



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CAIO MARTINE MORGANTE

FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO E FUNCIONALIDADE DO
SISTEMA FINANCEIRO: CONCEPÇÃO TEÓRICA E ESTUDO DE CASO SOBRE A
EXPERIÊNCIA CHINESA

Rio de Janeiro

2024

Caio Martine Morgante

FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO E FUNCIONALIDADE DO
SISTEMA FINANCEIRO: CONCEPÇÃO TEÓRICA E ESTUDO DE CASO SOBRE A
EXPERIÊNCIA CHINESA

Dissertação apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro, como requisito para
a obtenção do título de Mestre em Economia.

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula
Orientador

Rio de Janeiro
Novembro 2024

FICHA CATALOGRÁFICA

M849f Morgante, Caio Martine.
Financiamento do investimento e funcionalidade do sistema financeiro:
concepção teórica e estudo de caso sobre a experiência chinesa / Caio Martine
Morgante. – 2024.
102 f.

Orientador: Luiz Fernando Rodrigues de Paula.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de
Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia,
2024.

Bibliografia: f. 86 – 91.

1. Sistema financeiro. 2. Investimento. 3. Financiamento. 4. China. I. Paula,
Luiz Fernando Rodrigues de, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro.
Instituto de Economia. III. Título.

CDD 352.4

Caio Martine Morgante

FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO E FUNCIONALIDADE DO
SISTEMA FINANCEIRO: CONCEPÇÃO TEÓRICA E ESTUDO DE CASO SOBRE A
EXPERIÊNCIA CHINESA

Dissertação apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro, como requisito para
a obtenção do título de Mestre em Economia.

Rio de Janeiro, 29 de novembro de 2024

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula - Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Norberto Montani Martins – Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof^ª. Dr^ª. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça – Membro Externo
Universidade Estadual de Campinas (Unicamp)

Prof. Dr. Alexis Toríbio Dantas – Membro Externo
Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ)

Dedico este trabalho a todos que acreditam que estabilização, crescimento e distribuição precisam ser feitos ao mesmo tempo.

AGRADECIMENTOS

A jornada acadêmica é complexa e intransitável se enfrentada sem o apoio de pessoas que se importam com o seu desenvolvimento pessoal, com o crescimento da produção científica ou com ambos.

Por isso, gostaria de deixar registrado o meu agradecimento a todos os professores, familiares, amigos, confidentes e os que transitaram entre essas categorias, que estiveram comigo ao longo desses anos de pesquisa. Sem a compreensão, a paciência, o cuidado, as conversas, os debates, as idas e vindas, a preocupação, as ideias, as distâncias e as proximidades e as devidas orientações, eu não teria chegado perto dos ensinamentos absorvidos e das contribuições realizadas nesse tempo em que passamos juntos.

Muito obrigado.

Economic theory is the product of creative imagination; its concepts and constructs are the result of human thought. (Minsky, 1986, p. 3)

RESUMO

A economia chinesa passou por grandes transformações nas últimas décadas. De Mao Tsé-Tung e do programa das Quatro Modernizações de Deng Xiaoping ao atual governo de Xi Jinping, o sistema financeiro chinês acompanhou e se adaptou às mudanças, passando de um modelo com uma única instituição financeira relevante, o Banco Popular da China, a um dos mais complexos do mundo. Fundamental para o desenvolvimento econômico chinês, o sistema financeiro forneceu os instrumentos e recursos necessários para a consolidação do modelo econômico implementado pelo Partido Comunista, alavancando a China à potência econômica global. Neste trabalho, pretende-se demonstrar que as mudanças institucionais aplicadas ao sistema financeiro chinês fazem parte dessa mesma estratégia de desenvolvimento. Será argumentado que, a cada etapa do desenvolvimento chinês, surgiu a necessidade de se reconfigurar o sistema financeiro com o intuito de atender às novas diretrizes adotadas para o avanço do setor produtivo, incluindo o financiamento do investimento. No início da dissertação, será apresentada uma revisão bibliográfica de determinadas teorias que envolvem sistemas financeiros, justificando e definindo a linha teórica adotada para analisar o caso chinês e o conceito de funcionalidade. Em seguida, será feita uma investigação da configuração atual do sistema financeiro chinês, apresentando seus agentes e instituições, suas relações e o arcabouço regulatório sob o qual atuam. Por fim, a funcionalidade será discutida através da análise evolutiva do sistema financeiro chinês, como parte de um processo histórico contínuo, orientado por decisões estratégicas, que formaram suas instituições e as aprimoram até a atualidade.

Palavras-chave: investimento; financiamento; funcionalidade; sistema financeiro; China.

ABSTRACT

The Chinese economy has undergone major transformations in recent decades. From Mao Zedong and Deng Xiaoping's Four Modernizations program to the current Xi Jinping government, the Chinese financial system has followed and adapted to these changes, going from a model with a single major financial institution, the People's Bank of China, to one of the most complex in the world. Fundamental to China's economic development, the financial system has provided the necessary instruments and resources to consolidate the economic model implemented by the Communist Party, leveraging China to become a global economic power. This paper aims to demonstrate that the institutional changes applied to the Chinese financial system are part of this same development strategy. It will be argued that, at each stage of China's development, the need to reconfigure the financial system has arisen in order to meet the new guidelines for the advancement of the productive sector, including investment financing. At the beginning of the thesis, a bibliographic review of certain theories involving financial systems will be presented, justifying and defining the theoretical framework necessary to analyze the Chinese case and the concept of functionality. Then, an investigation of the current configuration of the Chinese financial system will be carried out, presenting its agents and institutions, their relationships and the regulatory framework under which they operate. Finally, functionality will be discussed through the evolutionary analysis of the Chinese financial system, as part of a continuous historical process, guided by strategic decisions, which formed its institutions and improved them until the present day.

Keywords: *investment; financing; functionality; financial system; China.*

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Capitalização de mercado (RMB trilhões) e companhias listadas em bolsas chinesas (#)	54
Gráfico 2 – Estoque anual de títulos negociados em bolsas chinesas (RMB bilhões)	55
Gráfico 3 – Variação anual do PIB da China (%)	62
Gráfico 4 – Inflação anual da China (%)	63
Gráfico 5 – Reservas cambiais chinesas (US\$ bilhões)	63
Gráfico 6 – População chinesa vivendo com menos de US\$ 2.50 por dia (% do total)	64
Gráfico 7 – Taxa de investimento em capital fixo na China (%)	66
Gráfico 8 – História econômica chinesa e seus pares globais (participação % no somatório do PIB)	68
Gráfico 9 – Empréstimos do sistema financeiro chinês	73
Gráfico 10 – Emissão anual de títulos negociados em bolsas chinesas (RMB bilhões)	77
Gráfico 11 – Empréstimos do sistema financeiro chinês em relação do PIB (%)	78

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores financeiros dos bancos comerciais chineses, consolidado	52
Tabela 2 – Indicadores financeiros dos bancos comerciais chineses em junho/2024, por instituição	53
Tabela 3 – Indicadores financeiros dos <i>policy banks</i> chineses em 2023, por instituição	54
Tabela 4 – Evolução do número de instituições financeiras bancárias na China	72
Tabela 5 – Evolução dos ativos bancários chineses e participação dos grandes bancos comerciais	76
Tabela 6 – Emissão de títulos chineses voltados para atividades inovadoras	79
Tabela 7 – Evolução do fluxo financeiro fornecido pelo sistema financeiro à economia real chinesa	80

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Circuito <i>finance-funding</i> em modelo com banco de desenvolvimento	40
Figura 2 – Estrutura do sistema financeiro chinês contemporâneo	51
Figura 3 – Circuito <i>finance-funding</i> em modelo chinês de desenvolvimento	81

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABC – Banco Agrícola da China
ADBC – Banco de Desenvolvimento Agrícola da China
BOC – Banco da China
Bocom – Banco das Comunicações
CBIRC – Comissão Reguladora de Bancos e Seguros da China
CBRC – Comissão Reguladora de Bancos da China
CCB – Banco de Construção da China
CDB – Banco de Desenvolvimento da China
CIBM – Mercado Interbancário da China
CIRC – Comissão Reguladora de Seguros da China
CSRC – Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China
ExImBank – Banco de Exportação-Importação da China
ICBC – Banco Industrial e Comercial da China
IPO – Oferta Pública Inicial
LGFV – Veículo de Financiamento de Governo Local
MOF - Ministério das Finanças
NFRA – Administração Nacional de Regulação Financeira
NPL – Empréstimos de Liquidação Duvidosa
OMC – Organização Mundial do Comércio
PBOC – Banco Popular da China
PCCh – Partido Comunista Chinês
PME – Pequenas e Médias Empresas
POE – Empresa de Propriedade Privada
PSBC – Banco de Poupança Postal da China
REIT – *Trust* de Investimento Imobiliário
SCSC – Comitê de Valores Mobiliários da China
SOE – Empresa de Propriedade Estatal
SPC – Comissão Estatal de Planejamento
SSE – Bolsa de Valores de Shanghai
SZSE – Bolsa de Valores de Shenzhen
TIC – *Trusts* e Companhias Internacionais de Investimento

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 OBJETIVOS	18
1.2 METODOLOGIA	19
2 TEORIAS E FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO	21
2.1 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO	22
2.1.1 KEYNES	22
2.1.2 MINSKY	32
2.2 FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO	37
2.2.1 PÓS-KEYNESIANOS, <i>FINANCE-FUNDING</i> E FUNCIONALIDADE	38
2.3 SÍNTESE E CONCLUSÕES DO CAPÍTULO	42
3 SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS: EVOLUÇÃO E FUNCIONALIDADE	44
3.1 ESTRUTURA E INSTITUIÇÕES	45
3.2 O RESSURGIMENTO CHINÊS E A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO	61
3.2.1 CARACTERIZAÇÃO GERAL DO AMBIENTE ECONÔMICO CHINÊS	62
3.2.2 1978-1997: REFORMAS, CRESCIMENTO E ESTATAIS	67
3.2.3 1998-2015: A ERA DOS INVESTIMENTOS EM CAPITAL INTENSIVO	71
3.2.4 2016-2024: O NOVO NORMAL ECONÔMICO	76
3.3 FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS	80
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
REFERÊNCIAS	86
ANEXO A	92

1 INTRODUÇÃO

No discurso de abertura do 20º Congresso do Partido Comunista Chinês, Xi Jinping, atual presidente da República Popular da China, foi enfático quanto às pretensões do governo chinês em dar sequência às reformas que conduziram seu país aos níveis atuais de desenvolvimento econômico. A política projetada por Xi mantém um ciclo virtuoso que data de dezembro de 1978, quando Deng Xiaoping, então presidente, lançou o Programa das Quatro Modernizações. Graduais e retroalimentados por experiências e aprendizados adquiridos ao longo dos anos (CINTRA, SILVA FILHO, PINTO, 2015), respeitando os traços sociais e culturais do país, o governo chinês jamais perdeu de vista as prerrogativas centrais do programa de Deng, honrando a integridade do Estado e o crescimento da renda da população. Em 2023, pouco mais de 40 anos depois do início das reformas, a China ocupava o posto de segunda maior economia do mundo, com PIB contabilizado em US\$ 17.79 trilhões, 8.1% de crescimento anual e 1% de inflação (WORLD BANK, 2024a).

Do ponto de vista econômico, o crescimento expressivo atingido pela China ao longo das últimas décadas não decorre, exclusivamente, da adoção de medidas tipicamente liberais, simbolizadas pela abertura comercial do país, mas também de uma série de reformas institucionais que permitiram a formação de um *policy space* adequado para a implementação de políticas governamentais que deram sustentação ao desenvolvimento econômico. Ao mesmo tempo, ele foi acompanhado do aumento substancial do nível de investimento em diversos setores, que dificilmente ocorreria sem a criação de um sistema financeiro robusto, com instituições bem estabelecidas e que coordenasse, com segurança, as operações financeiras do país. Na visão de Jabbour e Paula (2021), o desenvolvimento econômico da China pode ser analisado sob a ótica do surgimento cíclico de instituições que delimitam uma contínua reorganização de atividades entre os setores estatal e privado da economia. A cada rodada de mudanças institucionais, ocorre uma nova rodada de lapidação dos instrumentos utilizados, transformando os marcos de atuação do Estado e da iniciativa privada em prol do desenvolvimento econômico. Em termos keynesianos, a socialização do investimento e seus mecanismos seriam a expressão máxima de um processo de construção de instituições capazes de refletir, ao longo do tempo, a estratégia do país.

Neste trabalho, pretende-se demonstrar que as mudanças institucionais aplicadas ao sistema financeiro chinês fazem parte dessa mesma estratégia de desenvolvimento. Especificamente, será argumentado que, a cada etapa do desenvolvimento, surgiu a necessidade de se reconfigurar o sistema financeiro, com o intuito de atender às novas

diretrizes impostas para o avanço do setor produtivo. De forma ilustrativa, não se deve limitar os méritos dos ciclos de investimento na China ao longo das últimas décadas à suposta liberalização da economia chinesa. Esse sucesso deve ser investigado, também, pela sustentação oferecida por um sistema financeiro em constante reorganização institucional, que atende às demandas por investimento dentro de uma agenda estratégica de crescimento econômico elaborada e revisada ao longo dos anos pelo governo chinês, otimizando as relações entre os setores público e privado para esse propósito.

Deve-se levar em consideração que o desenvolvimento do sistema financeiro chinês ocorreu dentro de um curto espaço de tempo. Até o lançamento do programa das Quatro Modernizações, em 1978, a China contava com apenas uma instituição financeira relevante. Quarenta e cinco anos depois, o sistema financeiro chinês figura entre os maiores e mais complexos no mundo. Nesse período, o governo precisou moldar suas instituições para garantir que as políticas financeiras atingissem seus objetivos de forma eficaz, sem expor o sistema a riscos descontrolados. O aprimoramento institucional contínuo foi essencial, portanto, não apenas para a devida implementação dos programas de desenvolvimento econômico, mas para assegurar a funcionalidade do recém-criado sistema financeiro.

O modelo peculiar de desenvolvimento econômico adotado e implementado pelo Partido Comunista Chinês (PCCh) a partir de Mao Tsé-Tung e, mais notoriamente, de Deng Xiaoping, deriva de uma série de características socioculturais que moldaram o povo chinês bem como seus costumes e, dentro dessas condições, sua economia. Trata-se de um povo com forte senso coletivo, governado, em boa parte dos mais de 2 mil anos desde as Guerras de Unificação, por grandes dinastias imperiais, sob fortes influências confucianas, voltadas para o equilíbrio e o bem-estar da sociedade chinesa. Sob a ótica econômica, essas características se refletiam, em alguns momentos da história imperial chinesa, na priorização do desenvolvimento do mercado interno em detrimento das relações externas, ainda que essas, obviamente, nunca haviam de ter sido ignoradas. Essa abertura parcial do comércio chinês ao exterior, pode-se dizer, foi preponderante para afundar o país na crise após as Guerras do Ópio, em meados do século XIX, vencida por ingleses ávidos em explorar o mercado chinês. A derrota impôs aos chineses consequências inescrupulosas, como a abertura compulsória dos portos para mercadorias estrangeiras e a concessão de Hong Kong à administração britânica. Enfraquecida, a dinastia Qing não resistiu e deu lugar à República da China, no início do século XX. Esse período foi marcado pela disputa acirrada entre nacionalistas e comunistas, que levou à Grande Marcha entre 1934 e 1935, passou pela invasão japonesa, em 1937, e pela

II Guerra Mundial, culminando na ascensão de Mao Tsé-Tung e a expulsão dos nacionalistas para Taiwan. Mao decretou a República Popular da China em 1949.

Entre erros imperdoáveis, como as resultantes do Grande Salto para a Frente e da sanguinária Revolução Cultural, Mao deixou um legado cultural e anímico fundamental, pacificando o país e estabelecendo metas de crescimento, industrialização e coletivização. O 1º Plano Quinquenal, deve-se ressaltar, foi aprovado por Mao em 1953. O mais recente, o 14º, data de 2021, mantendo a tradição maoista. Não obstante, o desenvolvimento econômico prometido por Mao jamais se concretizou ao longo do seu governo, que durou até sua morte, em 1976. Ao final desse período, a economia chinesa estava devastada, e o país detinha centenas de milhões de pessoas vivendo abaixo da linha de pobreza (NBS, 2005).

No último quarto do século, com a ascensão de Deng Xiaoping, um ex-integrante do Partido Comunista, a China revogou a agenda econômica imposta por Mao e deu início a um extenso programa de reformas que recolocou o país na corrida entre as maiores potências econômicas globais. Marti (2021) definiu o governo de Deng como o início do processo para reverter os rumos políticos, econômicos e sociais de Mao, através (i) da abertura da China para o exterior, (ii) do lançamento de uma campanha de modernização econômica e (iii) da reforma do Partido. O primeiro grande programa de reformas de Deng foram as Quatro Modernizações. Naquele momento, a estrutura econômica chinesa ainda era pouco diversificada e tecnologicamente atrasada. Para mudar esse cenário, o programa visava o desenvolvimento de quatro setores da economia: indústria, agricultura, ciência e tecnologia, e defesa nacional (TREBAT, MEDEIROS, 2015). Em seguida, a China anunciou a criação das Zonas Econômicas Especiais, um marco da abertura econômica do país, voltadas para a recepção de capital estrangeiro. Desde então, a China entrou em um ciclo virtuoso de reformas e aprimoramento de políticas econômicas, que a levaram a um expressivo e regular crescimento econômico desempenhado até hoje.

