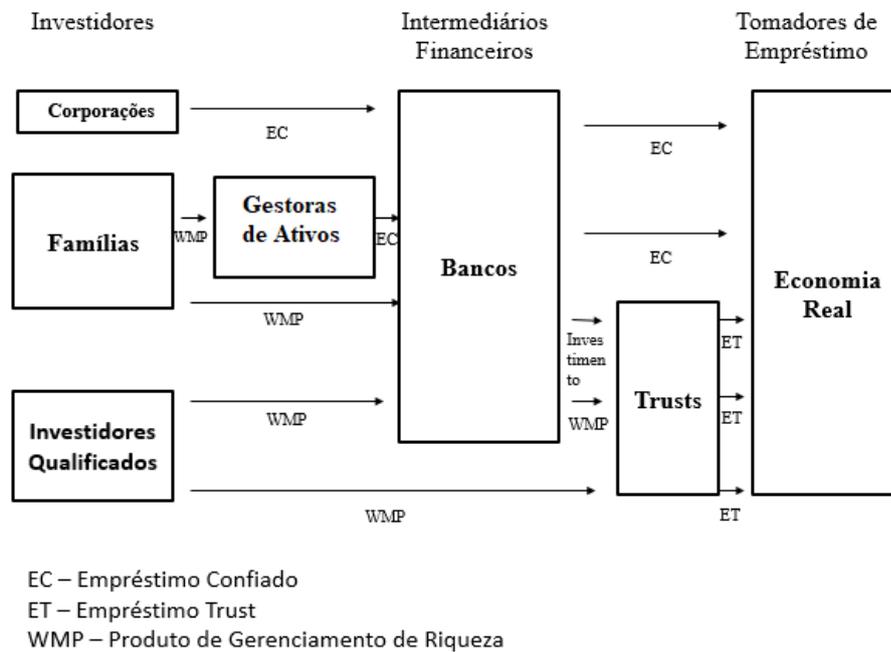
⁴¹ Estimativas de bancos e empresas de consultoria estrangeiras constantemente possuem valores muito acima dos dados oficiais providos pelo Banco Central Chinês.

somavam 1/3 do total de financiamento na economia chinesa. Essa mesma proporção reduziu-se drasticamente para 4% em 2016.

Utilizando o relatório “*Financial Stability Board Peer Review: China*” (FSB, 2015), também podemos descrever os três principais instrumentos empregados na China (Figura 3). O primeiro é o empréstimo confiado, e é um instrumento particular à República Popular da China. Ele surgiu a partir das regulações propostas em 1996, onde as empresas passaram a não poder emprestar diretamente a outras. O empréstimo confiado (1) é o meio pelo qual empresas que possuem caixa disponível utilizam um banco como intermediário financeiro para emprestar para outras empresas. Apesar dos bancos atuarem como intermediários, nesse caso essas transações não aparecem em seus balancetes, porque os riscos continuam sendo tomados pela empresa que realizou o empréstimo.

Essa prática geralmente é utilizada por empresas grandes e que possuem acesso facilitado ao crédito, direcionando-o para empresas em setores que não o possuem (FSB, 2015). Seu crescimento no pós-crise de 2008 reflete a explicação dada por Elliot e Qiao (2015), descrita na página anterior. Os riscos que esse tipo de instrumento traz são, em essência, dois: de que os setores que estejam sendo beneficiados com estes empréstimos tenham restrição de crédito por já estarem superaquecidos (1); e que grandes empresas com acesso facilitado ao crédito estejam tomando o mesmo pelo único propósito de repassá-lo para outras empresas e ganhar juros de arbitragem (2) (FSB, 2015).

Figura 3: Visão Estilizada da Cadeia de Intermediação para Instrumentos Financeiros no Mercado Bancário Sombra Chinês



Fonte: FSB (2016). Tradução do autor.

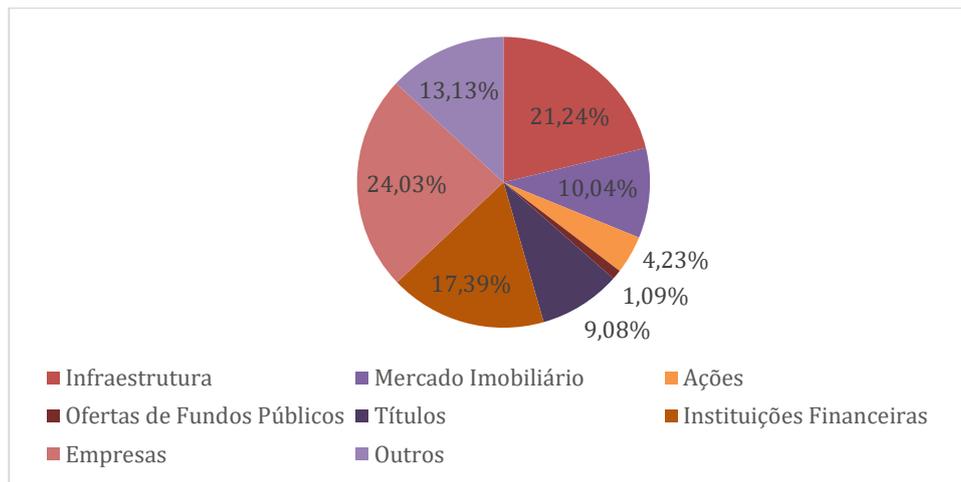
Empréstimos emitidos por *trusts* (2) também proliferaram depois de 2008. Seu ressurgimento traz lembranças de seu papel chave no crescimento das NPLs nas décadas de 1980 e 1990. A China domina o mercado de fundos *trust* no mundo, contando com um rápido crescimento nos últimos anos. Segundo o FSB (2017):

Ativos de companhias de *trust* (no mundo inteiro) situavam-se em 2,9 trilhões de dólares no final de 2015, equivalente à 4% do total de OFIs no grupo de 28 países analisados, com quase 90% destes relatados na China. Companhias de *trust* na China tem experimentado rápido crescimento nos últimos anos, crescendo a uma média anual (ajustada pela taxa de câmbio) de quase 40% desde 2011, com um aumento de 17% em 2015. (FSB, 2017: 23)

Os *trusts* recentes, no entanto, como argumentado por Elliot *et al.* (2015), lidam em sua maioria com operações que são na verdade “empréstimos disfarçados”, e contam com participação no capital de bancos que operam dentro do sistema formal. Argumenta-

se aqui que o risco advindo destes concentra-se em sua exposição a setores como o de infraestrutura e mercado imobiliário, que representaram mais de 1/3 de suas aplicações em 2016 (Gráfico 14). Esses setores apresentam ganhos apenas no médio/longo prazo, enquanto a maturidade de instrumentos de *shadow banking* geralmente são de curto prazo (ELLIOT & QIAO, 2015).