O até aqui bem-sucedido desenvolvimento contemporâneo chinês permeia diversos fatores debatidos no meio acadêmico. Dentro do contexto descrito nesta introdução, o crescimento econômico da China pode ser atrelado a uma combinação particular entre o Consenso de Washington e o que convencionou-se chamar de Consenso de Pequim: enquanto o programa de reformas incluiu uma série de premissas tipicamente neoliberais, como a promoção da abertura econômica, política fiscal controlada, privatizações, liberalização do mercado e proteção à propriedade privada, a China moldou suas instituições e políticas para garantir o funcionamento dessas diretrizes (YAO, 2011). A intervenção do Estado, nesse

sentido, foi fundamental para garantir a condução eficaz desse processo e proteger os interesses estratégicos do governo chinês.

Yueh (2013) reforçou a importância do contexto institucional para a sustentabilidade do nível de crescimento. Segundo a autora, metade do crescimento econômico chinês deriva do acúmulo de capital, um quarto do capital humano, e o restante de ganhos de produtividade, ressaltando a relevância das instituições que coordenam cada uma dessas categorias. A realocação de recursos de um setor menos eficiente para outro mais eficiente, por exemplo, aumenta a produtividade total dos fatores, assim como o estímulo à inovação aumenta a eficiência de forma permanente. Não obstante, Mendonça (2015) destacou a importância do investimento para o aumento da produtividade e da expansão da capacidade produtiva. Por consequência, segundo a autora, o ritmo de crescimento não poderia ser explicado sem a existência de mecanismos de financiamento do investimento e, portanto, de um sistema financeiro que atendesse a essa demanda.

Complementando o argumento assertivo da autora, a agenda desenvolvimentista do PCCh, com investimentos colossais em infraestrutura, construção civil, agronegócio e indústria produtiva, seria inviável sem a existência de uma estrutura que desse sustentação às demandas por capital financeiro de longo prazo. Essa estrutura opera dentro de um sistema político-econômico definido por Deng como socialismo com características chinesas, marcado pelo respeito aos traços históricos de sua civilização. Jabbour e Dantas (2021), considerando as características socioeconômicas e culturais da China, enxergaram nesse sistema dois aspectos que dialogam diretamente com as discussões que se pretendem conduzir neste estudo: (i) a possibilidade de superação da incerteza keynesiana como consequência do domínio público da produção e do financiamento da economia, e (ii) a plena soberania monetária, que não impõe ao desenvolvimento econômico qualquer tipo de restrição financeira à utilização consciente da criação de moeda para o financiamento de grandes projetos. Conectada e amparada por essas ideias, está a evolução das formas de financiamento de longo prazo dos investimentos chineses.

Ao longo desta dissertação, serão investigadas as transformações do sistema financeiro durante o processo recente de desenvolvimento econômico da China, com foco nos investimentos do setor produtivo e nas suas demandas por financiamento, sobretudo, de longo prazo, partindo do levantamento da atual composição do sistema financeiro chinês, analisando suas principais instituições e percorrendo a evolução histórica do arranjo institucional que assegura sua funcionalidade. Será demonstrada, assim, a importância dos processos de reorganização e aprimoramento institucional que envolvem o sistema financeiro chinês como

parte de um processo cíclico de reformas que visam a adequação das instituições chinesas aos programas de crescimento econômico lançados pelo governo, tendo em vista as necessidades financeiras dos setores produtivos envolvidos nesse processo.

Para isso, propõe-se uma discussão aprofundada sobre o arcabouço teórico que fundamentará o estudo de caso da experiência chinesa, sendo esse caracterizado pelas interpretações pós-keynesianas da teoria revolucionária de Keynes e as perspectivas propostas por Minsky. O desenvolvimento da revisão teórica passará pelo circuito keynesiano de financiamento da economia, o *finance-funding*, estando este ligado à hipótese minskyana de instabilidade financeira, e pela visão institucionalista de Minsky, levando à nossa compreensão do que se deve considerar um sistema financeiro funcional.

1.1 OBJETIVOS

O objetivo geral desta dissertação é desenvolver uma concepção pós-keynesiana de sistema financeiro funcional e verificar a funcionalidade do sistema financeiro chinês, sendo esta nossa hipótese central. A análise será conduzida com base na evolução histórica desse sistema e sua relação com o financiamento do setor produtivo. Pretende-se, assim, demonstrar a relevância do sistema financeiro ao crescimento econômico da China e a importância do aprimoramento institucional para assegurar sua funcionalidade.

Os objetivos específicos são:

- a) desenvolver o conceito de funcionalidade do sistema financeiro para abordar a conexão entre o sistema financeiro chinês e o crescimento econômico apresentado pela China ao longo das últimas décadas, amparando essa conceituação em ideias, essencialmente, keynesianas e minskyanas;
- b) realizar um levantamento histórico-institucional do sistema financeiro chinês desde o início das reformas, em 1978, até a atualidade, demonstrando as transformações que o moldaram ao longo do tempo através de processos cíclicos de aprendizagem retroalimentados de acordo com a experiência adquirida pelas autoridades institucionais e governamentais, mantendo seu papel essencial dentro dos programas de desenvolvimento econômico; e

- c) apresentar dados econômicos relevantes às análises propostas e que ilustram, quantitativamente, as relações entre a evolução dos níveis de investimento, o financiamento e o crescimento econômico, *vis-à-vis* as reformas institucionais implementadas.

1.2 METODOLOGIA

O método de pesquisa está dividido em três segmentos: concepção teórica, análise qualitativa e estatística descritiva. Em primeiro lugar, será realizada uma revisão bibliográfica sobre as principais teorias econômicas que levam à nossa definição de funcionalidade do sistema financeiro e justificam a base teórica adotada para a dissertação. Em seguida, será apresentado o sistema financeiro chinês em sua configuração atual, descrevendo as principais instituições que o compõem para, então, apresentar sua evolução histórica. Por fim, será feita uma análise crítica, com base em dados estatísticos descritivos que conectam a concepção teórica à discussão qualitativa anterior, sobre a funcionalidade do sistema financeiro chinês.

a) Investigação teórica

No segundo capítulo, será conduzida uma revisão bibliográfica sobre as principais teorias de sistema financeiro caras ao escopo desta dissertação. A investigação terá como ponto de partida as teorias convencionais e a ideia de liberalização financeira. Na sequência, serão revisados conceitos keynesianos e minskyanos, fundamentando a base teórica para o restante do trabalho. A revisão conduzirá ao conceito de funcionalidade do sistema financeiro que será aplicado na última seção do terceiro capítulo da dissertação.

b) Investigação empírico-institucional

No terceiro capítulo da dissertação, propõe-se levantar o aparato institucional que compõe o atual sistema financeiro chinês, incluindo os agentes participantes e as principais diretrizes regulatórias que o coordenam. Esse capítulo também apresentará como o mercado chinês orienta suas decisões de investimento e de financiamento, tendo em vista a grande influência estatal e o comportamento dos agentes privados nesses processos.

Depois, será analisada a evolução da estrutura institucional que suportou o alto nível de investimento realizado no país ao longo das últimas décadas, com foco primordial no

período que engloba o início das reformas de Deng Xiaoping até os dias atuais. Com base em conceitos minskyanos, pretende-se demonstrar como as instituições chinesas se moldaram ao longo dos anos, retroalimentando seus processos estratégicos a partir de experiências prévias, criando mecanismos para evitar crises recorrentes e estimular o crescimento, e monitorando a estabilidade do sistema. Ao final do capítulo, será discutida a funcionalidade do sistema financeiro chinês, nos termos da revisão bibliográfica apresentada no início do trabalho.

c) Investigação empírico-quantitativa

Propõe-se complementar as investigações conduzidas ao longo do segundo e do terceiro capítulo da dissertação com dados econômicos que ilustram a configuração atual do sistema financeiro chinês, além de corroborar, numericamente, com os benefícios oriundos do aprimoramento institucional desse sistema ao longo dos anos. Ao mesmo tempo, os dados demonstrarão a importância do sistema financeiro para a economia da China, na medida em que o crescimento econômico ocorreu paralelo à sua evolução.

2 TEORIAS E FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

O sistema financeiro é central a todas as formas de modelos econômicos modernos, com papel fundamental sobre a dinâmica do financiamento das estratégias de desenvolvimento. A importância de um sistema financeiro funcional, com atribuições bem definidas, é abordada de diversas formas por diversas correntes teóricas divergentes. Sob a perspectiva ortodoxa, a função essencial das instituições financeiras é a intermediação dos recursos entre os poupadores e os investidores, prezando pelo gerenciamento de riscos, sobretudo, creditícios e pela alocação eficiente do capital. Coberta por premissas neoclássicas, essa abordagem parte da necessidade da formação de poupança antes dos investimentos, sendo esse o primeiro grande ponto de ruptura proposto pela heterodoxia pós-keynesiana. Argumenta-se que, a partir do momento em que os bancos desenvolveram a capacidade de gerar moeda e, portanto, poder de compra, perdeu-se a condição *sine qua non* de criação de poupança *ex-ante* para a realização de investimento. O sistema financeiro, portanto, não apenas intermedia os recursos, como é capaz de prover liquidez aos agentes econômicos e, a depender de suas decisões, impactar positivamente ou negativamente no desenvolvimento de sua área de influência. Entre esses agentes, incluem-se as próprias instituições bancárias, com motivações financeiras próprias, assumindo determinado nível de preferência pela liquidez, operando dentro de um contexto de incerteza e se comportando de forma pró-cíclica.

Para introduzir alguns nomes conhecidos na discussão, entre os representantes ortodoxos, Gurley e Shaw (1955, 1960), em seus trabalhos, discutem o papel das instituições financeiras nos processos econômicos. Na visão tipicamente neoclássica dos autores, a função dessas instituições reside exclusivamente na intermediação de recursos, sem impacto direto no desenvolvimento econômico. Estudos mais aprofundados acrescentam à intermediação o papel de provedor de liquidez e criador de recursos para financiamento do investimento, catalisando o crescimento econômico. Em termos keynesianos, por outro lado, um sistema financeiro não funcional pode gerar crises em momentos de estabilidade. Autores pós-keynesianos, como Minsky (1982, 1986), se aprofundaram nessa ideia e vincularam o sistema financeiro funcional à expansão de recursos no processo de desenvolvimento com impactos reduzidos sobre a fragilidade sistêmica.

Pretende-se, neste capítulo, aprofundar as concepções revolucionárias de Keynes no que tange o sistema financeiro, introduzindo e desenvolvendo interpretações pós-keynesianas que se opõem à frieza ortodoxa e comportam fenômenos empíricos observados em grandes economias, como a chinesa, estudo de caso desta dissertação.

O capítulo partirá da apresentação de conceitos fundamentais da agenda keynesiana, que serão utilizados para se definir o que se entende como uma economia monetária de produção. Na sequência, serão apresentadas as ideias e teorias minskyanas, com destaque para a sua hipótese de instabilidade financeira. Por fim, será definido o que consideramos, com base na revisão teórica realizada, um sistema financeiro funcional.

2.1 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

Nesta seção, serão apresentados os conceitos essenciais do arcabouço teórico keynesiano para o desenvolvimento da interpretação pós-keynesiana de sistema financeiro, passando pela fundamentação do que é uma economia monetária de produção, ao apogeu das ideias minskyanas e o debate sobre estabilidade sistêmica.

Na primeira parte, serão abordados os fundamentos da teoria de Keynes para o sistema financeiro, como a tomada de decisão dos agentes dentro de um ambiente de incerteza, a definição da demanda efetiva, a não-neutralidade da moeda no curto e no longo prazo, o conceito de preferência pela liquidez, a endogeneidade da moeda e o papel dos bancos na economia. Na sequência, será feita uma revisão da abordagem de Minsky, passando por elementos fundamentais de seus estudos, como sua interpretação institucionalista do capitalismo, a ideia de restrição de sobrevivência, os conceitos de margem de segurança e fragilidade financeira, e, por fim, o desenvolvimento da sua hipótese de instabilidade financeira.

A concatenação dos conceitos revisados conduzirá à estruturação de um circuito keynesiano de financiamento da economia, chamado de *finance-funding*, e sua ligação com a hipótese de instabilidade financeira de Minsky, levando à concepção do que será considerado neste trabalho como sistema financeiro funcional.

2.1.1 KEYNES

A aplicação da teoria keynesiana para analisar um sistema financeiro está diretamente condicionada à concepção de economia monetária de produção. Nesse modelo, Keynes interpretou a moeda como endógena e não neutra, sendo ela o ativo com maior liquidez. Com base em sua teoria de preferência pela liquidez, a taxa de juros da economia seria a recompensa exigida pelos agentes econômicos, dentro de um contexto de incertezas, para renunciar à liquidez da moeda. Nas palavras do autor:

The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this, with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a monetary economy. (KEYNES, 1973, p. 408-411)

Outro aspecto fundamental da teoria keynesiana aplicada aos sistemas financeiros é a negação da ideia neoclássica de poupança como condição para o investimento. Para o autor, a poupança seria o resultado da geração de renda na economia. Adicionalmente, a decisão de investimento varia de acordo com o *animal spirit* do empresário, tendo em vista a disponibilidade de crédito e sua preferência pela liquidez. A existência, portanto, de formas adequadas de financiamento estimulam o investimento e, conseqüentemente, a geração de renda e de poupança. Os bancos, nesse contexto, são centrais ao desenvolvimento econômico, uma vez que detêm o poder de criação de moeda e de crédito. Segundo Keynes, o mercado de investimento pode travar em decorrência da falta de liquidez, mas não por falta de poupança (KEYNES, 1937a).

Na prática, o processo de financiamento ocorre em duas etapas. Primeiro, a criação de moeda por parte dos bancos permite, no curto prazo, que a despesa de investimento seja executada pelo agente que decide investir. Em um segundo momento, a poupança *ex post* providenciará a consolidação da dívida criada para o investimento no longo prazo (KEYNES, 1937a). Esse mecanismo proposto por Keynes convencionou-se chamar de circuito *finance-funding*. Nota-se, nessa dinâmica, que a falta de alternativas de financiamento de longo prazo adequadas aos empreendimentos financiados pode gerar descasamentos nos fluxos de pagamento que, por sua vez, podem fragilizar o sistema financeiro. Essa discussão será aprofundada na revisão teórica sobre Hyman Minsky.

O intuito desta subseção é descrever os principais fundamentos teóricos do arcabouço keynesiano e como eles se relacionam com a concepção keynesiana de sistema financeiro. Vale ressaltar que, ao longo de sua trajetória acadêmica, Keynes desenvolveu e aperfeiçoou sua teoria com base em suas experiências e visão de mundo, tendo atravessado momentos chave da história contemporânea, como a Primeira Guerra Mundial e a Grande Depressão, até publicar a Teoria Geral. Durante a Guerra, Keynes deu os primeiros sinais de sua percepção econômica quando, trabalhando no Tesouro Britânico, criticou a forma como os bancos

operavam naquele contexto, entesourando o dinheiro público destinado à recuperação econômica em função de interesses dos seus acionistas, em vez de emprestá-lo e estimular a retomada das indústrias (SKIDELSKY 2010).

Os fundamentos desenvolvidos por Keynes, como os conceitos de incerteza, preferência pela liquidez e moeda endógena, serão descritos e apresentados sob sua perspectiva histórica, eventualmente, com paralelos contemporâneos, como as abordagens novo-clássicas e pós-keynesianas. Os conceitos serão aprofundados em linha com o desenvolvimento teórico do modelo analítico de sistema financeiro proposto por keynesianos e, sobretudo, pós-keynesianos.

a) Incerteza e probabilidade

A noção de probabilidade e incerteza, duas das principais inovações introduzidas por Keynes na teoria econômica, o acompanha desde o início de sua carreira. Reflexo disso era sua aptidão para especulação financeira. Em 1919, o autor fundou o seu primeiro *hedge fund*, operando em cima da volatilidade das moedas e *commodities* durante as crises do período entreguerras. Antes de Keynes, predominavam os princípios clássicos/neoclássicos, segundo os quais todos os agentes de mercado teriam informações perfeitas durante os processos decisórios. Os agentes, portanto, utilizariam as informações disponíveis para ponderar suas decisões de forma racional, segundo seus interesses individuais, levando os mercados naturalmente ao equilíbrio. No arcabouço neoclássico, o desemprego é friccional ou voluntário. Keynes rompeu com essa visão através dos conceitos de probabilidade e incertezas. Anos depois, na Teoria Geral, o autor descreveu o objetivo geral da acumulação de riqueza como inadequado nos métodos neoclássicos, sendo esse baseado em expectativas de resultados futuros e sendo o conhecimento humano sobre o futuro oscilante, vago e incerto (KEYNES, 1936). Adicionalmente, o autor diferenciou o conceito de incerteza do que se passou a conhecer como risco ou incerteza probabilística. Ao contrário das decisões que envolvem a análise probabilística de riscos, a incerteza envolve premissas que sequer são conhecidas no momento da tomada de decisão. Nas palavras de Keynes:

By "uncertain" knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to uncertainty; nor is the prospect of a Victory bond being drawn. Or, again, the expectation of life is only slightly uncertain. Even the weather is only

moderately uncertain. The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know. (Keynes, 1937b, p. 209-223)

Aqui cabe observar que as hipóteses neoclássicas se transformaram ao longo da história econômica. Para os novos-clássicos, o sistema econômico opera sob expectativas racionais, baseadas em modelos probabilísticos que antecipam o comportamento das autoridades monetárias, de tal forma que a economia somente desviar-se-á da taxa natural de desemprego se os agentes forem surpreendidos. A reação pós-keynesiana à visão novo-clássica pondera que o conjunto de informações sobre as quais expectativas são formadas é sempre incompleto, o que forçaria os tomadores de decisão a preencherem as lacunas informacionais com suas próprias suposições (CARVALHO, 2009).

b) Demanda efetiva

A chegada da Grande Depressão, em 1929, estabeleceu o ponto alto da obra de Keynes. A eclosão da Crise permitiu o rompimento completo da crença generalizada do equilíbrio automático do mercado. Sua experiência como acadêmico, funcionário do Tesouro e operador do mercado financeiro, aliada à sua capacidade analítica, levou à publicação do *Treatise on Money* (KEYNES, 1930), publicação marcada por críticas à Teoria Quantitativa da Moeda e à adoção do padrão ouro, ainda que Keynes não tenha se depreendido totalmente de uma formação quantitativista. Na obra, Keynes propôs a distinção entre poupança e investimento.

Nos anos que antecederam a Grande Depressão, o que se viu foram grandes aportes em capital especulativo, inflando as expectativas de lucro, mas com investimento reduzido na economia real. Adicionalmente, os mercados de ações, à época, permitiam aportes com elevado grau de alavancagem, aumentando ainda mais a frenesi especulativa. Da sua experiência no mercado financeiro, Keynes percebeu o aumento concomitante dos estoques de matéria prima e do fluxo da poupança alocada em capital especulativo na bolsa de Nova York. Quando o custo de manutenção dos estoques começou a subir e os ativos entraram em tendência de liquidação no mercado, os preços passaram a cair. Na sequência, houve uma mudança de expectativa do mercado financeiro quanto ao retorno de seus investimentos,

levando a resgates sucessivos e à conseqüente quebra da bolsa de Nova York, seguida de falências consecutivas de inúmeras empresas e instituições financeiras americanas. Quando a bolha estourou, Keynes identificou uma espécie de contágio psicológico tomando conta da população, que reduziu ainda mais suas despesas e, portanto, a demanda da economia, formando mais uma barreira à recuperação das indústrias, agravando a crise.

O apogeu da Crise de 1929 trouxe à luz o auge das propostas keynesianas. Disruptivo e na contramão do *mainstream* econômico do período, ainda em 1929, Keynes sugeriu a redução imediata das taxas de juros. Pouco tempo depois, em maio de 1930, o autor percebeu que a política monetária sozinha não bastaria. De fato, o Federal Reserve Bank de Nova York reduzira a taxa de desconto de 6.00% em outubro de 1929 para 1.50% em julho de 1931 (NBER, 2022), mas os preços seguiram caindo mais rapidamente que os juros. A solução proposta por Keynes, então, foi a implementação de uma política governamental ativa e determinada a reestimular a economia, baseada em investimentos massivos em obras públicas que aumentassem a renda da população e, assim, a demanda do mercado.

Pouco antes de publicar a Teoria Geral, Keynes enviou uma célebre carta a George Bernard Shaw, onde dizia estar prestes a revolucionar a forma de se pensar os problemas econômicos. Em 1936, Keynes lançou sua obra maior: *The General Theory of Employment, Interest and Money* (KEYNES, 1936), a Teoria Geral, uma ruptura definitiva ao modelo neoclássico de equilíbrio geral e de tendência ao pleno emprego. Na obra, Keynes pretendeu produzir uma teoria capaz de orientar políticas econômicas que resolvessem um problema crônico de economias capitalistas, evidenciado durante a Grande Depressão: o desemprego de longo prazo.

Essencialmente, Keynes desenvolveu sua teoria a partir da hipótese de tomada de decisão dos agentes econômicos em um contexto de incerteza. Para Keynes, os empresários tomariam suas decisões de produção, que determinavam a oferta agregada, a partir de suas projeções de consumo, a demanda agregada. A demanda efetiva da economia corresponde ao ponto de equilíbrio entre oferta e demanda agregada. Keynes demonstrou que, a depender do estado de expectativa dos agentes produtivos e da propensão a consumir dos agentes consumidores, a economia poderia atingir um estado de equilíbrio de longo prazo com desemprego involuntário. Em um momento de incerteza, portanto, em que os empresários reduzem o nível de investimento e os consumidores, o nível de consumo, a abordagem sugere a aplicação de medidas governamentais, como o lançamento de obras públicas, que reduzam essa carga de incerteza, estimulem o investimento, aumentem a propensão a consumir, e

assim, recomponham a demanda agregada, levando a economia a níveis de produção mais elevados e, desse modo, com menores níveis de desemprego.

c) *Moeda: não-neutralidade no curto e no longo prazo*

Para Keynes, a chave para o desenvolvimento de sua teoria estava no papel da moeda nas economias modernas (CARVALHO, 1992). As teorias clássica e neoclássica, em suas vertentes centrais, postulam a neutralidade da moeda para determinação do equilíbrio no longo prazo. Dessa forma, em uma economia de recursos escassos, onde as preferências dos consumidores são definidas dentro de um sistema de preços reais relativos, no longo prazo, a moeda não influenciaria as escolhas feitas pelos agentes econômicos. Em *A Tract on Monetary Reform* (KEYNES, 1923), Keynes não omitiu sua formação teórica, e se mostrou um crente incontestado da teoria quantitativa da moeda em sua essência, i.e., na causalidade da determinação do nível de preços pela quantidade de moeda (KAHN, 1984). Ao mesmo tempo, como destacou Carvalho (1992), a própria ortodoxia admitia a não neutralidade da moeda no curto prazo, ao passo que Keynes questionava, se não a validade teórica, a relevância prática desta teoria no longo prazo.

No *Treatise on Money*, Keynes estabeleceu a primeira ruptura relevante com a ortodoxia no que tange à moeda. Se, antes, a moeda era percebida apenas como um meio de circulação eventualmente mantido para lidar com descasamentos transacionais, no *Treatise*, ela passou a ser compreendida como uma representação de riqueza, um ativo que oferece a possibilidade de ser mantido como poder de compra futuro. Em outros termos, a moeda, que cumprira apenas um papel de intermediação para a circulação de bens, foi introduzida por Keynes como um ativo, uma forma durável de riqueza, não associada, necessariamente, a qualquer plano de compra, ora mantida para um gasto eventual, mas que permita ao seu titular o adiamento da decisão sobre quando efetuar esse gasto. Nominalmente, ele definiu, como circulação industrial a circulação de moeda necessária para a manutenção do processo tradicional de produção e venda de bens, correspondente, em linhas gerais, ao papel da moeda considerado pela teoria quantitativa. Já a circulação financeira trata da utilização da moeda em operações que envolvem títulos financeiros e estoques de riqueza, sem, necessariamente, envolver o giro de bens. De forma ilustrativa, a circulação financeira abrange, por exemplo, saldos financeiros inativos, entesourados sob a expectativa de alterações futuras das taxas de juros, e saldos financeiros ativos, utilizados para comprar e vender ativos diversos. Nesse exemplo, Keynes desmembrou os agentes em “baixistas”, que optariam por reter a moeda sob

a expectativa de aumento das taxas de juros, e “altistas”, que optariam pela compra de títulos para desfrutar dos ganhos de capital sob a expectativa de queda das taxas de juros.

No *Treatise*, Keynes consolidou sua visão sobre qual seria a principal função da moeda, da qual derivariam todas as suas propriedades: servir como unidade de conta para o sistema de contratos. Essa característica fundamental permite a transmissão do poder de compra ao longo do tempo, garantindo, através de sua retenção, que um compromisso assumido no presente possa ser devidamente liquidado no futuro.

Na Teoria Geral, Keynes passou a chamar a circulação industrial de motivo transacional, o que, de certa forma, deixou algum espaço para a teoria quantitativa, ainda que limitada a essa função parcial da moeda na teoria keynesiana. Já a circulação financeira foi abordada como motivo precaução e motivo especulação. O motivo precaução corresponde à demanda por moeda para se resguardar contra contingências que exijam gastos súbitos e oportunidades imprevistas de compra vantajosa. A demanda por moeda pelo motivo precaução também faz referência à possibilidade de garantir a manutenção de um ativo cujo valor é fixo em termos monetários (KEYNES, 1936). A demanda especulativa por moeda, por sua vez, refere-se à demanda dos “altistas” e “baixistas”, segundo suas expectativas quanto ao movimento futuro das taxas de juros. Diferente do motivo especulação, a demanda por precaução também poderia se manifestar em cenários de incerteza, quando os agentes não conseguissem avaliar em qual sentido as taxas de juros iriam oscilar. Nesse caso, os agentes optariam por reter moeda (KAHN, 1972).

Keynes buscou a formação de uma teoria econômica em que a moeda representasse um papel central em seu funcionamento, com motivações próprias e que afetasse as tomadas de decisão dos agentes econômicos. Keynes definiu um sistema econômico com essas características de economia monetária de produção. O conceito, porém, foi renunciado durante a composição da Teoria Geral, ao menos, em sua terminologia, sob a justificativa da necessidade de se dialogar com a teoria clássica.

Há poucas décadas, o conceito de economia monetária foi resgatado por economistas pós-keynesianos, como Paul Davidson e Fernando Cardim de Carvalho, e reintroduzido ao debate econômico contemporâneo. Carvalho (1992) definiu uma economia monetária de produção com base em 6 princípios:

- 1) Princípio da não ergodicidade
- 2) Princípio da temporalidade
- 3) Princípio da estratégia dominante
- 4) Princípio da coordenação

- 5) Princípio da produção
- 6) Princípio das propriedades da moeda

Ainda que sem mencionar o termo em si, ao longo da Teoria Geral, é possível encontrar grande parte do arcabouço analítico que envolve o conceito de economia monetária de produção, onde os princípios desenvolvidos por Carvalho, que não serão aprofundados aqui, encontram proposições que descrevem com rigor a dinâmica das economias.

d) Preferência pela liquidez

A compreensão da abordagem keynesiana sobre o sistema financeiro passa, inevitavelmente, pelo conceito de preferência pela liquidez.

Keynes define a ideia de preferência pela liquidez no Capítulo 15 da Teoria Geral, vinculando-a diretamente aos motivos para retenção de moeda. Sendo a moeda o ativo mais líquido que existe, é comum a interpretação da preferência pela liquidez como uma teoria de demanda por moeda, definida em função das taxas de juros praticadas no mercado (HICKS, 1937).

Nos termos da Teoria Geral, em uma economia que oferece apenas dois ativos, a moeda e os títulos, o detentor da moeda apenas aceitaria renunciar à sua liquidez à determinada taxa de juros paga pelo título adquirido em troca. Invertendo o argumento, dependendo da taxa de juros, o detentor da moeda optará por reter parte de sua liquidez ou adquirir ativos alternativos. Assim, para Keynes, a taxa de juros é um fenômeno eminentemente monetário: enquanto para a teoria clássica, a taxa de juros é o preço que equilibra a demanda por recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato, para Keynes, a taxa de juros é o prêmio cobrado pelos agentes para renunciar à liquidez. Sua teoria da preferência pela liquidez era uma alternativa realista à teoria quantitativa da moeda (CARVALHO, 1992).

Os pós-keynesianos complementam essa interpretação da preferência pela liquidez. Com base no Capítulo 17 da Teoria Geral, eles destacam a concepção keynesiana, segundo a qual, em uma estrutura diversificada de ativos, a quantidade de cada ativo é demandada em função de sua própria taxa de juros. Combinando a preferência pela liquidez a essa concepção, pode-se dizer que a taxa de juros de cada ativo corresponde ao prêmio de liquidez que o ativo deve oferecer para ser adquirido em detrimento da liquidez da moeda. Dessa

forma, a preferência pela liquidez deixa de ser apenas uma teoria de demanda por moeda, mas uma teoria de precificação de ativos (KREGEL, 1982).

e) Bancos e endogeneidade da moeda

A concepção clássica de intermediação financeira, desenvolvida por Gurley e Shaw (1955), estabelecia o papel dos bancos como intermediador neutro de recursos entre unidades superavitárias e deficitárias, gerenciando os riscos envolvidos nesse tipo de transação, além de reduzir seu custo. Segundo essa abordagem, porém, a influência das instituições bancárias sobre as decisões de produção e de investimento na economia seria pequena. Os bancos comerciais, nesse sentido, funcionariam apenas como transmissores entre as autoridades monetárias e os agentes não financeiros, sem afetar de forma decisiva as condições de financiamento da economia. Poucos anos depois, James Tobin (1963) complementou a concepção clássica de atuação bancária com base no reconhecimento do caráter capitalista, e, portanto, gerador de lucro, dessas instituições. Em primeiro lugar, Tobin demonstrou que o volume de reservas não constituiria uma barreira para o tamanho do banco, tendo em vista as possibilidades de obtenção de reservas adicionais, sempre que necessário, tomando novos empréstimos no mercado interbancário ou do próprio banco central, ou através da venda de títulos de curto prazo. Em paralelo, ele observou que o uso das reservas disponíveis ocorreria em função das oportunidades de empréstimo e das taxas de juros do mercado. Em outros termos, o tamanho do balanço dos bancos seria formado, em última instância, em função do comportamento otimizador do agente financeiro, no qual, em equilíbrio competitivo, as taxas de juros cobradas dos tomadores de empréstimo igualaria, na margem, a taxa de juros paga aos credores, de tal forma que, sem os requerimentos de reserva, a expansão do crédito seria limitada às condições de maximização dos lucros obtidos através de operações de empréstimos e de minimização de riscos de liquidez impostas às instituições bancárias (PAULA, 2014).

Na abordagem pós-keynesiana, os bancos não são considerados entidades neutras, mas dinâmicas, com interferência direta nas tomadas de decisão dos agentes e nas condições de liquidez e de financiamento da economia. Como qualquer outro agente econômico, os bancos também possuem preferência pela liquidez, que, combinada com a busca pela lucratividade dos investimentos, dita a configuração de seu portfólio de ativos. Com base nessa configuração, portanto, os bancos podem exercer sua capacidade de criar crédito e,

consequentemente, depósitos, independente da disponibilidade de depósitos prévios, impactando a oferta de moeda na economia (PAULA, 2014).

Esta dinâmica de atuação do agente bancário leva a outra discussão central da teoria keynesiana quanto à natureza da oferta de moeda. Apesar da visão pós-keynesiana assumir a endogeneidade da moeda, o assunto não é consenso entre os economistas keynesianos. Há autores, por exemplo, que enxergam traços ortodoxos na Teoria Geral nas proposições de exogeneidade da moeda por Keynes no âmbito da teoria da preferência pela liquidez (KALDOR, 1982; MOORE, 1988). Por outro lado, há economistas, como Minsky e Rousseas, que reconhecem a existência de um legado heterodoxo de Keynes nesse programa de pesquisa. O autor, portanto, teria apresentado originalidade em suas ideias de determinação da oferta de moeda, apesar desses economistas admitirem que a teoria proposta por Keynes não envolve nem um sistema monetário absolutamente acomodatório, ou horizontalista, mas tampouco totalmente rígido, ou verticalista (MINSKY, 1980; MOLLO, 1997).

O aspecto central da abordagem pós-keynesiana está no papel fundamental dos bancos no processo de criação de moeda, *vis-à-vis* as motivações que orientam seu comportamento como agente econômico, tendo em vista seu poder de criação de depósitos e sua escala própria de preferência pela liquidez (CARVALHO, 1992). Ora, independente da política definida pelas autoridades monetárias, a criação da moeda dependerá, em última instância, do comportamento dos bancos. Conforme apresentado, esse comportamento será guiado pela combinação entre lucratividade e preferência pela liquidez. A política de investimento dos bancos, portanto, dependerá das condições dos ativos disponíveis e, em última instância, definirá a variação da oferta de moeda na economia.

A dinâmica descrita acima é possível por conta do poder de criação de moeda dos bancos decorrente da criação de depósitos para a compra de ativos. Esses ativos envolvem tanto a circulação financeira quanto a circulação industrial. Nesse sentido, as decisões de investimento dos agentes bancários podem não só afetar a oferta de moeda, como a relação entre a quantidade disponível de moeda e sua demanda agregada, tendo em vista que os recursos dirigidos à circulação financeira não afetam diretamente a demanda por bens e serviços (CARVALHO, 1992).

Em síntese, a perspectiva pós-keynesiana de oferta de moeda argumenta que o efeito real de qualquer política definida por autoridades monetárias sobre a oferta de moeda dependerá das decisões das instituições bancárias sobre o que fazer com as reservas autorizadas pelo banco central. Essas decisões, por sua vez, dependem não só da preferência pela liquidez dos bancos, mas das condições dos ativos disponíveis para investimento. A

oferta de moeda, portanto, é definida, substancialmente, de forma endógena, ainda que sua curva não possa ser representada de forma perfeitamente horizontal.

2.1.2 MINSKY

Hyman Minsky (1967) definiu o capitalismo como sendo, essencialmente, um sistema financeiro; um sistema econômico evolutivo e dinâmico que sobrevive por acolher mudanças institucionais (MINSKY, 1996). A capacidade do capitalismo de moldar suas instituições de acordo com o cenário enfrentado está no centro da visão institucionalista de Minsky, cuja contribuição abrange uma série de ideias inovadoras, que levaram aos conceitos de margem de segurança e fragilidade financeira, culminando na sua hipótese de instabilidade financeira, o ponto alto do legado minskyano.

Minsky observou que a sobrevivência da firma depende, em última instância, da administração de seus ativos e passivos financeiros, que deve contemplar suas posições de liquidez e de solvência (MINSKY; PAPADIMITRIOU, 2004). Para ele, uma estrutura financeira se caracteriza pelo estabelecimento de margens de segurança entre os fluxos futuros de lucros esperados de uma unidade econômica e os compromissos financeiros contratados. A margem de segurança oferece uma proteção contra eventos inesperados em cada período do projeto, podendo ser definida como margem do fluxo de caixa (diferença entre os lucros esperados e os compromissos financeiros em cada período) e margem de segurança do balanço patrimonial (firmas detêm uma parcela de ativos líquidos além de suas necessidades operacionais). Segundo o autor, dentro de toda economia capitalista há um sistema de empréstimo baseado em margens de segurança (MINSKY, 1991), i.e., o grau de confiança que o credor deposita no tomador refletido sobre as condições de financiamento.