Gráfico 14: Aplicações dos Fundos por Mercados Alvo



Fonte: Associação Chinesa de *Trusts* (2016). Elaboração própria.

O terceiro tipo de produto citado na *Peer Review* do FSB são os produtos de Gerenciamento de Riqueza (WMP⁴²) (3). Estes são comercializados por uma vasta gama de instituições financeiras, inclusive os grandes bancos comerciais. Seu risco reside no fato de que suas maturidades são, geralmente, de curto-prazo e pela opacidade de suas aplicações (FSB, 2017).

Por fim, cabe entender quais os riscos que o desenvolvimento deste sistema traz para a economia chinesa e, em específico, para o sistema bancário. O principal risco reside no rápido crescimento desse mercado, sua opacidade e sua conexão com instituições financeiras oficiais. De acordo com um relatório do Instituto Global Fung, as atividades de Shadow Banking na China podem ser divididas em três camadas, citadas em ordem de maior conectividade com as atividades bancárias oficiais: atividades fora dos balancetes dos bancos (11% do PIB), aprimoramento de crédito (2% do PIB) e empréstimo não bancário (19% do PIB) (SHENG *et al*, 2015, p. 15). Sobreposições entre mais de uma dessas camadas somariam 8% em 2013. A exposição dos bancos comerciais ao não

⁴² Do inglês *Wealth Management Products*.

pagamento de dívidas na primeira camada é a mais perigosa para estabilidade financeira no que se refere ao sistema bancário sombra. Estes riscos são mitigados pela maior regulação dos órgãos competentes nos últimos anos, o grande volume de ativos e margens de segurança dos bancos oficiais e pela falta de alavancagem dos instrumentos de *shadow banking* chineses⁴³.

Pelas medidas que os reguladores têm tomado, tais como a exigência para que os bancos estatais convertam esses instrumentos para dentro de seus balancetes, parece seguro afirmar que a abordagem chinesa com relação ao sistema bancário sombra é uma de maior regulação e adequação. A demora de alguns anos entre o reconhecimento da existência deste tipo de atividade e a formulação de políticas específicas a ele direcionado sugere, também, que eles percebiam os aspectos positivos do mesmo (principalmente ao criar uma fonte de intermediação financeira para os setores e camadas que antes não a possuíam, mas que os riscos cresceram demais. A não opção da destruição deste sistema é mais um indicador da direção das reformas em para a maior liberalização do sistema financeiro.

Conclui-se desta breve análise de que, apesar do rápido crescimento nos últimos anos e de seu tamanho absoluto grande, o *shadow banking* não traz riscos grandes suficientes para causar uma crise financeira. Essa conclusão advém do fato de que os instrumentos são simples, estão sendo mais monitorados e seu ritmo de crescimento vem arrefecendo.

3.3.2. Mercado Imobiliário e Infraestrutura

A razão para inclusão do mercado imobiliário na análise setorial das fragilidades financeiras da China justifica-se pelo mesmo ser frequentemente caracterizado na mídia ocidental como sofrendo uma “bolha”. Além disso, o mercado imobiliário e de infraestrutura foram alguns dos principais motores para o desenvolvimento econômico chinês nas últimas duas décadas.

⁴³ Apesar dos instrumentos não permitirem alavancagem ao nível dos derivativos, “*trusts* guarda-chuva” permitiram com que indivíduos de alta renda colocassem aumentassem seus investimentos no mercado de ações. Como exemplo da maior atuação dos órgãos reguladores, tal tipo de atividade foi banida na China em Fevereiro de 2015 (FSB, 2015).

Primeiramente, é importante fazer uma ressalva quando analisamos o mercado imobiliário chinês. A China é um país de proporções continentais e, portanto, as condições demográficas, econômico e sociais das regiões variam muito. Ademais, os governos locais e municipais possuem grande discricção para promoverem políticas públicas no setor. Isso tudo torna a caracterização de apenas um mercado imobiliário na China inviável. Como taxonomia mais útil para esse estudo, adota-se a classificação do governo chinês das cidades em “camadas”⁴⁴. As cidades da primeira camada (Beijing, Tianjin, Shanghai, Guangzhou e Chongqing ⁴⁵) possuem dinâmicas imobiliárias particulares. Os ciclos dos imóveis tendem a ser mais pronunciados nessas em termos de volatilidade de preços (IMF, 2016). Não cabe aqui fazer uma discussão mais quantitativa desse setor, dada a mudança muito rápida de tendências, e as disparidades de políticas públicas de região para região.

O marco histórico mais importante para entender este mercado é 1998, o ano em que o mesmo foi liberalizado. Segundo Kroeber (2015, p. 76): “A privatização da habitação na China foi uma das maiores transferências de renda na história, e lançou as bases para o extraordinário boom no mercado na década seguinte.” Esta transferência, no entanto, foi desigual, no sentido de que apenas habitantes formais ⁴⁶ das cidades receberam direitos à propriedade. Esse é um dos fatores da crescente desigualdade, principalmente nas grandes cidades.