Esses conceitos estão diretamente ligados à ideia de fragilidade financeira, tendo em vista que, segundo Minsky, quanto menor as margens de segurança, maior será a fragilidade financeira de determinada operação. Da mesma forma, o aumento da alavancagem dos agentes e o descasamento entre os vencimentos de ativos e passivos também possuem o potencial de aumentar a fragilidade da unidade econômica. Essa ideia pode ter sua aplicabilidade expandida para o sistema financeiro como um todo, o que leva à hipótese de instabilidade financeira.

Minsky (1992) apresenta a hipótese de instabilidade financeira como um modelo de economia capitalista, que não depende de choques exógenos para gerar variações bruscas nos ciclos econômicos. Segundo essa hipótese, economias em ciclos de expansão estão mais

sujeitas à fragilização, uma vez que os agentes econômicos estariam dispostos a assumir riscos maiores, reduzindo suas margens de segurança, levando o sistema financeiro à instabilidade tão logo o ciclo econômico se revertisse (MINSKY, 1982).

Para contornar cenários de instabilidade, Minsky prescreveu uma combinação de políticas econômicas, que ele chamou de *big government* e *big bank* (MINSKY, 1986; DYMSKI, 1999). O *big government* envolve o aumento de gastos públicos para recomposição da demanda agregada em momentos de desaceleração econômica. Já o *big bank* refere-se à atuação de um banco central como emprestador de última instância do sistema financeiro. Adicionalmente, a tendência à fragilização pode ser mitigada através da criação e do aprimoramento de instituições que contribuam para o bom funcionamento do sistema financeiro.

a) *Hipótese de instabilidade financeira e o institucionalismo de Minsky*

O caráter endógeno do processo de fragilização do sistema financeiro capitalista compõe o núcleo das ideias minskyanas. Dentro do arcabouço pós-keynesiano, que ressalta a influência central da moeda nas tomadas de decisão dos agentes econômicos, Minsky destaca a dinâmica de financiamento da economia, dentro da qual as empresas recorrem ao sistema bancário e ao mercado de capitais quando precisam financiar seus investimentos, como responsável pelo comportamento cíclico da economia capitalista (PAULA, 2014; MINSKY, 1982; MINSKY, 1986, cap. 9).

Essencialmente, a tomada de decisão da firma passa pela expectativa do empresário sobre a demanda pelo produto ou serviço que será oferecido, o investimento necessário e o preço que poderá ser cobrado. Em conjunto, essas projeções estimadas pelo tomador de decisão definirão o retorno esperado sobre o investimento. Uma vez definida a expectativa de retorno, o empresário recorre ao sistema financeiro para se financiar. Caso o custo do capital seja inferior ao retorno esperado, o empresário seguirá com a iniciativa produtiva. Por outro lado, caso o custo de capital supere a expectativa de retorno do agente, não se configura a viabilidade econômica do investimento que, dessa forma, não se concretizará. O custo do capital, por sua vez, dependerá da preferência pela liquidez dos credores, sejam eles instituições bancárias ou agentes do mercado de capitais. É evidente, portanto, que a combinação de expectativas otimistas dos agentes tende a aumentar o nível de alavancagem da economia e, portanto, sua vulnerabilidade em caso de quebra das expectativas.

Cientes que operam dentro de um cenário de incerteza, os agentes, segundo Minsky (1986), estabelecem margens de segurança que mitigam oscilações negativas em suas projeções de retorno. Essas margens podem ser compostas por premissas conservadoras para as estimativas de resultado financeiro líquido, pelo alongamento dos passivos frente à rentabilização dos ativos, ou, entre outras formas, pela composição de um colchão patrimonial capaz de absorver demandas imprevistas de liquidez.

A dinâmica descrita até aqui dialoga com o conceito minskyano de restrição de sobrevivência, segundo o qual, uma unidade econômica não poderá sobreviver caso seu fluxo de caixa líquido seja negativo no futuro (MINSKY, 2004). O autor sugeriu a interpretação das firmas da mesma forma que se costuma observar as instituições bancárias, com suas relações financeiras definidas através de seus balanços patrimoniais (MINSKY, 1977). Nas palavras de Minsky, para analisar a forma como os compromissos financeiros afetam a economia, é necessário olhar as unidades econômicas em termos de fluxo de caixa, como se fossem bancos (MINSKY, 1986). Ora, se as entradas de caixa, ou seja, a renda gerada pelos investimentos em bens de capital, forem inferiores às saídas de caixa, que equivalem aos investimentos, despesas operacionais e financeiras, e à amortização de dívidas, é evidente que a firma entrará em falência. Em caso de frustração das expectativas, a margem de segurança é uma das formas de evitar esse cenário. A outra forma, menos desejável pelos agentes, é a emissão de novas obrigações creditícias, o que leva a uma estrutura de classificação de unidades econômicas proposta por Minsky (1986) segundo seu nível de fragilidade.

Partindo dos conceitos de restrição de sobrevivência e de margem de segurança, Minsky sugeriu a classificação das unidades econômicas como *hedge*, especulativa ou Ponzi.

A classificação *hedge* corresponde às unidades econômicas com margens de segurança robustas o suficiente para garantir que o desempenho operacional será suficiente para cobrir as despesas com juros e com as amortizações do principal. Uma unidade *hedge* procura se blindar de movimentos incertos, como as oscilações da taxa básica de juros.

As unidades especulativas diferem das unidades *hedge* no que diz respeito ao tamanho das margens de segurança. Nessas unidades, a capacidade de pagamento não cobre as amortizações de curto prazo, levando à necessidade de rolagem da dívida. Evidentemente, unidades especulativas, pela condição mais arriscada do negócio, tão logo o cenário de falta de capacidade de pagamento se concretize e a companhia precise refinar seu passivo, tendem a enfrentar taxas de juros mais elevadas, comprometendo seu fluxo de caixa de financiamento. Em paralelo, a firma fica sujeita a mudanças das taxas de juros que, no momento da rolagem, podem estar mais altas. Esse cenário é comum em empresas que estão

expandindo suas operações, contagiadas por um estado de euforia, com alto nível de expectativa que conseguirão se refinar até que o resultado operacional seja robusto o suficiente para cobrir as despesas financeiras.

Por fim, as unidades Ponzi se caracterizam pela falta de capacidade de pagarem, não só o principal, mas também os juros da dívida. Em certo sentido, trata-se de um estágio especulativo avançado. Ao se alavancar para pagar os juros, as unidades Ponzi incrementam as novas emissões ao seu endividamento bruto, gerando uma espiral negativa. Caso a companhia não consiga se restabelecer operacionalmente, o caminho natural, além da renegociação da dívida com seus credores, será o pedido de falência.

É óbvio, portanto, que quanto maior a proliferação de unidades especulativas e Ponzi em uma economia, maior será o seu nível de fragilidade. Um aspecto central da teoria de Minsky é que o comportamento dos agentes é orientado pela ciclicidade do processo de crescimento econômico, de tal forma que as condições de financiamento das unidades econômicas estão diretamente ligadas ao estágio do ciclo. Em períodos de crescimento, portanto, cria-se uma tendência de fragilização, já que haverá um maior nível de tolerância ao risco tanto por parte dos credores quanto por parte das firmas. Em contrapartida, tão logo o ciclo reduza o ritmo de crescimento, a desaceleração da economia tende a reduzir o apetite ao risco dos agentes. Nesse contexto, cria-se uma tendência de elevação das taxas de juros, dificultando o pagamento e o refinanciamento das unidades especulativas e Ponzi. O estado de instabilidade gerado no momento anterior do ciclo pode, enfim, impactar o sistema financeiro, propagando os efeitos dessas unidades, e gerar uma crise econômica sistêmica. Nos termos de Kregel (1997), a fragilização decorre de um processo lento e imperceptível de erosão das margens de segurança das firmas. Imperceptível pois influenciado pela percepção de risco formulada pelos agentes em função do seu estado de expectativas (PAULA, 2014).

Assim, Minsky (1992) definiu sua hipótese da instabilidade financeira dentro de uma dinâmica econômica capitalista que não depende de choques exógenos para gerar variações bruscas nos ciclos econômicos. Segundo o autor, economias em ciclos de expansão estão mais sujeitas à fragilização, uma vez que os agentes econômicos estariam dispostos a assumir riscos mais elevados, reduzindo suas margens de segurança e levando o sistema financeiro à instabilidade tão logo o ciclo econômico se revertisse (MINSKY, 1982). Martins (2020) reforçou a essência endógena da hipótese de instabilidade financeira na abordagem pós-keynesiana em contraposição à literatura convencional, que associa o risco sistêmico a falhas de mercado e eventos exógenos. É evidente que todo sistema financeiro possui uma exposição inerente a choques externos, oriunda de diversas condições econômicas e de

mercado. O argumento pós-keynesiano, não obstante, acrescenta que a desestabilização sistêmica não depende apenas do choque, mas da capacidade do sistema em absorvê-lo. Na nomenclatura de Minsky, quanto menor a margem de segurança de determinada economia, menos tolerante a choques e, portanto, mais frágil, ela será (PAULA, 2014).

Mais adiante, na introdução de seu *Stabilizing an Unstable Economy*, Minsky (1986) reafirmou o caráter não natural dos sistemas econômicos. Institucionalista, ele defendia a formatação de instituições sólidas que prezassem pela economia, pela justiça social e pela liberdade. A dinâmica descrita anteriormente faz jus ao comportamento, sobretudo, de empresas privadas, que, em conjunto, possuem forte poder de decisão. Para o autor é necessário que ocorra um processo de desconcentração desse poder, de tal forma que os riscos de instabilidade possam ser mais bem administrados. A citação a seguir reflete a visão de Minsky sobre o sistema financeiro e a importância das instituições que o compõem.

Economic systems are not natural systems. An economy is a social organization created either through legislation or by an evolutionary process of invention and innovation. Policy can change both the details and the overall character of the economy, and the shaping of economic policy involves both a definition of goals and an awareness that actual economic processes depend on economic and social institutions.

Thus, economic policy must be concerned with the design of institutions as well as operations within a set of institutions. Institutions are both legislated and the result of evolutionary processes. Once legislated, institutions take on a life of their own and evolve in response to market processes. We cannot, in a dynamic world, expect to resolve the problems of institutional organization for all time. On the other hand, we cannot always be engaged in radically changing institutions. Once an institutional arrangement embodies the day's best perception of processes and goals, it should be allowed a run of time in which details are permitted to evolve and policy is restricted to operations within the institutional structure. Only as the inadequate performance of an economic and social order becomes evident and serious does it become necessary to engage in thorough-going institutional reform. Such a time has arrived. (MINSKY, 1986, p. 7-8)

Minsky, dessa forma, sugere que a tendência inerente à fragilização pode ser mitigada através da criação e aprimoramento de instituições que atuem para o funcionamento ordenado do sistema financeiro. Para contornar cenários de instabilidade, Minsky prescreveu uma combinação de políticas econômicas, que ele chamou de *big government* e *big bank*, conforme mencionado anteriormente (MINSKY, 1986; DYMSKI, 1999).

A agenda keynesiana forneceu a Minsky e aos demais pós-keynesianos uma base teórica sólida para discussões avançadas sobre o comportamento do sistema financeiro. No âmbito desta dissertação, os conceitos de incerteza, não neutralidade e endogeneidade da moeda, preferência pela liquidez e demanda efetiva levaram à definição do papel fundamental dos bancos em uma economia monetária de produção e sua centralidade nos processos econômicos. Além disso, esses conceitos permitiram o desenvolvimento do arcabouço teórico de Minsky, com a endogeneidade do processo de desestabilização sistêmica como seu ponto alto e sua principal contribuição acadêmica e, dessa forma, essencial para o debate econômico recente, que precisa lidar com questões complexas, como a Crise de 2008 e o acelerado crescimento econômico da China, objeto de estudo desta dissertação. Questões complexas e nem sempre devidamente endereçadas pelas teorias neoclássicas e sua obstinação pelo *laissez-faire* e pelo equilíbrio geral. Partindo das ideias e teorias abordadas nesta seção, propõe-se, agora, uma discussão sobre o que pode ser considerado um sistema financeiro funcional.

2.2 FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

A investigação sobre a funcionalidade do sistema financeiro chinês pede, em primeira instância, a definição do que pode ser considerado um sistema financeiro funcional.

Essa discussão passa, fundamentalmente, pelo papel das instituições financeiras nos processos econômicos. A literatura neoclássica, característica dos já citados trabalhos de Gurley e Shaw (1955, 1960), por exemplo, limita este papel à simples intermediação de recursos, sem impacto direto no desenvolvimento econômico. Estudos mais recentes, por outro lado, expandem as funções do sistema financeiro para além da intermediação, atribuindo-lhe o papel de provedor de liquidez e de criador de recursos para financiamento do investimento, tornando-se um potencial catalisador para o crescimento econômico. Não obstante, um sistema financeiro disfuncional, em termos keynesianos, pode atuar na direção contrária ao desenvolvimento, desencadeando crises a partir de momentos de instabilidade.

Em termos pós-keynesianos, Studart (1995) definiu um sistema financeiro como funcional quando ele é capaz de expandir o uso de recursos no processo de desenvolvimento econômico com um mínimo aumento possível na fragilidade financeira. Nas palavras de Paula (2013), um sistema financeiro funcional é aquele capaz de prover financiamento (*finance*) para atender às decisões de investimento e que canaliza poupança para fundar (*funding*) suas dívidas no futuro.

Incluindo Minsky (1982, 1986) nesta discussão, conforme detalhado na seção anterior, a fragilidade do sistema financeiro varia na mesma direção dos ciclos econômicos. Em momentos de expansão, por exemplo, os agentes tendem a assumir riscos maiores, reduzindo as margens de segurança das operações financeiras e, por consequência, aumentando a fragilidade do sistema. O remédio proposto por Minsky nesse sentido envolve a criação e aprimoramento de instituições que protejam o sistema financeiro das oscilações inerentes à especulação excessiva e da eventualidade de choques externos, além de políticas econômicas específicas para recompor o sistema em caso de crise ou instabilidade.

Em última instância, o grau de fragilidade de uma economia será definido pela proporção de sua exposição a unidades *hedge*, especulativas e Ponzi. Economias com um alto nível de concentração em unidades especulativas e Ponzi estarão mais vulneráveis às oscilações do sistema financeiro. Para evitar a migração excessiva do sistema para um estado majoritariamente especulativo, é essencial que se promova uma estrutura robusta de financiamento que garanta o *funding* de longo prazo para as empresas.

Em síntese, um sistema financeiro, para ser funcional, deve ser capaz de promover os recursos necessários para financiar o investimento, sobretudo, o de longo prazo, e o crescimento econômico, mantendo um alto nível de organização e de aprimoramento institucional, prezando pela estabilidade sistêmica. Desenvolvemos esse ponto na sequência.

2.2.1 PÓS-KEYNESIANOS, *FINANCE-FUNDING* E FUNCIONALIDADE

A importância do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico está no centro da teoria pós-keynesiana, com raízes tanto em *A Treatise on Money* (1930), onde Keynes desenvolve o embrião da teoria da endogeneidade da moeda, quanto nos debates de Keynes com Ohlin e Robertson, em 1937, quando Keynes reforça a distinção entre poupança e financiamento e destaca o papel dos bancos como provedor da liquidez necessária para a realização do investimento (PAULA, 2014). As discussões desta subseção avançam sobre a abrangência macroeconômica das teorias keynesianas sobre os sistemas financeiros.

O primeiro aspecto fundamental da interpretação da funcionalidade do sistema financeiro com base nas teorias keynesiana é a distinção clara entre investimento e poupança. Em ruptura de Keynes com a ortodoxia neoclássica, nessa abordagem, a poupança não é condição prévia para a realização dos investimentos, sendo estes determinados pelo *animal spirit* dos empresários, isto é, a sua disposição e expectativa quanto à possibilidade de iniciar um novo empreendimento. Nesse contexto, os bancos, enquanto criadores de moeda e de

liquidez, possuem papel central na criação de poder de compra novo para as firmas investidoras. A moeda, portanto, conforme já discutido na subseção dedicada a Keynes, possui, nesse arcabouço teórico, caráter endógeno, uma vez que depende da percepção e disposição do setor bancário em expandir suas operações creditícias. Já a poupança, pelo princípio da demanda efetiva, é resultado do processo subsequente de geração de renda na economia, não constituindo um obstáculo para o investimento, dadas as possibilidades existentes de financiamento (PAULA, 2014). Conforme dito pelo próprio Keynes, o mercado de investimento pode tornar-se congestionado pela falta de liquidez, mas nunca se congestiona pela falta de poupança (KEYNES, 1937a).

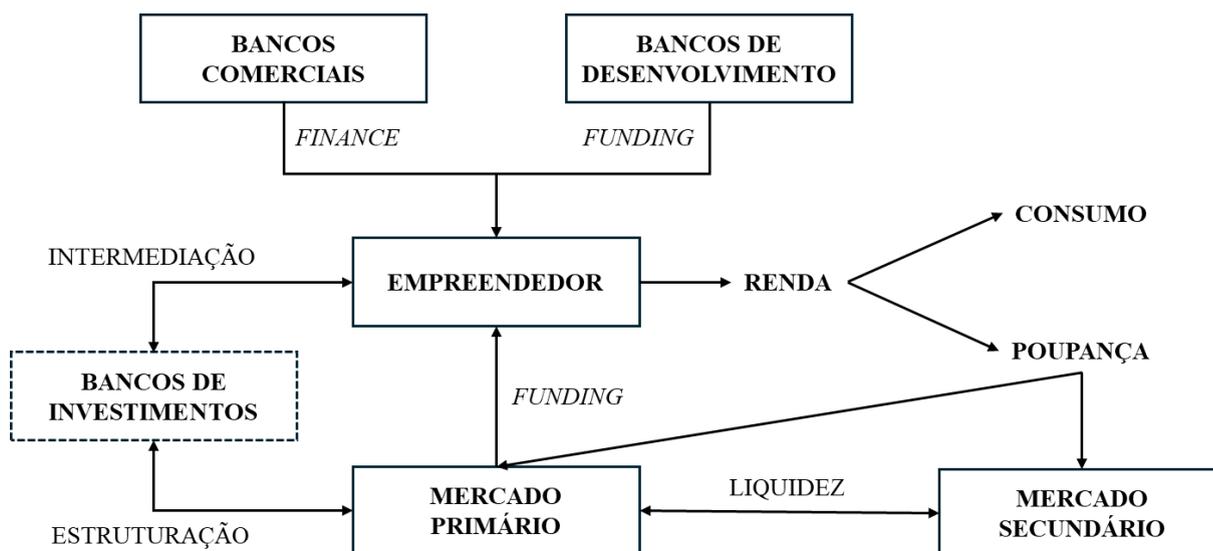
Em linha com Carvalho (2010), um sistema financeiro funcional é aquele que disponibiliza recursos financeiros à produção, à formação de capital e ao investimento, que cria ativos financeiros como forma de se acumular riqueza, e que não compromete a segurança sistêmica. Keynes (1937a) dividiu o processo de financiamento do investimento em duas etapas. Na primeira, referida pelo autor como *finance*, o setor bancário fornece os recursos financeiros necessários para a firma iniciar seus investimentos. Essa etapa, conforme abordado, independe de poupança *ex ante*. Já na segunda etapa, o *funding*, ocorre a consolidação da dívida, através da transformação de sua natureza de curto para o longo prazo, adequando as amortizações à maturação dos negócios. Na prática, portanto, a firma financia sua formação de capital adquirindo obrigações de curto prazo com instituições bancárias, que compartilham o risco do refinanciamento. Seguindo o princípio keynesiano da demanda efetiva, os gastos agregados são responsáveis pela geração de renda, enquanto a poupança *ex post* representa a renda não consumida causada pelos investimentos iniciais. No agregado, portanto, a poupança corresponde ao valor exato necessário para cobrir o financiamento de longo prazo, de tal forma que o *funding* deverá advir, exceto nos casos de rolagem da dívida por parte dos próprios agentes bancários, necessariamente, dos poupadores.

A atração desses recursos, não obstante, está sujeita aos elementos apresentados em discussões anteriores deste capítulo, como a preferência pela liquidez dos agentes financeiros e sua percepção de incerteza. A questão está na disposição desses poupadores em renunciar à sua liquidez e submeter seus recursos a operações de longo prazo com risco mais elevado, em um ambiente de incerteza. Um sistema financeiro funcional, portanto, deverá atender às pretensões de ambos, firmas e poupadores, disponibilizando ativos aderentes ao perfil dos últimos e *funding* aos primeiros. Ao mesmo tempo, o sistema financeiro ganha dinamismo se contar com um mercado secundário robusto, que promova liquidez e, por consequência, uma alternativa de saída para os investidores, caso necessário. Se bem organizado, o mercado

secundário pode, inclusive, encorajar a entrada de novos investidores, estimulando a oferta de *funding*. Além disso, o desenvolvimento de um mercado secundário permite o acompanhamento da expectativa dos agentes para cada título emitido e negociado dentro dele através da reprecificação instantânea dos ativos a cada acordo de compra e venda.

Como alternativa, há economias que adotam os bancos de desenvolvimento como provedor de *funding* (Figura 1). Nesses casos, o financiamento de longo prazo dos investimentos não fica limitado à preferência pela liquidez dos bancos comerciais ou do mercado de capitais. Vale ressaltar que, embora não indicado no organograma, as emissões no mercado primário, assim como as operações no secundário, não se limitam aos recursos da poupança. Bancos comerciais e os próprios bancos de desenvolvimento também podem acessá-las e, muitas vezes, são essenciais para garantir a captação planejada pelas firmas.

Figura 1 – Circuito *finance-funding* em modelo com banco de desenvolvimento



Fonte: Elaboração própria, adaptado de Paula (2014).

Um sistema financeiro funcional pode, assim, ser definido como aquele capaz de prover o financiamento que permite aos empresários a realização de gastos com investimentos, e que canaliza a poupança para, direta ou indiretamente, fundar suas dívidas no futuro (PAULA, 2014), sem comprometer sua estabilidade. Nesta transcrição de Paula, incorporam-se os conceitos de *finance* e *funding*, além do conceito de estabilidade.

Sob a ótica minskyana, ao reduzir o descasamento entre ativos e passivos, o *funding* é fundamental para mitigar o crescimento da fragilidade financeira. Não obstante, o comportamento pró-cíclico dos bancos reflete na disponibilização do *finance*, contribuindo para aumentar os riscos de fragilização em momentos de expansão econômica e não atender

às necessidades de demanda agregada em momentos de baixa. Conforme abordado na subseção sobre Minsky, quando a economia entra em expansão, cria-se uma tendência de redução da aversão ao risco por parte dos agentes econômicos, especialmente, dos bancos e das firmas. Na prática, os bancos abrandam as condições de financiamento, enquanto as firmas optam por estratégias de investimento mais agressivas, o que infla o volume do *finance* no mercado, implicando na redução das margens de segurança das unidades. Futuramente, com a inversão do ciclo econômico, cria-se uma tendência de redução do apetite ao risco dos agentes. No caso dos poupadores, o aumento de sua preferência pela liquidez induz a queda da disponibilidade de *funding* para o alongamento dos empréstimos de curto prazo assumidos em períodos anteriores. Ao mesmo tempo, os bancos, pelo mesmo motivo, acirram as condições comerciais para novas operações, dificultando a renegociação do *finance*. Com relação às empresas, a desaceleração econômica, sem a devida recomposição da demanda agregada, pode causar frustração das expectativas de retorno, comprometendo sua capacidade de pagamento. Com poucas opções de *funding* e de refinanciamento, cria-se uma tendência natural, por parte das firmas e, portanto, do sistema como um todo, de migração do estado *hedge* para o especulativo e o Ponzi.

Esse aspecto preocupante joga luz sobre a necessidade de manterem-se discussões bem estruturadas sobre regulação do sistema financeiro, que preze pelo seu crescimento de forma segura e estável. Não se trata do enrijecimento dos negócios ou das movimentações dos agentes, mas da preservação do bom funcionamento e da devida estabilidade do sistema. Para ser funcional, um sistema financeiro precisa ser capaz de garantir que haverá *funding* disponível, bem como evitar transições entre os estados minskyanos. Um sistema financeiro bem estruturado, com instituições bem estabelecidas e respaldado por políticas monetária e fiscal propositivas, é capaz de alavancar o crescimento econômico. Por outro lado, um sistema financeiro relegado ao acaso da mão invisível do mercado, sem o devido suporte institucional, tende a desestabilização generalizada, com consequências econômicas e sociais severas.

A abordagem pós-keynesiana, pelos motivos acima, reconhece uma certa ambiguidade no papel do sistema financeiro: ao mesmo tempo em que ele tem o poder de estimular o crescimento econômico, como provedor de liquidez e consolidador do investimento, as operações especulativas que ocorrem no âmbito da circulação financeira, necessárias para gerar liquidez no mercado secundário, podem desestabilizar a economia.

A conceituação do que se pode considerar um sistema financeiro funcional é, dessa forma, ampla e complexa. Nesta dissertação, com base no desenvolvimento teórico apresentado, definimos as características fundamentais que devem ser verificadas em um

sistema financeiro para que ele seja considerado funcional. Um sistema financeiro funcional, portanto, deve ser capaz de promover o desenvolvimento econômico, alinhando de forma consistente os interesses das firmas, do mercado financeiro, dos poupadores, do estado e da sociedade como um todo. Para isso, ele deve disponibilizar os instrumentos necessários para o financiamento da economia, viabilizando o acesso ao crédito de curto prazo, o *finance*, e a possibilidade de substituição por emissões de longo prazo, o *funding*. Ao mesmo tempo, um sistema financeiro funcional deve preservar sua estabilidade através de políticas econômicas e diretrizes regulatórias bem definidas, acompanhadas da devida supervisão e do permanente aperfeiçoamento institucional.

2.3 SÍNTESE E CONCLUSÕES DO CAPÍTULO

Este capítulo apresentou e discutiu conceitos fundamentais da teoria keynesiana para compreender o sistema financeiro sob o arcabouço teórico proposto por Keynes.

Na primeira parte, introduziram-se (i) os conceitos de probabilidade e incerteza, antitéticos às hipóteses de racionalidade propostas pela teoria neoclássica, (ii) o conceito de demanda efetiva, contribuição central da teoria keynesiana ao desenvolvimento econômico, (iii) a ideia de não-neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo, (iv) a teoria de preferência pela liquidez, e (v) a endogeneidade da moeda.

Em seguida, esses conceitos foram combinados para explicar a formação de um sistema financeiro em termos keynesianos, retirando a poupança como condição prévia para a realização do investimento, sendo essa determinada pelo *animal spirit* dos empresários, e a dinâmica do circuito *finance-funding*, onde a etapa de *funding* configura o processo de transformação de dívidas de curto prazo, o *finance*, em obrigações de longo prazo.

De forma mais específica, Keynes propôs um circuito financeiro formado por *finance-investimento-poupança-funding*. Nesse circuito, o financiamento é o início do processo de formação de capital. A partir das decisões de investimento, cria-se poupança, sendo essa resultado do processo multiplicador de renda. Assim, a poupança *ex-post* pode ser canalizada para o mercado financeiro para consolidar as obrigações de curto prazo assumidas pelas firmas investidoras.

Por fim, incluindo a hipótese de instabilidade financeira e as noções institucionalistas de Minsky, apresentou-se um sistema financeiro funcional, em termos pós-keynesianos, como aquele que disponibiliza recursos financeiros à produção e ao investimento, cria ativos financeiros como forma de se acumular riqueza e não compromete a segurança sistêmica

(CARVALHO, 2010), ou ainda, aquele que permite aos empresários a realização de gastos com investimentos, canalizando a poupança para, direta ou indiretamente, fundar suas dívidas no futuro (PAULA, 2014), sem comprometer sua estabilidade. Em nossa perspectiva, o sistema financeiro, para ser funcional, deve ser capaz de prover os recursos necessários para financiar o investimento de curto e de longo prazo, e, em conjunto com políticas econômicas assertivas, o crescimento econômico, mantendo um alto nível de organização e aprimoramento institucional para mitigar riscos excessivos de desestabilização sistêmica, em termos minskyanos.

3 SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS: EVOLUÇÃO E FUNCIONALIDADE

O sistema financeiro representa um elemento central na dinâmica da economia chinesa. Entre suas instituições fundamentais destacam-se o Banco Popular da China (PBOC), os grandes bancos estatais, o crescente, mas já relevante, mercado de capitais, além dos reguladores e das diversas instituições não bancárias, incluindo as paralelas, conhecidas pelas práticas de *shadow banking*. Isolados e em conjunto, cada um desses elementos desempenha um papel crucial no funcionamento do sistema financeiro, tanto no que diz respeito à transmissão e execução das políticas econômicas planejadas, bem como em suas atribuições próprias, como a gestão da política monetária, a alocação de recursos, e o financiamento das firmas.

A China, como se sabe, desenvolveu ao longo das últimas décadas um sistema econômico com características próprias, moldado para atender suas necessidades domésticas, mas sem ignorar o contexto macroeconômico global em que está inserido. Nesse sistema “socialista com características chinesas”, como se convencionou chamar por políticos locais, opera um sistema financeiro fortemente influenciado por controles e interesses estatais, mas, em alguma medida, respeitando as dinâmicas típicas de mercado, como a concorrência.

Nesse contexto peculiar, será conduzida uma análise sobre a funcionalidade do sistema financeiro chinês, com base na definição que desenvolvemos no segundo capítulo deste trabalho. Para isso, partiremos da atual estrutura do sistema, antes de apresentar um levantamento histórico de como evoluiu o sistema financeiro chinês desde o início das reformas de Deng Xiaoping, em 1978, até a atualidade. Pretende-se, dessa forma, demonstrar a centralidade do sistema financeiro ao desenvolvimento econômico da China, sobretudo, no que diz respeito à disponibilização de instrumentos e instituições que viabilizem as demandas por financiamento de longo prazo, bem como a importância do constante aprimoramento institucional para assegurar sua funcionalidade.

Este capítulo está dividido em três seções. Na primeira, será apresentada a estrutura atual do sistema financeiro chinês, detalhando suas principais instituições e suas respectivas funções. Destacaremos o amplo processo de reformas institucionais, envolvendo a regulação e a supervisão do sistema financeiro, que está sendo conduzido pelo governo chinês desde março de 2023, como forma de responder aos desafios estruturais e econômicos identificados. No núcleo da reforma, está a criação da Administração Nacional de Regulação Financeira, a NFRA. Em seguida, será feita uma discussão sobre a evolução do sistema financeiro chinês, partindo das características econômicas, sociais e culturais de uma civilização milenar,

passando pela revolução de Mao Tsé-Tung e culminando nas reformas de Deng Xiaoping, que perduram e se reformulam até a atualidade. Por fim, com base nas seções anteriores, será conduzida uma análise da funcionalidade do sistema financeiro chinês, demonstrando sua essencialidade ao desenvolvimento econômico desse país.

3.1 ESTRUTURA E INSTITUIÇÕES

A ascensão maoísta, em 1949, iniciou um processo de desconstrução do sistema financeiro chinês, até então, bem desenvolvido (Allen *et al.*, 2007). À época, além do protagonismo de Shanghai, que emergia entre os principais centros financeiros asiáticos, o país contava com amplos mecanismos comerciais fora dos sistemas legais, que movimentavam os investimentos locais. Após a fundação da República Popular da China, todas as companhias e instituições capitalistas, incluindo as financeiras, foram nacionalizadas. Entre 1950 e 1978, o sistema financeiro chinês consistia de uma única instituição: o Banco Popular da China. Controlado pelo Ministério das Finanças, o PBOC exercia as funções de banco central e comercial, contendo mais de 90% dos ativos financeiros do país e operando praticamente todas as transações financeiras (Allen *et al.*, 2007). Em 1978, sob a liderança de Deng Xiaoping, o PCCh iniciou uma série de reformas estruturais, remodelando a dinâmica econômica da China, incluindo o seu sistema financeiro. Se, até então, a economia chinesa contava com uma única instituição financeira, hoje, o país possui um dos mais importantes sistemas financeiros do mundo. Nesta seção, serão apresentadas as principais instituições que compõem a estrutura do sistema financeiro chinês na atualidade (vide organograma consolidado na Figura 2).

Em primeiro lugar, deve-se ter em mente que o desenvolvimento do sistema financeiro chinês ocorreu dentro de um contexto amplo de reformas econômicas, em um regime que, apesar de menos radical que o anterior, manteve a essência socialista sobre a administração pública. Jabbour e Dantas (2021) observaram que a nova formação econômico-social oriunda das reformas de Deng resulta de uma série de mudanças institucionais que demarcaram um modo de produção socialista dominante, com núcleo em grandes conglomerados empresariais estatais e em dezenas de bancos públicos comerciais e de desenvolvimento. No topo da hierarquia chinesa, responsável pelo planejamento público, está o próprio PCCh, o que lhe confere os contornos estratégicos atribuídos a um governo popular com alto grau de centralização política. Esse controle exercido pelo Partido em todo o país se estende ao sistema financeiro, em geral, através de instituições representativas, como o Comitê Central

do Partido Comunista Chinês e o Conselho de Estado da República Popular da China, que determinam as diretrizes a serem adotadas pelos órgãos regulatórios.

Em segundo lugar, as reformas implementadas pelo PCCh não cessaram nos últimos anos. No sistema financeiro, a mais recente delas envolve a criação da NFRA, impactando diretamente as atribuições dos demais reguladores, incluindo o banco central. A apresentação dessas instituições levará em conta esse contexto de reforma, que dialoga frontalmente com a ideia de funcionalidade desenvolvida anteriormente. Na ordem, serão elencados o Banco Popular da China, o PBOC, a já citada NFRA e, por fim, a Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC). Em seguida, será feita uma breve introdução aos demais agentes do sistema financeiro chinês, com destaque para os grandes bancos estatais, que serão, em específico, desenvolvidos e aprofundados na próxima seção.

Sob a supervisão do Conselho de Estado, o PBOC atua como banco central chinês, sendo responsável pela implementação da política monetária e, em conjunto com outras entidades, pela regulação financeira e pela supervisão das operações bancárias. Familiar às economias ocidentais, o PBOC utiliza instrumentos monetários, como o direcionamento da taxa básica de juros e a exigência de reservas bancárias, para controlar a liquidez no sistema financeiro e estabilizar a moeda, respondendo de forma adequada às pressões inflacionárias e ao crescimento econômico. Também é função do PBOC o gerenciamento das reservas cambiais, em linha com as decisões do governo central e, portanto, dos interesses nacionais.