Pelo fato desse mercado ter sido liberalizado somente em 98 que não pode-se afirmar com certeza se há ou não a formação de uma bolha. Não existe algo como um *valor* fundamental com que se possa comparar o preço de mercado atual. No entanto, do ponto de vista da acessibilidade dos imóveis, poderia se especular que há o desenvolvimento de uma bolha, pois grande parte da renda das famílias de classe média e baixa são destinadas para o pagamento de imóveis. Esse tipo de análise negligencia que esta não é apenas uma característica da China, mas do Leste Asiático (KROEBER, 2015,

⁴⁴ As cidades são classificadas de acordo com seu PIB, população e nível político. Shenzhen é incluída em alguns documentos, dada sua representatividade nos dois primeiros aspectos.

⁴⁵ Essas cidades incluem cerca de 20% da população da China (BLAND, 2016).

⁴⁶ Habitantes que possuíam emprego no setor público, em empresas estatais ou eram registradas no *Hukou*, sistema de registro de habitantes das cidades. Não cabe aqui descrever o *Hukou*, mas o mesmo tem sido acusado de ser um dos principais motivos para a crescente desigualdade entre os habitantes das cidades e os novos migrantes para as mesmas.

p.80). Coreia do Sul, Japão e Taiwan também passaram (e ainda passam) pela mesma situação.

Além da falta de evidências de bolha, os governos regionais e, no caso das cidades sob administração direta (Camada 1), os governos municipais, possuem um grande leque de políticas macro prudenciais e específicas as quais podem utilizar. Como exemplo, o governo pode afetar a oferta e demanda no mercado imobiliário ao determinar os requisitos de *down-payment*, restrições de compra de propriedades, taxas de hipotecas, restrições ao financiamento de incorporadoras, entre outros (IMF, 2016).

Argumenta-se aqui, portanto, que o risco de uma crise emanar do mercado imobiliário é baixo, devido ao alto grau de controles que o governo possui sobre variáveis que influenciam os preços no mesmo. Isso enquanto as incorporadoras e os governos locais continuarem descobrindo meios de prevenir com que habitações não vendidas venham ao mercado rápido (KROEBER, 2015). Apesar do baixo risco, o impacto de uma desvalorização no mercado imobiliária seria bastante custosa para a economia. Isso decorre do fato de que esse mercado é a base para o financiamento dos governos locais. Em 2016, segundo dados do IMF (2016) vendas de terras contaram como quase 30% das receitas totais desses governos. Além de enfraquecer as finanças públicas, a exposição dos bancos oficiais e dos instrumentos de shadow banking ao mercado imobiliário são significativas.

Ainda, as medidas de controle do governo também podem gerar efeitos negativos. Como visto no capítulo 2, grande parte do estímulo pós crise de 2008 destinou-se ao mercado imobiliário e de infraestrutura. Segundo o Fundo Monetário Internacional (2016):

O governo tem tido a tendência de impulsionar o gasto em infraestrutura, atividades e crédito no mercado imobiliário durante períodos de desaceleração econômica para atingir metas de crescimento, criando a percepção de que habitação é um instrumento de demanda agregada. Essa percepção pode reforçar o papel da habitação como uma classe de ativos e amplificar ciclos de boom/bust (IMF, 2016, p.53. Tradução pessoal).

Essa visão corrobora o argumento do capítulo 2 de necessidade do rebalanceamento da economia. Pode-se dizer que as dinâmicas de controle do mercado imobiliário previnem riscos no curto prazo, mas não são sustentáveis no longo-prazo.

A necessidade ou não das grandes somas investidas em infraestrutura no pós-CFG depende de que perspectiva o analista toma. Existe um debate corrente na academia e entre analistas de China sobre se o país está investindo em projetos ineficientes de maneira sistemática. Por um lado, ao analisar-se o estoque de infraestrutura per capita, a China ainda encontra-se muito aquém das economias avançadas (8% do estoque dos EUA) (ECONOMIST, 2012). Investimentos no setor, a partir dessa visão, trariam benefícios para a economia como um todo. Por outro lado, argumenta-se que, apesar de um estoque de infraestrutura per capita baixo, a capacidade de absorção, principalmente das províncias do interior, desses investimentos, também é baixo (PETTIS, 2013). Nesta perspectiva, a capacidade de absorção do investimento por uma sociedade dependeria de um nível correspondente de renda e de instituições que permitissem a mesma. O debate é, como muitos outros em Economia, inconclusivo, pois baseiam-se em teorias e premissas diferentes.

3.3.3. Plataformas de Financiamento dos Governos Locais

A República Popular da China é melhor descrita como tendo um governo formalmente centralizado, mas que na prática é altamente descentralizado (KROEBER, 2015). Um dos indicadores disto é a porção dos gastos públicos realizados pelos governos locais: a China é classificada como o primeiro no mundo neste sentido (IMF, 2016). O problema é que esse grande gasto local não possui correspondência pelo lado da receita: desde a reforma fiscal de 1994 (capítulo 1) os governos locais sustentam grandes déficits. Isso decorre do fato incomum de que os serviços de seguridade social como o sistema de pensão pública e o seguro-desemprego são administrados ao nível local (IMF, 2016).

A contribuição dos LGFVs para as impressionantes taxas de crescimento econômico e ainda mais impressionantes taxas de urbanização já foram descritas no capítulo 1. Aqui cabe analisar os riscos que eles impõem ao sistema financeiro. O modelo de financiamento pelos LGFVs sofreu um “boom” com o pacote anti-cíclico em 2008-2009, e financiou grande parte dos projetos de infraestrutura liderados pelos governos locais. De acordo com Lu & Sun (2013) “garantias explícitas e implícitas fornecidas pelos

governos locais encorajaram os bancos a garantirem empréstimos aos LGFVs” (LU & SUN, 2013, p. 10). A quantificação desses empréstimos é difícil, dado que diversos novos instrumentos de financiamento se desenvolveram neste período⁴⁷. Ainda, estima-se que um terço da dívida dos governos locais seja financiada através de instrumentos de *shadow banking* (STENT, 2016, p. 237).

Analistas estrangeiros prestam atenção especial ao endividamento dos governos locais e da atuação dos mesmos através destes veículos de financiamento, pois “empréstimos não-regulados por governos regionais estiveram no centro de diversas crises financeiras em países emergentes, notavelmente da crise da dívida brasileira dos anos 80” (KROEBER, 2015, p. 119). Na China, o maior risco que a saúde financeira dos governos locais e dos LGFVs apresenta é sua exposição à flutuação dos valores das terras e imóveis. Como demonstrado na Figura 2 do Capítulo 1, essas são utilizadas como colateral para a dívida com os bancos oficiais. Além disso, um grande volume da dívida local é paga através da venda destas terras, com algumas províncias utilizando das mesmas para pagar mais de 60% de suas dívidas (WU, 2015). Tanto os empréstimos dos bancos oficiais quanto as finanças públicas estão expostas ao mercado imobiliário.

O governo reconheceu que a natureza deste problema é fundamentalmente fiscal e anunciou reformas desde 2013. Desde então, diversos programas, ajustados especificamente para cada província, vêm ocorrendo. Estes vão desde reconhecimento da dívida local como dívida pública nacional⁴⁸, emissão de títulos até a criação de AMCs regionais⁴⁹. A nova Lei Orçamentária introduzida em 2014 é um grande passo no sentido de assegurar a sustentabilidade fiscal dos governos locais, tendo como principal mecanismo a transformação de dívidas de curto prazo em títulos de longa maturação (IMF, 2016).

A introdução da permissão da emissão de títulos por governos locais, somado as ainda largas transferências que o governo central realiza e tem controle sobre, indicam que o risco uma crise iniciar-se por insolvência de uma região é pequeno. Os riscos,

⁴⁷Na expansão fiscal e monetária pós 2008, até mesmo Empresas Estatais de controle local desempenharam a função de LGFVs, o que dificulta a quantificação do volume total de empréstimos destinados à cobertura das receitas.

⁴⁸Dívidas equivalentes à 22% do PIB da China foram reconhecidas no balancete do governo central (IMF, 2016).

⁴⁹“Em Fevereiro de 2012, Beijing aprovou um AMC por província, sendo o primeiro lançado em Jiangsu em Maio de 2013” (ORIENTCAPITAL, 2014).

novamente, concentram-se no mercado imobiliário e as LGFVs e governos locais são mais um canal de transmissão de choques nos mesmos para os balancetes dos grandes bancos oficiais.

3.3.4. Setor Corporativo e Empresas Estatais

Como sinalizado na Tabela 2 e Gráfico 10, o setor corporativo é o grande responsável pelo crescimento da dívida na China, classificando-se assim como o setor empresarial mais alavancado do mundo. Aqui serão os expostos os principais motivos e consequências deste fenômeno. Primeiramente, é necessário distinguir duas partes do setor corporativo: as empresas privadas e as estatais. Novamente, Kroeber (2015) sucintamente define a diferença entre elas na China:

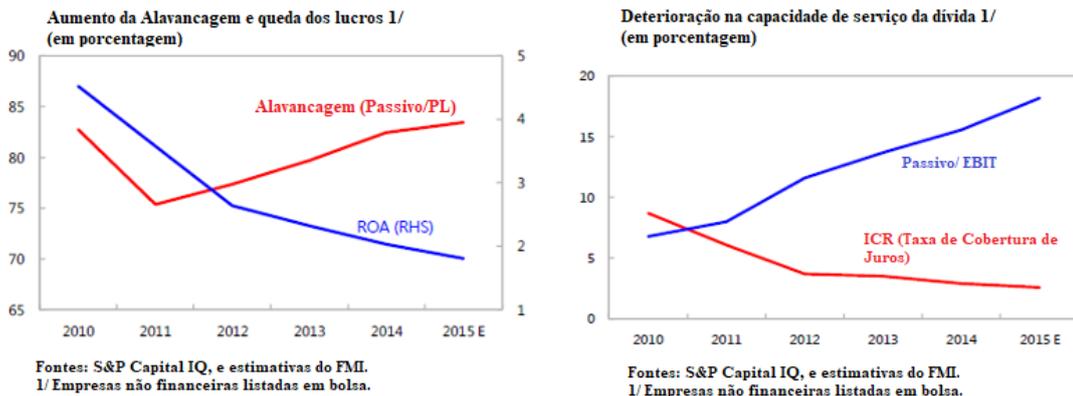
A China tem um grande e crescente setor privado, que no agregado conta pela maioria do produto econômico e emprego, e ambas as parcelas estão crescendo. Mas as empresas privadas, em média, são pequenas. A esmagadora maioria das grandes companhias na China é composta de estatais, e elas dominam virtualmente todos os setores intensivos em capital. (KROEBER, 2015, p. 89. Tradução pessoal)

Em 2016 as EEs detinham 57% da dívida corporativa total (IMF, 2016). Desagregando ainda mais, um relatório do FMI (IMF, 2016), indica que o setor industrial situado no Nordeste do país é o que possui maior alavancagem. Isso decorre do fato de que a maioria das indústrias extrativas ou de base situam-se nessa região. Estas operam hoje com excesso de capacidade, tendo seus retornos e, conseqüentemente, indicadores financeiros, se deteriorado nos últimos anos. Não é possível avaliar as empresas estatais chinesas da mesma forma com que se avaliam empresas privadas. A razão para isso é que elas operam em um sistema que na teoria econômica tradicional seria identificado como sendo repleto de imperfeições de mercado: garantias implícitas, diferença de informações entre investidores, entre outros (LAW & ROACHE, 2015).

Entretanto, estudos que utilizam os métodos sofisticados já desenvolvidos para avaliar companhias de capital aberto encontram evidências que ao nível microeconômico, a performance financeira tem se deteriorado de forma constante (LAW & ROACHE, 2015; MALISZEWSKI *et al*, 2016; FERRI & LIU, 2010). O Gráfico 15, elaborado pelo Fundo Monetário Internacional com base em dados da Standard & Poor's e tendo como amostra as empresas chinesas não-financeiras listadas em bolsa, traz indicadores neste

sentido. O Gráfico sugere que há um aumento da alavancagem destas empresas, ao mesmo tempo em que seus lucros caem (ROA⁵⁰). Também é possível notar uma deterioração na capacidade de serviço da dívida, mensurada através dos indicadores de Passivo/EBIT⁵¹ e ICR⁵².