O PBOC foi estabelecido em 1948, com base na consolidação do Huabei Bank com o Beihai Bank e o Xibei Farmer Bank. Em 1983, o Conselho de Estado conferiu a ele a função de banco central chinês, condição formalizada em 1995 no 8º Congresso Nacional Popular da República Popular da China (PBOC, 2024). Em 2003, no 10º Congresso Nacional do Povo, foram atribuídas ao PBOC as funções de (i) elaborar e aplicar leis, regras e regulamentos relevantes relacionados ao cumprimento de suas funções, (ii) formular e implementar a política monetária de acordo com a lei, (iii) emitir o Renminbi e administrar sua circulação, (iv) regular os mercados financeiros, incluindo o mercado de empréstimos interbancários, o mercado de títulos interbancários, o mercado de câmbio e o mercado de ouro, (v) prevenir e mitigar riscos financeiros sistêmicos para salvaguardar a estabilidade financeira, (vi) manter a taxa de câmbio do Renminbi em nível adaptativo e de equilíbrio, bem como manter e administrar as reservas cambiais e de ouro do Estado, (vii) administrar o tesouro do Estado como agente fiscal, (viii) estabelecer regras de pagamento e liquidação em colaboração com departamentos relevantes e garantir a operação normal dos meios de pagamento e liquidação, (ix) fornecer orientação para as iniciativas antilavagem de dinheiro no setor financeiro e

monitorar as movimentações suspeitas de fundos relacionadas à lavagem de dinheiro, (x) desenvolver uma base de dados estatísticos para o setor financeiro e prezar pela consolidação de estatísticas financeiras, bem como pela condução de análises e previsões econômicas, (xi) administrar a elaboração de relatórios de crédito na China e promover o desenvolvimento de um sistema de informações de crédito, (xii) participar de eventos e iniciativas financeiras internacionais, (xiii) envolver-se em operações financeiras empresariais de acordo com as regras estabelecidas, e (xiv) executar outras funções prescritas pelo Conselho de Estado (PBOC, 2024).

Apesar do banco central possuir algum nível de autonomia operacional, na China, indicadores macroeconômicos relevantes, como as taxas de juros, o índice de inflação e a taxa de câmbio são altamente influenciados por decisões do governo central. Assim sendo, embora o PBOC represente o principal órgão responsável pela formulação de políticas monetárias, o governo chinês exerce supervisão significativa sobre essas questões, com destaque para a influência do Conselho de Estado e, em última instância, do próprio PCCh.

We will strengthen the modern financial system featuring high adaptability, competitiveness, and universality and build an institutional mechanism to provide effective financial support to the real economy. We will construct a modern central bank system and improve money supply management mechanisms. We will steadily advance digital currency R&D. We will strengthen marketized interest rate formation and transmission mechanisms, improve the central bank's policy interest rate system, and increase the role of benchmark interest rates quoted in the loan market. We will optimize the structure of the financial system, deepen the reform of state-owned commercial banks, accelerate the improvement of the governance structure of small and medium-size banks and rural credit cooperatives, standardize the development of non-bank financial institutions, and enhance financial inclusivity. We will reform and optimize policy finance and strengthen its ability to serve national strategies and plans. We will deepen the reform of insurance companies and improve the assurance capabilities of commercial insurance. We will improve the corporate governance of financial institutions and strengthen the supervision of shareholder equity and relevant transactions. (CSET, 2021, p. 51-52)

No âmbito da regulação financeira, a NFRA, que absorveu as atribuições da antiga Comissão Reguladora de Bancos e Seguros da China (CBIRC), e a Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC) desempenham papéis cruciais na supervisão das instituições financeiras e dos mercados de capitais, respectivamente, prezando pela

integridade e pela estabilidade do sistema. As agências passaram por mudanças significativas em sua alçada, detalhadas a seguir.

Em março de 2023, durante as Duas Sessões, o Conselho de Estado divulgou uma grande reestruturação de suas agências financeiras regulatórias como parte de um esforço mais amplo para centralizar e aprimorar a supervisão do setor financeiro chinês. A CBIRC, que havia sido criada em 2018 a partir da fusão da China Banking Regulatory Commission (CBRC) e da China Insurance Regulatory Commission (CIRC), foi abolida e teve suas funções repassadas à recém-criada NFRA. Esse movimento, alinhado com soluções tipicamente *minsky*anas que respaldam o constante aprimoramento institucional, é parte da evolução do sistema regulatório chinês e uma resposta à necessidade de lidar com riscos financeiros mais complexos. A NFRA atua como reguladora e supervisora de toda a indústria financeira chinesa, exceto o segmento de valores mobiliários, que permanece sob a jurisdição da CSRC (NFRA, 2024a). Antes autorizadas pelo Conselho de Estado a exercer funções administrativas nos mercados financeiros, atualmente, tanto a NFRA quanto a CSRC passam a ser controladas diretamente pelo Conselho de Estado. Espera-se que as mudanças aprofundem a reforma estrutural em curso no sistema financeiro chinês, além de fortalecer e melhorar a regulação financeira do país e promover a cobertura total do setor, alavancando a capacidade de fiscalização dos reguladores (XINHUA, 2023).

Segundo documento publicado pelo próprio regulador (NFRA, 2024a), a NFRA é responsável por implementar as políticas e decisões do Comitê Central do PCCh sobre questões financeiras, estando autorizada a investigar e impor penalidades administrativas sobre infrações. Entre suas principais responsabilidades estão (i) conduzir a supervisão e a regulamentação unificadas do setor financeiro, exceto o segmento de valores mobiliários, de acordo com as leis e regulamentos nacionais, e garantir sua operação estável e legal, (ii) participar da formulação de planos estratégicos para reforma e desenvolvimento do setor financeiro, elaborando leis, regras e regulamentos relevantes sobre bancos, seguradoras e *holdings* financeiras, (iii) conduzir e coordenar o trabalho relativo à proteção dos direitos e interesses dos consumidores financeiros, (iv) conduzir os processos de autorização de bancos, seguradoras e *holdings* financeiras, de acordo com a lei, e realizar a supervisão e a regulamentação dessas instituições em relação à sua governança corporativa, gestão de risco, controles internos, adequação de capital, solvência, operações comerciais e divulgação de informações, (v) realizar fiscalizações presenciais e vigilância externa de bancos, seguradoras, *holdings* financeiras e demais, de acordo com a lei, além de estruturar a avaliação de risco e conformidade dessas instituições, (vi) preparar declarações de dados regulatórios, (vii)

realizar supervisão tecnológica, (viii) realizar a supervisão completa de bancos, seguradoras e *holdings* financeiras, incluindo o mapeamento de acionistas, controladores e partes interessadas e beneficiários finais de acordo com a lei, e tomar medidas relevantes ou impor penalidades em caso de violações de leis e regulamentos, (ix) assumir a liderança na repressão a atividades financeiras ilegais, (x) estabelecer um sistema de supervisão financeira local, (xi) supervisionar as tecnologias aplicadas, bem como os serviços terceirizados de tecnologia da informação, (xii) participar dos trabalhos regulatórios e de elaboração de regras promovidos por organizações financeiras internacionais e órgãos internacionais de definição de padrões regulatórios, bem como realizar intercâmbios no exterior e trabalhos de cooperação internacional, e (xiii) implementar outras tarefas atribuídas pelo Comitê Central do PCCh e pelo Conselho de Estado.

We will improve the basic systems of the capital market, strengthen the multi-level capital market system, vigorously develop institutional investors, and increase the proportion of direct financing, especially equity financing. We will fully implement the stock issuance registration system, establish a normalized market exit mechanism, and increase the quality of listed companies. We will deepen the reform of the New OTC Market. We will improve marketized bond issuance mechanisms, steadily expand the scale of the bond market, enrich the varieties of bonds, and issue long-term government bonds and long-term infrastructure bonds. We will improve the investor protection system and deposit insurance system. We will improve the modern financial regulatory system, compensate for the shortcomings of the regulatory system, promote financial innovation in an orderly manner under the premise of prudential supervision, improve the regulatory framework featuring full risk coverage, and improve the transparency of and the level of rule of law (法治化水平) in financial supervision. We will steadily develop financial technology and accelerate the digital transformations of financial institutions. We will strengthen regulatory S&T usage and financial innovation risk assessment and explore the establishment of innovative product correction and suspension mechanisms. (CSET, 2021, p. 52)

Assim, essencialmente, a NFRA centraliza a supervisão do sistema financeiro como um todo (XINHUA, 2023), exceção feita ao mercado de capitais, passando a assumir a coordenação das políticas financeiras em prol da estabilidade financeira e sistêmica. Não obstante, o PBOC manteve sua responsabilidade sobre a política monetária, a gestão da oferta de moeda, o controle da inflação e a gestão de reservas cambiais. O banco central ainda possui o papel de regular as taxas de juros, prezar pela estabilidade cambial e executar a

supervisão do sistema bancário, sobretudo, no que se refere à liquidez e estabilidade dos bancos comerciais. Ao mesmo tempo, embora o PBOC continue com autonomia operacional, com as reformas, ele passou a coordenar suas políticas mais estreitamente com a NFRA, em especial, em áreas relacionadas à estabilidade financeira e riscos sistêmicos.

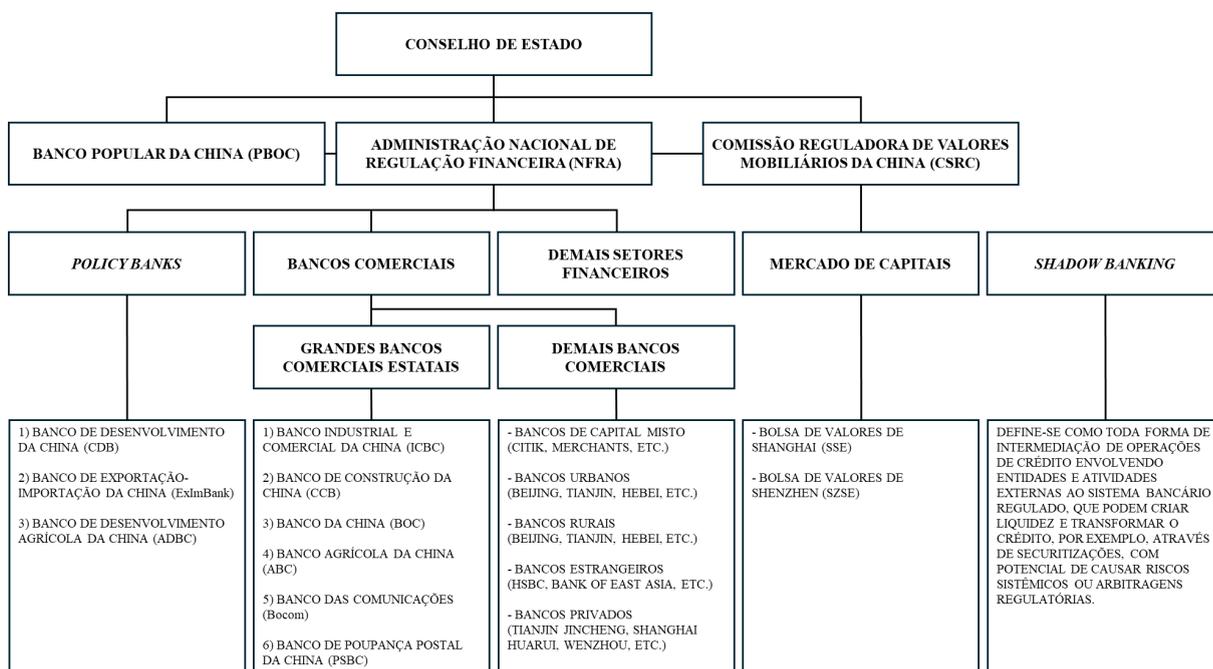
A CSRC, por sua vez, está sob administração direta do Conselho de Estado (CSRC, 2024). O órgão é responsável por implementar políticas, princípios, decisões e planos do Comitê Central do PCCh sobre questões financeiras que envolvem os mercados de capitais. A supervisão da CSRC se estende por todo o mercado de capitais e seus agentes, incluindo operadores e executivos, cobrindo não apenas as transações em bolsas de valores, mas em todos os ambientes nacionais de negociação de valores mobiliários, conforme designado pelo Conselho de Estado. A agência também é responsável por monitorar as atividades de instituições vinculadas, emissores, operadores e prestadores terceirizados, como empresas de contabilidade, escritórios de advocacia, provedores de avaliação de ativos e de classificação de crédito, consultorias financeiras e sistemas de TI.

As principais responsabilidades da CSRC incluem (i) executar a regulamentação e a supervisão dos mercados de capitais, (ii) formular princípios, políticas, planos de desenvolvimento, leis e regulamentos relevantes (iii) regular e supervisionar a emissão, listagem, negociação, custódia e liquidação de ações, títulos conversíveis, certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos de capital sujeitos à supervisão da CSRC, bem como as atividades de fundos de investimento em títulos e ações, fundos privados, fundos de infraestrutura e *trust* de investimento imobiliário (REITs), (iv) regulamentar e supervisionar a emissão, listagem, admissão, negociação, custódia e liquidação de títulos corporativos, títulos lastreados em ativos e outros títulos de renda fixa negociados em bolsa, sujeitos à supervisão da CSRC, conforme designado pelo Conselho de Estado, bem como regulamentar e supervisionar a listagem e negociação de títulos do governo negociados em bolsa, (v) regular e supervisionar a divulgação e comunicação de informações, (vi) regulamentar e supervisionar a aplicação da tecnologia, (vii) prevenir, investigar e reprimir casos de má conduta e, se necessário, tomar medidas administrativas ou aplicar punições, (viii) organizar monitoramentos e análises de risco, coordenar respostas a eventos de risco, coordenar ações regulatórias em ambientes regionais de negociação e fornecer orientação para respostas a riscos, (ix) prestar consultoria e supervisionar as atividades regulatórias regionais relacionadas aos setores de valores mobiliários, contratos futuros e fundos de investimento, bem como aconselhar e coordenar governos locais na execução de suas responsabilidades em resposta a riscos financeiros relevantes, (x) empreender comunicação transfronteiriça e cooperação

internacional no setor de valores mobiliários, contratos futuros e fundos de investimento, e (xi) implementar demais solicitações ou tarefas atribuídas pelo Comitê Central do PCCh e pelo Conselho de Estado (CSRC, 2024).

A CSRC, portanto, mantém sua responsabilidade principal sobre a regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários, i.e., ações, títulos de dívida, derivativos e fundos de investimento, em especial, as bolsas de Shanghai (SSE) e Shenzhen (SZSE). Também é função da CSRC prezar pela proteção dos investidores nesse mercado e pela devida transparência e governança corporativa das empresas listadas. Como já havia sido comentado, está dentro da alçada da NFRA supervisionar de forma mais ampla o comportamento de instituições financeiras que possam interferir na estabilidade sistêmica, ainda que o foco da agência não seja o mercado de capitais. Por isso, a CSRC deve trabalhar de forma coordenada com a NFRA, mas limitando-se ao segmento de valores mobiliários e, portanto, aos mercados de capitais.

Figura 2 – Estrutura do sistema financeiro chinês contemporâneo



Fonte: Elaboração própria, adaptado de Zhang *et al.* (2020). Definição de *Shadow Banking* do PBOC (2013).

Em síntese, na configuração atual do sistema financeiro chinês, no que diz respeito às agências reguladoras, o PBOC manteve sua autoridade sobre a política monetária, taxas de juros e gestão cambial, ao passo que precisou, a partir das reformas de março de 2023, coordenar suas ações de maneira mais integrada à NFRA, *vis-à-vis* a função mais ampla em

termos de supervisão financeira e mitigação de riscos sistêmicos atribuída ao mais novo regulador do sistema financeiro local. A NFRA, conforme demonstrado, foi criada como uma supervisora financeira centralizada, assumindo funções anteriormente dispersas entre o PBOC, a CSRC e a CBIRC. A agência é responsável pela devida coordenação de políticas financeiras e pela supervisão de todos os segmentos do sistema financeiro, com atenção especial sobre o sistema bancário, o mercado de seguros e as demais instituições financeiras não bancárias. A CSRC, por fim, permanece com a função primordial de regular os mercados de capitais. Apesar do foco da agência nesse setor, a interlocução com a NFRA será essencial para o bom andamento do planejamento do PCCh no que tange a centralidade da nova agência na supervisão do sistema financeiro como um todo. É ela, inclusive, a responsável por regular e fiscalizar os principais motores de crescimento da economia chinesa contemporânea, a saber, os grandes bancos comerciais estatais e os *policy banks*.

Conforme será aprofundado ao longo deste capítulo, a reconstrução da economia chinesa passou pela criação de quatro grandes bancos estatais, os chamados grandes bancos comerciais, cada um com atribuições próprias (SUN, 2020; HUANG *et al.*, 2013). São eles o Banco Industrial e Comercial da China (ICBC), o Banco de Construção da China (CCB), o Banco da China (BOC), e o Banco Agrícola da China (ABC). Atualmente, pela robustez de seus balanços e operações, podem-se incluir outras duas instituições ao grupo dos quatro grandes: o Banco das Comunicações (Bocom) e o Banco de Poupança Postal da China (PSBC), esse último, o maior do país em número de agências, voltado para a prestação de serviços financeiros para pequenas e médias empresas (PME) e clientes rurais (“Sannong”).

Tabela 1 – Indicadores financeiros dos bancos comerciais chineses, consolidado

Ano	Ativo (RMB trilhões)	Passivo (RMB trilhões)	Empréstimos (RMB trilhões)	Empréstimos não performados (% empréstimos totais)	Cobertura (provisões/ empréstimos não performados)	Margem financeira líquida (%)	Lucro líquido (RMB bilhões)	Rentabilidade (lucro/patrimônio líquido)	Índice de Basileia (%)
2021	288.6	264.7	158.2	1.7%	196.9%	2.1%	2.2	9.6%	15.1%
2022	319.8	294.3	175.6	1.6%	205.8%	1.9%	2.3	9.3%	15.2%
2023	354.8	327.1	194.8	1.6%	205.1%	1.7%	2.4	8.9%	15.1%
Jun-24	370.0	341.3	206.1	1.6%	209.3%	1.5%	1.3	8.9%	15.5%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NFRA (2024b).

Desde meados da década de 1980, os grandes bancos estatais constituem os pilares do sistema financeiro chinês (Tabela 1), contendo parte significativa dos ativos bancários do país. Em 2023, 42% dos ativos bancários da China estavam alocados nos balanços dos grandes bancos comerciais estatais (NFRA, 2024b). Entre os bancos comerciais, os grandes bancos

predominam em alguns dos principais indicadores de desempenho (Tabela 2), com destaque para o lucro líquido, que equivale a quase 50% do total gerado pelo segmento.