Gráfico 15: Indicadores Microeconômicos em Deterioração, 2010-2015



Fonte: Maliszewski *et al* (2016). Tradução do autor.

Mecanismos como “*soft budget constraints*” são frequentemente citados como as causas na desproporção da dívida com relação a produto das EEs, inclusive pelo Banco Central Chinês (PBOC, 2017). Este termo se refere ao fenômeno de afrouxamento das restrições com as quais empresas (neste caso principalmente as estatais) operam. Esta pode tomar diversas formas, como acesso facilitado ao crédito, distorções de preços, ganho de favores por lobby político, *etc.* (KORNAI, 1986). Dada a reforma bancária e o maior protagonismo de sinais do mercado na avaliação de crédito dos bancos, argumenta-se que outros métodos indiretos subsidiam o crédito para estas empresas. Um exemplo disto seria no rating de crédito, controlado por empresas que também são estatais (IMF, 2016).

⁵⁰ ROA (*Return on Assets* ou Retorno sobre Ativos, em português) é um indicador financeiro do quão lucrativa uma empresa é com relação aos seus ativos.

⁵¹ EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes* ou Lucros antes dos Juros e Tributos, em português) é o indicador do quão lucrativa as operações de uma empresa são.

⁵² ICR (*Interest Coverage Ratio* ou Taxa de Cobertura de Juros, em português) mensura a capacidade de uma empresa honrar os seus compromissos financeiros. Seu cálculo é realizado pela divisão do EBIT da empresa pelo custo total de taxas de juros da mesma.

O risco que emana desta alta alavancagem e, principalmente, das EEs em setores que operam com excesso de capacidade é grande. Quanto maior a alavancagem, maior o efeito conhecido como “*Debt Overhang*”. Este efeito é descrito por Calomiris (1995) como: “Firmas que se alavancam durante booms correm o risco de sofrerem uma resposta maior no seu nível de investimentos dada qualquer queda na demanda” (Calomiris, 1995, p. 50). A alavancagem alta além de influir nos indicadores financeiros das empresas, também é produto da queda dos lucros destas, que passam a utilizar mais do crédito bancário para financiar não só o investimento, mas também estender a maturidade de dívidas⁵³ (MALISZEWSKI *et al*, 2015).

A reforma das Empresas Estatais, portanto, está novamente não apenas no centro das reformas em direção ao rebalanceamento da economia chinesa, como também da reforma financeira. Conforme visto no capítulo 1, no final da década de 90 esta reforma andou passo-a-passo com a reforma bancária, e é necessário que dessa vez ocorra o mesmo⁵⁴. O governo central tem realizado esforços importantes, principalmente através da S SASAC, para aumentar a eficiência das Estatais Centrais. O principal mecanismo para isso foram fusões entre empresas em setores avaliados como possuindo excesso de capacidade, reestruturações de indústrias de base localizadas no Nordeste do país e a criação de um sistema de classificação das EEs conforme suas receitas operacionais⁵⁵. O grande número de EEs sob supervisão de governos locais aumenta ainda mais a complexidade destas reformas. Províncias costeiras têm tido maior sucesso em fechar ou reestruturar suas EEs, enquanto as interioranas não. A razão para isso advém da grande importância relativa destas para as economias das províncias menos desenvolvidas no interior tanto no que se refere a emprego quanto produto interno bruto (MALISZEWSKI *et al*, 2015).

Além dos avanços citados acima, os *defaults* em títulos e dívidas de algumas empresas estatais têm se tornado mais frequentes. O impacto destes na precificação dos títulos indica um progresso na inserção de mecanismos de mercado para avaliar o valor

⁵³ A maior fonte de financiamento ao investimento, como na média das outras economias, continua sendo os Lucros Retidos.

⁵⁴ Como visto anteriormente, a proporção na dívida/PIB do setor corporativo das empresas privadas chinesas não pode ser ignorado (43%). O fato de, em média, elas serem de menor porte, diminui os riscos sistêmicos para a saúde financeira dos bancos.

⁵⁵ O sistema classifica as empresas estatais em: normais, zumbis e excesso de capacidade. As zumbis são aquelas que incorrem três anos seguidos de prejuízo e dependem fortemente de crédito bancário para se manterem, enquanto as firmas com excesso de capacidade são aquelas que possuem baixa taxa de utilização da capacidade instalada e perdas persistentes (IMF, 2016).

destas empresas. No entanto, dada a continuidade do crescimento da alavancagem do setor corporativo, e as projeções de que a mesma continue aumentando (CHAN *et al.*, 2016) o setor continua sendo um grande fator de risco para a economia como um todo. Apesar de não ocorrer um aumento significativo nas NPLs nos últimos anos (menos de 2% para os *Big-4*), a adição das dívidas com Menção Especial a este valor pelo FMI sugere que o volume de NPLs pode ser superior à 7% dos ativos bancários (CHAN *et al.*, 2016).

Desalavancar o setor corporativo constitui mais um desafio para a economia chinesa. Esse processo, segundo um *Working Paper* recente do Banco Central Chinês deve ser administrado prudentemente, ou seja:

[...] esforços devem ser realizados para evitar uma crise de liquidez e uma armadilha de deflação da dívida devido à rápida desalavancagem, enquanto é necessário evitar-se um bolha de ativos devido ao rápido aumento da alavancagem. (PBOC, 2017: 1. Tradução pessoal).

O papel que o Estado Chinês desempenhará no médio-prazo, portanto, deve ser ainda mais sofisticado, refinando a supervisão bancária e reestruturando as empresas estatais para evitar uma bolha de ativos. Por outro lado, se a desalavancagem ocorrer rápido demais, os estabilizadores automáticos⁵⁶ do governo serão centrais para a contenção de uma potencial crise.

3.4. Considerações Finais

A análise do início deste capítulo indicou que existe uma dinâmica autossustentável no que se refere ao investimento como fato de crescimento econômico, sendo este um motor até mesmo para o consumo em algumas províncias. Já o olhar sobre as distintas realidades setoriais sinaliza que há uma exposição de diversos setores a fatores de risco em comum, principalmente a volatilidade no mercado imobiliário. Portanto, os

⁵⁶ Estabilizadores automáticos referem-se a noção exposta por Hyman Minsky que os balancetes do setor privado tem relação com o balanço governamental. O orçamento governamental age contra-ciclicamente para suavizar o aumento nos lucros privados durante períodos de boom e impulsionar os mesmos em períodos de crise (WRAY & TYMOIGNE, 2008).

balancetes das instituições bancárias oficiais estão expostas em diversas frentes a mudanças neste. Para completar os três indicadores de Borio & Lowe (2002), há evidências de deterioração dos fundamentos econômicos apenas no setor corporativo estatal, o que indica que a reforma dessas empresas é a mais urgente.

A principal característica do sistema financeiro chinês no que tange à fragilidade, e isto não é exclusivo a ela, é o alto grau de interconexão entre ativos que servem como colaterais (imóveis e terras), dívidas e outros instrumentos financeiros. O elo mais frágil seria a alta alavancagem do setor corporativo, mas o governo detém grande controle sobre instrumentos que podem controlar esse processo. No que concerne a concentração de riscos, percebe-se que as províncias menos desenvolvidas do interior da China são as que mais dependem das EEs e portanto trarão maiores desafios para as reformas.

Comparando-se com o período pré-reforma bancária da década de 90, a China de hoje possui menos NPLs e maiores amortecedores contra uma possível crise. Se os analistas que afirmam que as NPLs são de fato muito maiores do que o reportado oficialmente, o país não poderá mais contar com altas taxas de crescimento ou transferências do setor das famílias para pagá-las. Além dos riscos de curto prazo advindos dos setores analisados neste capítulo e de acordo com a conclusão do capítulo 2, a entrada do país na situação de “Novo Normal” traz riscos estruturais, como um nível de poupança menor e mudanças demográficas que impactarão na capacidade de financiamento da economia. A manutenção dos desequilíbrios não é compatível com essa nova estrutura econômica.

CONCLUSÃO

As duas hipóteses gerais deste trabalho apresentadas na introdução foram confirmadas. É possível notar o papel dual das finanças na economia chinesa, assim como a interdependência entre o rebalanceamento e a reforma do sistema financeiro. No que se refere ao desenvolvimento econômico, tanto políticas de repressão financeira quanto inovações institucionais, como os LGFVs, foram importante para o mesmo. Foi examinado aqui também como o rebalanceamento e a reforma do sistema financeiro são interdependentes. Mesmo que as práticas de governança corporativa dos grandes bancos chineses estejam de acordo com as melhores práticas internacionais, o ambiente em que estes operam e a orientação pelo Estado através de mecanismos como o de garantias implícitas ainda incentivam o a alocação ineficiente de crédito.

Discutiu-se como as fragilidades do sistema financeiro foram exacerbadas no pós Crise Financeira Global de 2008. Estas se manifestam principalmente através de uma grande dívida corporativa, do aumento do *gap* e da intensidade do crédito. A China hoje encontra-se em um patamar onde a maioria dos países sofreu uma crise ou recessão profunda. O grande debate, que este trabalho não teve a intenção de responder, é se os amortecedores peculiares à China são o suficiente para evitar esses desdobramentos. Ainda no que tange à fragilidade financeira, concluiu-se que existem fatores de risco comum e que interligam os diversos instrumentos e mercados, principalmente o mercado imobiliário.

Ao nível da estrutura da economia, o desafio é adequar as instituições e práticas que foram tão bem sucedidas no período anterior, ao que é chamado de “Novo Normal”, ou seja, o fim de características como uma demografia jovem, rápida urbanização e grande demanda externa. Esse processo de diminuição do crescimento pode e provavelmente será instável, constituindo-se em um grande desafio para os líderes chineses. A China não poderá manter sua estrutura econômica desequilibrada enquanto sua capacidade de financiar investimentos diminuirá com o restringimento de terrenos urbanos, mão de obra disponível e recursos governamentais (LEE, SYED & XUEYAN, 2013).

Para além do escopo deste estudo, é importante citar que a China enfrenta outros riscos que podem reverberar em seu sistema financeiro, e por isso devem ser

reconhecidos. Estes constituem-se como temas complexos que exigiriam um trabalho por si só. O principal deles é o processo de liberalização da Conta Financeira, passo necessário para a almejada internacionalização do yuan. Dadas as experiências de outros países que tentaram esse passo, este processo tornará a economia chinesa mais volátil. Ao mesmo tempo, tornará os impactos de políticas econômicas domésticas ainda maior em parceiros comerciais e financeiros.

Por fim, o presente trabalho buscou ser uma referência analítica para futuros estudos de como o sistema financeiro chinês impacta as relações externas da China. Em especial, o trabalho buscou contribuir para a literatura sobre o Poder Financeiro nas Relações Internacionais. Um dos mais importantes *insights* desta é que para o país possuir o maior nível de Poder Financeiro Estrutural, ou seja, poder de moldar a estrutura em que as transações comerciais e financeiras se darão entre os países, é necessário que o mesmo possua sua moeda como a moeda de referência internacional. Por sua vez, para que esta seja referência, ela deve desempenhar a função de reserva de valor, na qual a atratividade do mercado financeiro para investidores externos detém um papel importante (COHEN, 1971; HEEP, 2014, STRANGE, 1994).

O exame do sistema financeiro chinês permite termos uma base sólida para compreendermos a relação de processos de caráter mais doméstico como o rebalanceamento e o aumento das fragilidades com processos como o de liberalização da Conta Financeira. O exame interno do mercado financeiro no caso chinês serve como primeiro passo para compreender, portanto, as perspectivas de obtenção desta forma de Poder pela República Popular da China.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARCAND, Jean Louis; BERKES, Enrico; PANIZZA, Ugo. Too much finance? **Journal of Economic Growth**, v. 20, n. 2, p.105-148, 8 maio 2015. Springer Nature.

ARSLANALP, Serkan et al. China's Growing Influence on Asian Financial Markets. **Imf Working Paper**, Washington, v. 173, n. 16, p.1-36, ago. 2016.