Estrategicamente, essas instituições desempenham papel crucial no financiamento de grandes projetos de infraestrutura, sendo esses de capital intensivo e, portanto, tipicamente de longo prazo, e no apoio às empresas estatais, ao passo que evoluíram e se adaptaram durante as últimas décadas junto com a economia chinesa em geral. Entre as adaptações, está a segregação das funções de alocação de capital típica de bancos ocidentais privados, que visam a maximização dos lucros e, portanto, a melhor relação entre margem financeira e risco de crédito, e de *policy bank*, sem fins lucrativos e com o objetivo de transmitir ao sistema financeiro o conjunto de políticas econômicas definidas pelo governo chinês (HUANG *et al.*, 2013). Há, atualmente, três *policy banks* operando no país: o Banco de Desenvolvimento da China (CDB), o Banco de Exportação-Importação da China (ExImBank) e o Banco de Desenvolvimento Agrícola da China (ADBC). Além disso, ao longo da década de 1980, em meio ao contexto de reformas institucionais e com o intuito de criar um ambiente favorável à transição dos bancos especializados para bancos comerciais, surgiram os bancos de capital misto, com participação acionária de empresas privadas e do Estado (SUN, 2020).

Tabela 2 – Indicadores financeiros dos bancos comerciais chineses em junho/2024, por instituição

Tipo de instituição	Empréstimos não performados (% empréstimos totais)	Cobertura (provisões/empréstimos não performados)	Margem financeira líquida (%)	Índice de Basileia (%)	Lucro líquido (RMB bilhões)	Lucro líquido (% por tipo de instituição)
Grandes bancos comerciais	1.2%	253.8%	1.5%	18.3%	627	49.8%
Bancos comerciais de capital misto	1.2%	216.6%	1.6%	13.6%	274	21.8%
Bancos comerciais urbanos	1.8%	192.3%	1.4%	12.7%	179	14.2%
Bancos privados	1.8%	227.1%	4.2%	12.4%	10	0.8%
Bancos comerciais rurais	3.1%	143.1%	1.7%	13.1%	153	12.2%
Bancos estrangeiros	1.0%	237.1%	1.5%	19.5%	15	1.2%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NFRA (2024b).

Os bancos estatais são fundamentais não apenas para fornecer os recursos necessários para o financiamento do investimento, mas também para a implementação de políticas econômicas, podendo atuar como instrumentos do governo na promoção do desenvolvimento e na estabilização do sistema financeiro e econômico. Durante períodos de instabilidade econômica, como a crise financeira de 2008, por exemplo, o Estado pode utilizar esses bancos para desempenhar a função de agente anticíclico, aumentando o volume de empréstimos na economia, apesar da desaceleração econômica, para estimular a demanda agregada.

A Tabela 3 mostra alguns indicadores dos *policy banks* chineses em 2023, entre os quais se destaca, em particular, o CDB, pelo seu tamanho e lucratividade.

Tabela 3 – Indicadores financeiros dos *policy banks* chineses em 2023, por instituição

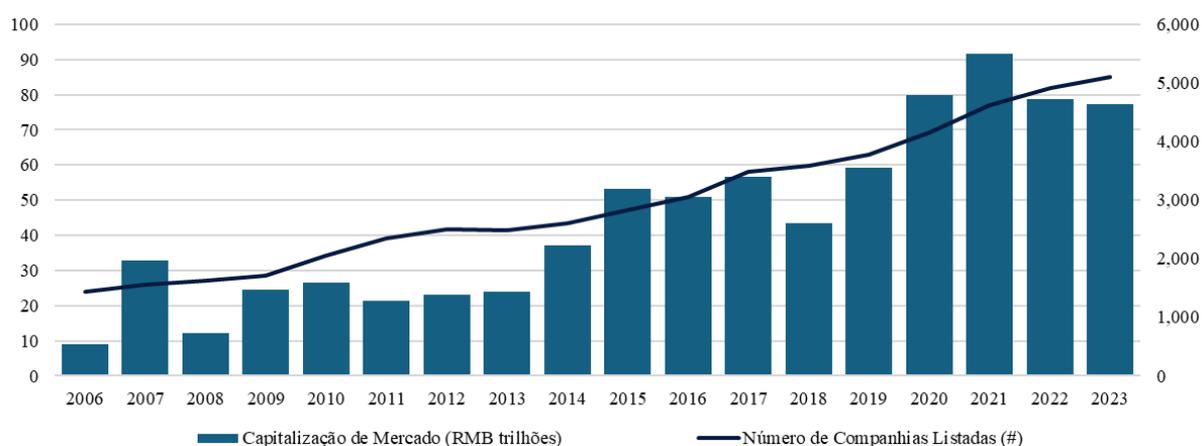
Ano	Ativo (RMB trilhões)	Passivo (RMB trilhões)	Empréstimos (RMB trilhões)	Empréstimos não performados (% empréstimos totais)	Lucro líquido (RMB bilhões)	Rentabilidade (lucro/patrimônio líquido)
CDB	18.7	17.0	14.9	0.6%	87.4	5.2%
ADBC	10.0	9.7	8.8	0.5%	3.6	1.2%
ExImBank	6.4	6.0	5.5	1.2%	8.8	2.2%
Total	35.0	32.6	29.2	0.7%	99.9	4.2%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de CDB (2024), ADBC (2024) e ExImBank (2024).

Em complemento aos grandes bancos comerciais estatais, aos *policy banks* e aos bancos comerciais de capital misto, que estão no núcleo do sistema financeiro, a China desenvolveu a capilaridade do seu sistema bancário através da criação de bancos urbanos e rurais. Esses bancos acessam as demandas locais por financiamento e investimento (SUN, 2020; DEOS, 2015). Por fim, também fazem parte do sistema bancário os bancos privados e os bancos estrangeiros.

O segmento bancário, portanto, é dominante no sistema financeiro chinês, mas isso não é um impeditivo para a China contar com um aquecido mercado de capitais, cujo volume de capitalização de mercado cresceu significativamente a partir de 2014 (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Capitalização de mercado (RMB trilhões) e companhias listadas em bolsas chinesas (#)

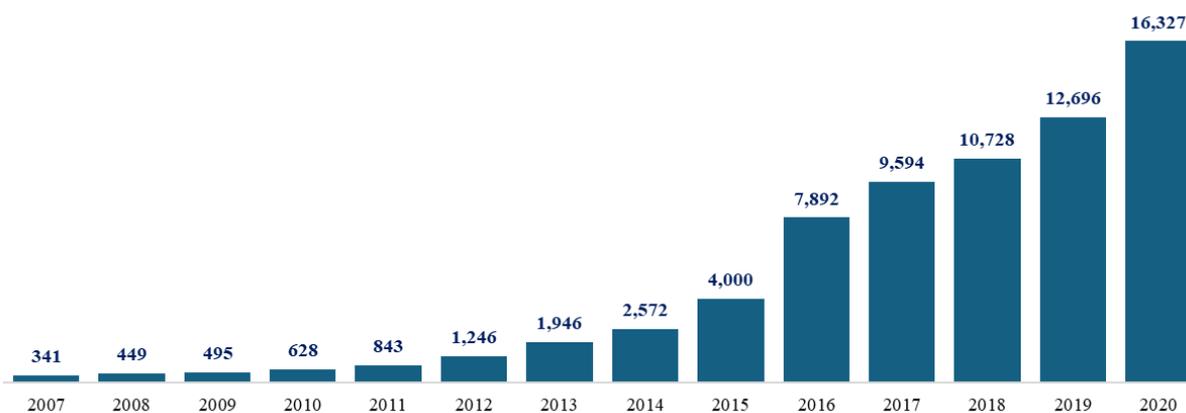


Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Fundadas em 1990, as bolsas de valores de Shanghai (SSE) e Shenzhen (SZSE) constituem os centros de negociação de ações no país (ALLEN, 2020). A SSE é conhecida

por listar um grande número de grandes empresas e de estatais antigas, as chamadas SOEs, ou *state-owned enterprises*. Já a Bolsa de Shenzhen se destaca pelo volume de emissões envolvendo empresas de tecnologia (SUN, MANGER, 2012). Essa divisão é semelhante ao que ocorre, respectivamente, na NYSE e na NASDAQ, nos Estados Unidos. Em 2023, a capitalização total dos mercados chineses de ações recuou para ainda expressivos US\$ 10.8 trilhões (NBS, 2024).

Gráfico 2 – Estoque anual de títulos negociados em bolsas chinesas (RMB bilhões)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da CSRC (2021).

As duas bolsas chinesas negociam produtos de quatro categorias diferentes: ações, títulos de renda fixa, fundos e derivativos. O mercado de ações chinês emite dois tipos de ação: tipo-A, emitida em RMB e destinada a investidores domésticos e investidores institucionais qualificados estrangeiros, e tipo-B, com precificação em US\$ ou HK\$ e disponível para investidores *offshore*. O volume das operações envolvendo papéis tipo-A é substancialmente maior comparado às movimentações de ações tipo-B (ALLEN, 2020). O mercado de *bonds*, por sua vez, é dividido em dois segmentos: o mercado interbancário e o mercado de títulos negociados em bolsa. O mercado interbancário, conhecido como Mercado Interbancário da China, ou China Interbank Market (CIBM), foi fundado em 1997 e se tornou o principal mercado para emissão e negociação de títulos na China. Além de operações *spot* e de recompra, *swaps* e futuros também são ativamente negociados. O acesso ao CIBM é restrito a investidores institucionais qualificados, incluindo bancos comerciais, *mutual funds* e seguradoras (AMSTAD, HE, 2020). O Gráfico 2 mostra que, tal como a capitalização, o valor nominal dos títulos negociados em bolsa cresce substancialmente a partir de 2014.

Governo, reguladores, bancos e mercado de capitais são os agentes que dão sustentação ao sistema financeiro chinês contemporâneo. Há, entretanto, outros segmentos que, apesar de não pertencerem ao escopo deste trabalho, não devem ser ignorados, como as companhias de seguros, que, em 2023, emitiram mais de US\$ 700 bilhões em prêmios no país, um crescimento de 9.1% com relação a 2022. As seguradoras, não obstante, assim como os bancos comerciais, são devidamente reguladas e supervisionadas pela NFRA. Existem, contudo, segmentos em plena expansão dentro do mercado financeiro, envolvidos em atividades de financiamento, mas sem o mesmo rigor regulatório exercido sobre as demais instituições financeiras. Trata-se do sistema sombra, ou *shadow banking*.

O PBOC (2013) definiu o *shadow banking* como toda forma de intermediação de operações de crédito envolvendo entidades e atividades externas ao sistema bancário regulado, que podem criar liquidez e transformar o crédito, por exemplo, através da securitização, com potencial de causar riscos sistêmicos ou arbitragens regulatórias. Essa definição do banco central chinês dialoga com o que Sun (2020) definiu como *shadow banking* tradicional, i.e. atividades de criação de crédito conduzidas por instituições financeiras não-bancárias, como *trusts*, securitizadoras e *factorings*, que transferem recursos às firmas de forma independente, por fora do sistema bancário. Nesse caso, como destaca o autor, as instituições não-bancárias limitam sua atividade à intermediação do crédito, sem interferir na base monetária. Em outras palavras, sem criar moeda. Há, entretanto, operações de *shadow banking* executadas pelos próprios bancos comerciais. Os bancos, nesses casos, fornecem linhas de financiamento às empresas por vias convencionais, através da criação de moeda, mas contornam restrições regulatórias através de práticas contábeis alternativas (SUN, 2019). Ora, o “*shadow banking* bancário” é similar ao empréstimo bancário tradicional, ao passo que cria crédito para suprir a necessidade de *finance* da economia real e expande a base monetária. Contudo, as operações não são contabilizadas como empréstimo nos balanços financeiros. A questão é por que os bancos e os tomadores se sujeitam à prática.

Para Sun (2020), o crescimento do *shadow banking* está diretamente ligado às restrições regulatórias vigentes no sistema bancário, como os rígidos requerimentos de capital impostos pelo regulador. Boa parte do crédito concedido em operações paralelas é alocada em indústrias às quais o governo impõe restrições de financiamento. Além disso, a contabilidade criativa permite a manipulação do cálculo dos indicadores de alavancagem dos bancos. Sob a ótica dos tomadores, a dificuldade enfrentada por pequenas e médias empresas no acesso ao sistema convencional, bem como a falta de soluções financeiras a agentes já endividados, estimulam a busca por fontes alternativas de financiamento (MENDONÇA, 2015).

O dimensionamento do sistema sombra não é trivial, tendo em vista suas particularidades contábeis. Para as atividades paralelas vinculadas a instituições bancárias, Sun (2020) procurou definir a presença desse tipo de operação no sistema financeiro chinês através de um método proposto por ele em conjunto com Jia (2015), analisando a diferença entre a variação dos ativos e dos depósitos realizados, excluindo os ativos de crédito tradicionais. De acordo com os cálculos do autor, o estoque de crédito vinculado ao sistema sombra não passava de RMB 3.5 trilhões em outubro de 2005. A escalada, segundo Sun, começou a partir de 2011, quando as autoridades monetárias passaram a implementar políticas prudenciais, aplicando restrições de capital mais severas e regulações específicas a setores com excesso de capacidade, como o imobiliário. O estoque saiu de RMB 7.2 trilhões, em outubro de 2011, para RMB 47.9 trilhões em janeiro de 2017. Para dimensionar o tamanho do *shadow banking* tradicional, Sun (2020) considerou o saldo de empréstimos de empresas de microfinanças, direitos de cobrança de companhias financeiras a empresas não financeiras e residentes, contratos de arrendamento e o saldo de ativos de *trusts*. Foram detectados, em setembro de 2017, RMB 28.3 trilhões em estoque, volume bem menor se comparado aos quase RMB 50 trilhões do sistema sombra bancário. A real dimensão dos números, todavia, se escancara na comparação com o estoque total de crédito disponibilizado por instituições financeiras na China. Em 2017, o volume era de RMB 193.1 trilhões (NBS, 2024). O *shadow banking* equivalia, então, a, aproximadamente, 40% das operações convencionais de crédito.

A proporção das operações sombra na economia chinesa gera uma percepção dúbia. Pelo volume, é evidente que se trata de um meio relevante no financiamento da economia local. Veículos de financiamento de governos locais (LGFV), companhias com excesso de capacidade e incorporadoras estão entre os principais tomadores desse tipo de financiamento. A conveniência reside na dificuldade de obtenção de crédito por parte das companhias e no oportunismo das instituições bancárias, que exigem garantias e impõem altas taxas de juros nas operações. O fluxo financeiro, muitas vezes, parte dos bancos locais, que emprestam para instituições financeiras não-bancárias, como as *trusts*, que, então, emprestam para os tomadores finais (SUN, 2020). Assim, ao mesmo tempo em que não se pode negar a importância do *shadow banking* para o financiamento da economia, é evidente que a falta de visibilidade e transparência, aliada a práticas contábeis questionáveis, pode gerar riscos sistêmicos. Ambos, os bancos e a economia como um todo, podem estar mais alavancados do que aparentam. Além disso, o passivo das instituições não-bancárias que operam esse mercado tende a ter prazos de vencimento mais curtos que os ativos, gerando riscos de descasamento de ativos e passivos e de refinanciamento. Por fim, a própria rebeldia do

sistema sombra à regulação pode reduzir a eficiência da própria política monetária (SUN, 2020). Todo esse contexto corrobora para o aumento da fragilização do sistema financeiro chinês, em termos minskyanos, podendo gerar crises sistêmicas caso não seja devida e continuamente endereçado pelos reguladores.

Para concluir esta seção, cabe uma reflexão sobre o novo pacote regulatório e as expectativas que se pode ter sobre o papel das instituições financeiras chinesas, bancárias e não-bancárias, nos próximos anos.

As reformas implementadas pelo PCCh ao longo das últimas décadas foram graduais, baseadas em uma visão de longo prazo, sendo essa uma característica marcante desde a publicação do 1º Plano Quinquenal, em 1953, ainda no governo de Mao Tsé-Tung. Para Cintra, Silva Filho e Pinto (2015), na China, a implementação das reformas ocorre de forma experimental, após avaliações pragmáticas. Essa dinâmica, segundo os autores, pressupõe um processo contínuo de aprendizado, com avanços e recuos, retroalimentado de seus próprios erros e acertos, tornando as crises uma espécie de período de transição de uma fase para outra. Sob essa ótica, pode-se inferir que as mudanças anunciadas em março de 2023 visavam responder a desafios estruturais e econômicos enfrentados pela China, ao menos até então.

As duas citações diretas feitas nesta seção foram retiradas da Seção 3 (“Aprofundar a reforma estrutural do lado da oferta financeira”) do Artigo XXI (“Estabelecer sistemas fiscais, tributários e financeiros modernos”) do 14º Plano Quinquenal, cujos objetivos principais estão integralmente transcritos no Anexo A desta dissertação. No trecho, é possível inferir o comprometimento do governo chinês com o desenvolvimento de um sistema financeiro cada vez mais funcional e que atenda aos interesses econômicos do país. Logo na primeira frase, assume-se o compromisso de fortalecimento do sistema financeiro através de mecanismos institucionais que possibilitem o suporte financeiro efetivo à economia real, o que, em última instância, trata da disponibilização de recursos e instrumentos adequados para o financiamento do sistema econômico.