BLAND, Dan. **Urban Legend: China's tiered city system explained**. 2016. Disponível em: <<http://multimedia.scmp.com/2016/cities/>>. Acesso em: 14 dez. 2017.

BM, Banco Mundial. **The East Asian miracle: economic growth and public policy**. Washington: World Bank, 1993.

BORIO, Claudio; LOWE, Philip. Assessing the risk of banking crises - revisited. **Bis Quarterly Review**, Basel, p.29-46, mar. 2009.

BORIO, Claudio; LOWE, Philip. Assessing the risk of banking crises. **Bis Quarterly Review**, Basel, p.43-54, dez. 2002.

BOTTELIER, Pieter. Shadow Banking in Chin. **World Bank 1818 H Association, Economics and Financial Chapters**, Washington, p.1-7, jun. 2015.

BURLAMAQUI, Leandro. As Finanças Globais e o Desenvolvimento Financeiro Chinês: Um Modelo de Governança Financeira Global Conduzido pelo Estado. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa. **China em Transformação: Dimensões Econômicas e Geopolíticas do Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 277-334.

CALOMIRIS, Charles. Financial Fragility: Issues and Policy Implications. **Journal Of Financial Services Research**, Norwell, v. 9, p.241-257, set. 1995.

CHAN, Terry *et al.* **2016 Global Corporate Debt Demand.** New York: Standard & Poors Global Ratings S&p, 2016.

CHANG, Ha-Joon. **The East Asian Development Experience.** Chicago: University Of Chicago Press, 2006.

CHINN, Menzie D.; ITO, Hiro. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. **Journal of Development Economics**, [s.l.], v. 81, n. 1, p.163-192, out. 2006. Elsevier BV.

COHEN, Benjamin. **The future of sterling as an international currency.** Londres: Mcmillan, 1971.

COUSIN, Violaine. **Banking in China.** 2. ed. London: Palgrave Macmillian, 2011

DANG, Tri Vi; WANG, Honglin; YAO, Aidan. CHINESE SHADOW BANKING: BANK-CENTRIC MISPERCEPTIONS. **Hong Kong Institute for Monetary Research**, Hong Kong, v. -, n. 22, p.1-37, set. 2014.

DEMIRGUC-KUNT, Asli; FEYEN, Erik; LEVINE, Ross. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. **World Bank Economic Review**, Washington, v. 3, n. 27, p.476-490, set. 2013.

ECONOMIST, The. **Capital Controversy.** 2012. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/21552555>>. Acesso em: 14 dez. 2017.

ELLIOT, Douglas; KROEBER, Arthur; QIAO, Yu. Shadow banking in China: A primer. **Economic Studies at Brookings Institute**, Washington, p.1-29, mar. 2015.

ELLIOT, Douglas; QIAO, Yu. Reforming Shadow Banking in China. **Economic Studies at Brookings Institute**, Washington, p.1-19, maio 2015.

FERRI, Giovanni; LIU, Li-gang. Honor Thy Creditors Before Thy Shareholders: Are the Profits of Chinese State-Owned Enterprises Real? **Asian Economic Papers**, Cambridge, v. 3, n. 9, p.50-71, set. 2010.

FSB, Financial Stability Board. **Global Shadow Banking Monitoring Report 2016.** Basel: Financial Stability Board, 2017.

FSB, Financial Stability Board. **Peer Review of China: Review Report**. Basel: Financial Stability Board, 2015.

GUIMARÃES-FILHO, Roberto; HONG, Gee Hee. Dynamic Interconnectedness of Asian Equity Markets. **IMF Working Paper**, Washington, v. 57, n. 16, p.1-35, mar. 2016.

HEEP, Sandra. **China in Global Finance**. Freiburg: Springer, 2014.

HELLMANN, Thomas; MURDOCK, Kevin; STIGLITZ, Joseph. Financial Restraint: Towards a New Paradigm. In: AOKI, Masahiko; KIM, Hyung-ki; OKUNO-FUJIWARA, Masahiro. **The Role of Government in East Asian Economic Development**. Oxford: Oxford University Press, 1996. p. 163-207.

HUANG, Yiping; WANG, Xun. Does Financial Repression Inhibit or Facilitate Economic Growth? A Case Study of Chinese Reform Experience*. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, [s.l.], v. 73, n. 6, p.833-855, 21 nov. 2011. Wiley-Blackwell.

IMF, International Monetary Fund. **People's Republic of China: Selected Issues**. Washington: International Monetary Fund, 2017.

IMF, International Monetary Fund. **THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA SELECTED ISSUES**. Washington: International Monetary Fund, 2016.

JOHANSSON, Anders. Financial Repression and China's Economic Imbalances. In: MCKAY, Huw; SONG, Ligang. **Rebalancing and Sustaining Growth in China**. Canberra: Australian National University Press, 2012. p. 45-64.

KEIDEL, Albert. China's Financial Sector: Contributions to Growth and Downside Risks. In: BARTH, James; TATOM, John; YAGO, Glenn. **China's Emerging Financial Markets: Challenges and Opportunities**. Santa Monica: Milken Institute, 2009. p. 111-125.

KNIGHT, John; DING, Sai. Why Does China Invest So Much? **Asian Economic Papers**, Cambridge, v. 3, n. 93, p.87-117, nov. 2010.

KORNAI, János. The Soft Budget Constraint. **Kyklos**, [s.l.], v. 39, n. 1, p.3-30, fev. 1986. Wiley-Blackwell.

KROEBER, Arthur. **China's Economy: What Everyone Needs to Know**. New York: Oxford University Press, 2015

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice; MELITZ, Mj. **International Economics: theory and policy**. New York: Pearson, 2012.

KRUGMAN, Paul. **The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008**. New York: W. W. Norton & Company, 2009

LARDY, Nicholas. **Sustaining China's Economic Growth after the Global Financial Crisis**. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2011.

LARDY, Nicholas. Financial Repression in China. **Peterson Institute for International Economics Policy Brief**, Washington, v. 8, n. 8, p.1-6, set. 2008.

LAW, Daniel; ROACHE, Shaun. Assessing Default Risks for Chinese Firms: A Lost Cause? **IMF Working Paper**, Washington, v. 140, n. 15, p.1-31, maio 2015.7

LEE, Il Houn; SYED, Murtaza; XUEYAN, Liu. China's Path to Consumer-Based Growth: Reorienting Investment and Enhancing Efficiency. **IMF Working Paper**, Washington, v. 83, n. 13, p.1-23, mar. 2013.

LU, Yinqiu; SUN, Tao. Local Government Financing Platforms in China: A Fortune or Misfortune? **IMF Working Paper**, Washington, v. 243, n. 13, p.1-24, out. 2013.

MALISZEWSKI, Wojciech *et al.* Resolving China's Corporate Debt Problem. **IMF Working Paper**, Washington, v. 203, n. 16, p.1-40, out. 2016.

MARTIN, Michael. **China's Banking System: Issues for Congress**. 2012. Disponível em: <<https://fas.org/sgp/crs/row/R42380.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2017.

MCKINNON, Ronald. **Money and Capital in Economic Development**. Washington: The Brookings Institution, 1973.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Sistema Financeiro Chinês: Conformação, Transformações e Controle. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa. **China em Transformação: Dimensões Econômicas e Geopolíticas do Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 335-390.

MICHELL, Jo. **Credit and Investment in China: A Flow-of-Funds Analysis**. 2012. 307 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, University Of London, London, 2012.

MINSKY, Hyman. The Financial Instability Hypothesis. **Levy Economics Institute of Bard College Working Paper**, Annandale, n. 74, p.1-10, maio 1992.

MINSKY, Hyman. The Modeling of Financial Instability: An Introduction. **Modeling and Simulation**, Pittsburgh, v. 1, n. 5, p.267-272, abr. 1974.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an Unstable Economy**. Yale: Yale University Press, 1986

MODIGLIANI, Franco; CAO, S.I.. The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. 42, n. 1, p.145-170, 2004.

ORIENTCAPITAL, Orient Capital Research. **Local Asset Management Companies in China: The Next Frontier to Tackle China's Local Debt Problem**. 2014. Disponível em: <<http://www.orientcapitalresearch.com/wp-content/uploads/2014/07/Chinas-Local-AMCs-Tackling-Local-Debt.pdf>>. Acesso em: 11 dez. 2017.

PBOC, People's Bank of China Finance Discussion Group (中国金融论坛课题组). 杠杆率结构、水平和金融稳定：理论与经验. **中国人民银行工作论文**, 北京, n.1, 2017.

PETTIS, Michael. **Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring**. Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2013b.

PETTIS, Michael. **The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy**. Princeton: Princeton University Press, 2013a.

PWC. **Global FinTech Survey China Summary 2017**. Price Waterhouse Cooper, Março de 2017. Disponível em: < <https://www.pwccn.com/en/financial-services/publications/fintech/global-fintech-survey-china-summary-jun2017.pdf>>. Acesso em: 12/12/2017.

REINHART, Carmen M. The Liquidation of Government Debt. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, v. 16893, n. -, p.1-64, mar. 2011.

SAHAY, Ratna. **Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets**. Washington: International Monetary Fund, 2015.

SANDERSON, Henry; FORSYTHE, Michael. **China's Superbank: Debt, Oil and**

Influence - How China Development Bank is Rewriting the Rules of Finance. New Jersey: Wiley, 2013.

SEGAL, Philip; TRIBUNE, International Herald. **Foreign Banks Move to Reassess Exposure: GITIC Bond Default Shakes China Creditors.** 1998. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/1998/10/28/business/worldbusiness/foreign-banks-move-to-reassess-exposure-gitic-bond.html>>. Acesso em: 12 dez. 2017.

SHAW, Edward. **Financial Deepening in Economic Development.** New York: Oxford University Press, 1973.

SHENG, Andrew *et al.* **BRINGING LIGHT UPON THE SHADOW.** Hong Kong: Oliver Wyman And Fung Global Institute, 2015.

SHIH, Victor. **Factions and Finance: Elite Conflict and Inflation.** Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

STENT, James. **China's Banking Transformation: The Untold Story.** Oxford: Oxford University Press, 2016.

STRANGE, Susan. **States and Markets.** 2. ed. Oxford: Bloomsbury Academic, 1998.

STUDWELL, Joe. **How Asia Works.** New York: Grove Press, 2014.

TOBIN, James. On the Efficiency of the Financial System. **Lloyds Bank Review**, London, v. 1, n. 153, p.1-15, 1984.

VOGEL, Ezra. **Japan as Number One.** Lincoln: Iuniverse, 1979.

WADE, Robert. **Governing the Market Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization.** Princeton: Princeton University Press, 2003.

WALTER, Carl; HOWIE, Fraser. **Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise.** Washington: Wiley, 2012.

WB, World Bank; PRC, Development Research Center of The State Council. **China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society.** Washington: World Bank, 2013.

WEN, Yi; WU, Jing. Withstanding Great Recession like China. **Federal Reserve Bank Of St. Louis, Working Papers**, Saint Louis, v. 2014, n. 007, p.1-47, 2014. Federal Reserve Bank of St. Louis. <http://dx.doi.org/10.20955/wp.2014.007>.

WILDAU, Gabriel. **China overtakes eurozone as world's biggest bank system**. 2017. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/14f929de-ffc5-11e6-96f8-3700c5664d30>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

WINKLER, Adalbert. The Dual Role of Financial Markets in Economic Development: Engine of Growth and Source of Instability. **IPC Working Paper**, Frankfurt, n. 18, p.1-36, jul. 1998.

WRAY, Larry; TYMOIGNE, Éric. Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper**, New York, v. 543, n. [], p.1-23, set. 2008.

YANG, Jian (杨坚) *et al.* 全球视角下的中国金融机构间金融冲击传递. 中国人民银行工作论文. 北京, n.4, 2017.

ZHANG, Longmei. Rebalancing in China—Progress and Prospects. **Imf Working Paper**, Washington, v. 183, n. 16, p.1-20, set. 2016.