Combinando as novas atribuições das agências regulatórias descritas até aqui com o planejamento contido na citação acima e com as principais metas estabelecidas pelo PCCh no 14º Plano Quinquenal (vide Anexo A), é possível levantar uma série de demandas potencialmente endereçadas pelo governo chinês que podem ser mitigadas com a reforma institucional do sistema financeiro. Entre outros desafios, as mudanças regulatórias tendem a impactar positivamente a coordenação da supervisão financeira, a gestão de riscos financeiros sistêmicos ligados, por exemplo, à prática crescente de *shadow banking* e à crise imobiliária, a adaptação às mudanças econômicas globais, a dinâmica do mercado de capitais, a promoção

de uma economia mais sustentável e inovadora, o enfrentamento de crises econômicas internas e a coordenação entre as políticas monetária e fiscal.

Até a criação da NFRA, a regulação do sistema financeiro chinês se encontrava mais dispersa. Os reguladores possuíam responsabilidades sobre diferentes setores, se expondo a eventuais lacunas e redundâncias regulatórias. A NFRA centralizou a supervisão de diversas áreas, incluindo bancos, seguros, mercados de valores mobiliários, e outras instituições financeiras não bancárias, como *fintechs* e gestoras de ativos. Potencialmente, com a criação da NFRA, a China se movimenta para introduzir uma supervisão financeira mais integrada, capaz de lidar de maneira mais eficaz com os riscos sistêmicos e melhorar a coordenação entre as políticas monetária, fiscal e regulatória.

Ao longo dos últimos anos, a China vem enfrentando riscos financeiros relacionados à potencial sobreoferta e ao aumento da complexidade de seu sistema financeiro. A crise do setor imobiliário, marcada pela falência da Evergrande, e a preocupação com o *shadow banking* são exemplos de áreas onde o sistema financeiro mostrou vulnerabilidades. Ao centralizar a supervisão e coordenar melhor as políticas financeiras, o governo deve alcançar uma gestão mais eficaz desses riscos, com uma abordagem mais holística e integrada para prevenir crises sistêmicas. Isso é especialmente importante na medida em que a China tenta estabilizar e modernizar seu sistema financeiro. O setor imobiliário, inclusive, tem sido um dos maiores motores de crescimento econômico do país (CAO, 2015), mas também apresenta riscos elevados ligados ao volume de financiamento necessário aos investimentos. A crise imobiliária gerou uma necessidade urgente de regulamentação e coordenação mais eficaz entre as agências reguladoras. A NFRA pode lidar melhor com esses riscos, alinhando as políticas financeiras e fiscalizadoras para mitigar o impacto do setor imobiliário sobre a estabilidade do sistema financeiro.

Em âmbito internacional, é notório que a economia global passa por grandes transformações, como as que envolvem o aumento exponencial das tecnologias digitais e as iniciativas para reduzir a interdependência econômica. A China demonstra assimilar esse ambiente adverso e atua para manter o alcance de seus mercados ao redor do mundo, enquanto tenta modernizar o sistema financeiro doméstico. A própria *Belt and Road Initiative* (WORLD BANK, 2018) é um exemplo simbólico do interesse chinês em expandir sua influência global. A NFRA, ao aprimorar a estrutura regulatória do sistema financeiro chinês e melhorar a governança corporativa das firmas locais, pode facilitar a internacionalização do yuan e atrair investimentos estrangeiros. Além disso, o novo arcabouço regulatório pode

aprimorar a resiliência do sistema financeiro chinês frente a choques externos, como crises financeiras internacionais, flutuações nas taxas de juros globais ou incertezas econômicas.

O governo chinês também parece determinado a desenvolver seu mercado de capitais, permitindo que mais empresas possam acessar financiamento através do mercado de ações e de títulos. A CSRC mantém seu papel central na supervisão do mercado de valores mobiliários, mas a coordenação com a NFRA deve garantir que as reformas financeiras, incluindo a abertura do mercado de ações e a internacionalização do mercado de capitais, sejam feitas de maneira ordenada e segura.

Outro ponto enfatizado diversas vezes no último Plano Quinquenal envolve questões ambientais e de sustentabilidade. O governo chinês está cada vez mais interessado em tornar sua economia mais amigável ao meio ambiente, inovadora e orientada para a tecnologia. Isso inclui o financiamento de projetos de energia limpa, tecnologias verdes e inovação tecnológica. A centralização da regulação financeira com a NFRA pode auxiliar a alocação de recursos direcionada para esses setores.

Por fim, a estruturação de um arcabouço regulatório mais consistente contribui para a manutenção de políticas econômicas bem conduzidas pelo governo chinês até aqui. Como se sabe, a China passou por uma desaceleração econômica em decorrência da pandemia de COVID-19, atenuada pela injeção eficiente de liquidez aos mercados (MENDONÇA, 2015). A reorganização financeira pode ser vista como mais uma resposta a esse tipo de desafio, buscando fortalecer o sistema financeiro e garantir liquidez suficiente para os setores produtivos em contextos adversos. Ao mesmo tempo, a NFRA permite uma integração mais eficaz entre a política fiscal, gerida principalmente pelo Ministério das Finanças, e a política monetária, gerida pelo PBOC.

Em suma, esta seção discorreu sobre as principais instituições que compõem o sistema financeiro chinês na atualidade. Ficou claro o comprometimento do PCCh com relação ao constante aprimoramento de suas instituições financeiras, a começar pelos órgãos regulatórios. Em 2023, o governo implementou uma nova grande reforma regulatória, sendo este um movimento estratégico para modernizar e fortalecer seu sistema financeiro diante de desafios internos e externos, melhorando a coordenação entre diferentes entidades reguladoras, gerenciando riscos sistêmicos e aumentando a resiliência do sistema financeiro chinês no contexto de uma economia local e global em rápida transformação. Ao longo das discussões, pode-se observar a centralidade do sistema bancário, sobretudo, os bancos estatais comerciais e os *policy banks*. Hoje, apesar da maior pulverização dos prestadores de serviços bancários, da abertura para capital estrangeiro e do crescimento dos mercados de capitais, os

grandes bancos permanecem fundamentais não apenas para o financiamento dos investimentos, mas também para a transmissão das políticas econômicas definidas pelo governo. Ao final da seção, foi apresentado o conceito de *shadow banking*, bem como sua relevância e riscos, além de possíveis desafios estruturais e econômicos enfrentados pelos chineses ao longo dos últimos anos que podem se beneficiar do novo contexto regulatório e da atual institucionalidade do sistema financeiro.

Assim, não resta dúvida sobre o alto nível de complexidade do sistema financeiro chinês e sua importância como financiador do investimento para o desenvolvimento econômico da China. Mas nem sempre foi assim.

3.2 O RESSURGIMENTO CHINÊS E A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

A economia chinesa é milenar.

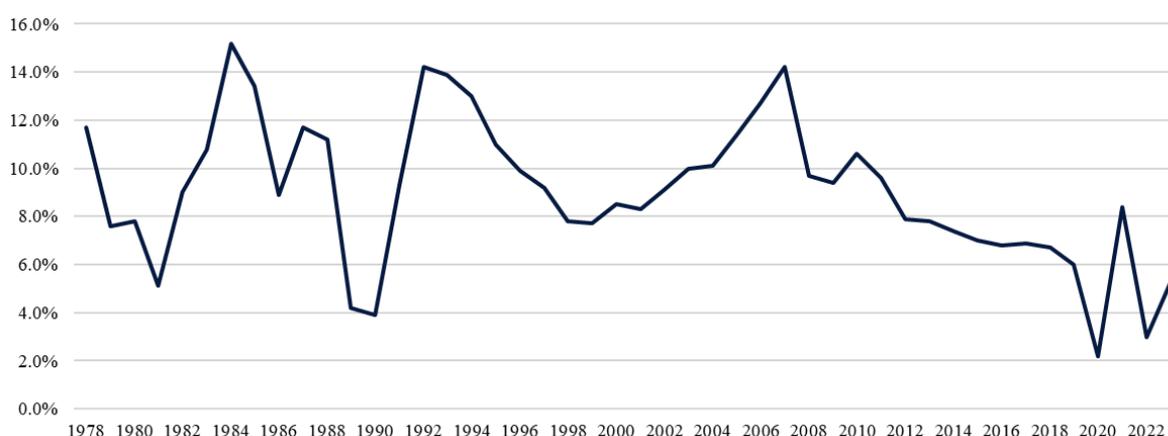
É provado pelos fatos que, sem reforma e abertura, não teríamos a China de hoje, para já não dizer do seu futuro. Por meio de reformas, temos resolvido uma série de problemas importantes. Daqui para a frente, insistiremos em usar o mesmo instrumento para superar as dificuldades e desafios no nosso caminho. Temos definida a meta de “dois centenários”. Isto é, duplicar até 2020 o PIB e a renda per capita na base de 2010 e consumir a construção integral de uma sociedade modestamente acomodada, e culminar em meados do presente século a transformação do nosso país num país socialista moderno, próspero, poderoso, democrático, civilizado e harmonioso, concretizando o sonho chinês de grande rejuvenescimento da nação chinesa. Estamos no processo de aprofundar de maneira integral as reformas, aprimorar e desenvolver o sistema socialista com peculiaridades chinesas e promover a modernização do sistema e capacidade da governança do país. Vamos implementar de modo coordenado as reformas dos sistemas econômico, político, cultural, social, de civilização ecológica e construção do partido. (XI JINPING, em entrevista para SAFATLE, RITTNER, 2014)

A declaração de Xi Jinping, citada acima, sintetiza o alinhamento cultural e ideológico de uma nação com mais de 1.4 bilhão de pessoas (NBS, 2024). A China parece reconhecer seus erros e seus acertos, e entende que, para se desenvolver, precisa conduzir suas reformas adequadamente, respeitando sua história e atingindo todas as áreas de sua sociedade. Como enfatizado pelo líder do PCCh, sem reforma e abertura, seria improvável a suposição de que o país atingiria os patamares atuais de desenvolvimento econômico, político e social.

3.2.1 CARACTERIZAÇÃO GERAL DO AMBIENTE ECONÔMICO CHINÊS

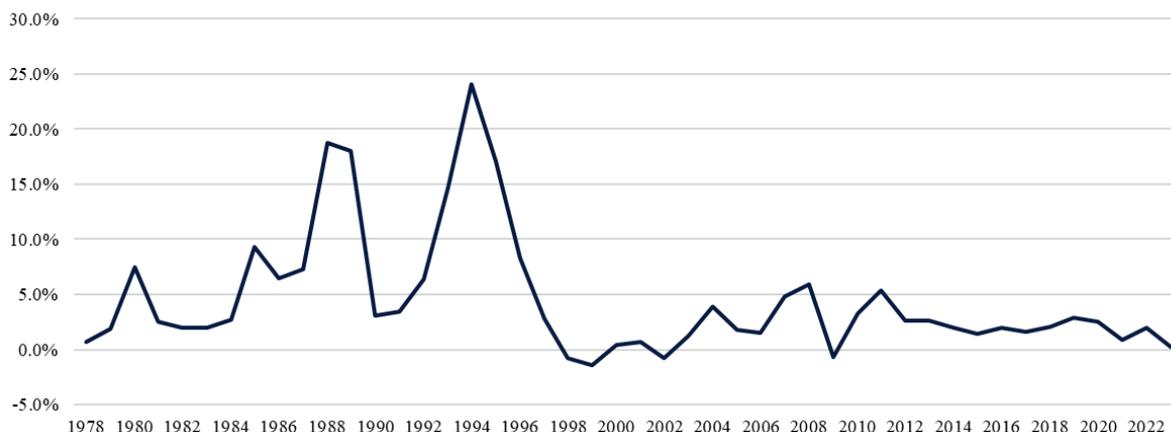
A China é a atual segunda maior economia do mundo, com PIB de US\$ 17.8 trilhões contabilizados em 2023 (WORLD BANK, 2024a). Desde o início das reformas, em 1978, o país nunca entregou crescimento abaixo de 2.0%, mesmo durante períodos críticos, como a pandemia, em 2020, e os picos inflacionários em 1988 e 1994 (NBS, 2024). Não obstante, foram frequentes os anos com registro de crescimento acima de 10.0% (Gráfico 3). Em termos de política monetária, o país conta com estrutura semelhante à dos países ocidentais, incluindo a existência de um banco central, o PBOC, instrumentos e metas. As diferenças residem, sobretudo, na falta de independência do banco central (HUANG, GE, WANG, 2020) e na quantidade de metas, que incluem crescimento, emprego, inflação, saldo das contas externas e estabilidade financeira (WANG, 2020). Além disso, os instrumentos utilizados são, em grande parte, quantitativos, e não baseados em preços, como os instrumentos ocidentais para definição da taxa de juros de curto prazo. (HUANG, GE, WANG, 2020). O PBOC também precisa seguir as diretrizes do governo para a definição da taxa de câmbio, administrando adequadamente as reservas cambiais (WANG, 2020). Ao longo dos últimos anos, o PCCh tem optado por uma taxa de câmbio baixa e depreciada (WORLD BANK, 2024a), favorecendo o mercado interno.

Gráfico 3 – Variação anual do PIB da China (%)



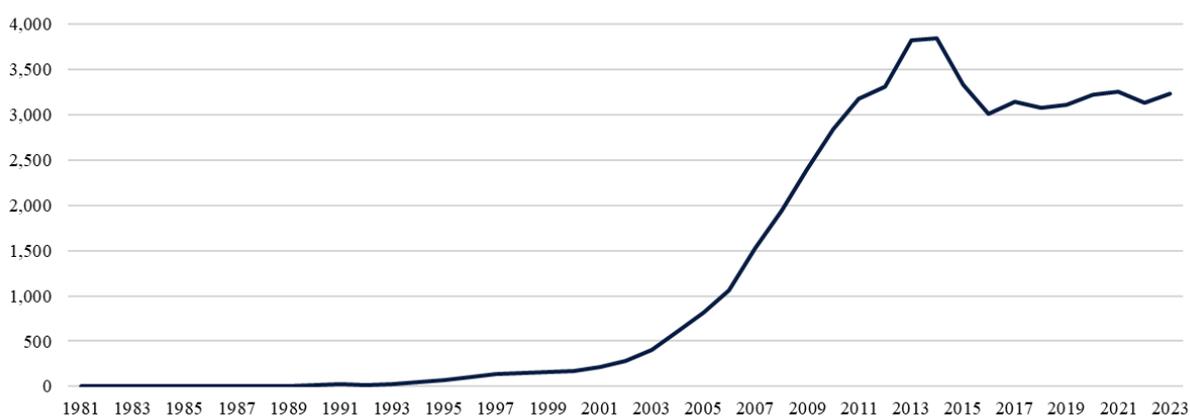
Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Os índices de inflação, por sua vez, oscilaram em torno dos 2.0%, enquanto o índice de desemprego se aproximou dos 5.0% em 2022, acima da média histórica (NBS, 2024).

Gráfico 4 – Inflação anual da China (%)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Outro número que chama a atenção é o volume de reservas internacionais acumulado pela China, que chegou a US\$ 3.2 trilhões em 2023, equivalente a 12% do PIB dos Estados Unidos naquele ano (WORLD BANK, 2024a). O acúmulo expressivo de reservas internacionais é fundamental para a implementação das políticas econômicas formuladas pelo Partido, sobretudo as que tangem a taxa de câmbio e o comércio exterior (Gráfico 4).

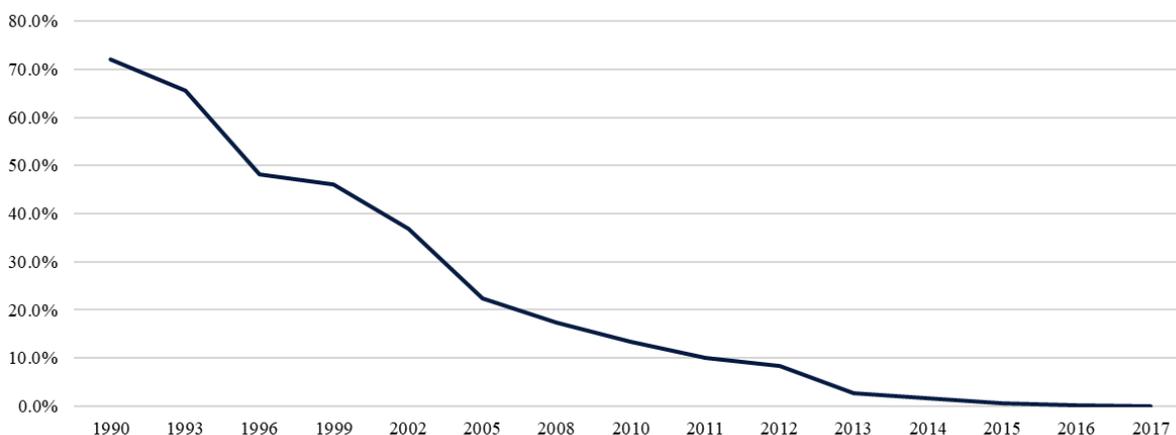
Gráfico 5 – Reservas cambiais chinesas (US\$ bilhões)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Sob a ótica social, dos seus 1.4 bilhão de habitantes, 66.2% vivem em centros urbanos, enquanto 33.8% ainda vivem em áreas rurais. No começo dos anos 2000, essa relação era, praticamente, inversa (NBS, 2024). Em 2022, a expectativa de vida era de 78.6 anos, melhora de 10% em comparação ao início deste milênio (NSB, 2024). A estatística social mais notória é a redução do nível de pobreza. Em 1990, a China detinha 72% de sua população vivendo

com menos de US\$ 2.15 por dia. O PCCh reduziu o indicador para 0% em 2017, colocando toda a sua população acima da linha de pobreza (Gráfico 5).

Gráfico 6 – População chinesa vivendo com menos de US\$ 2.50 por dia (% do total)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do World Bank (2024b).

A dicotomia campo x cidade é muito presente no debate público chinês (vide Anexo A) e a migração em direção aos grandes centros urbanos foi intensa nas últimas décadas (NBS, 2024). A China, deve-se lembrar, possui dimensões continentais. Trata-se do maior país asiático, considerando que a capital política da Rússia fica na Europa, e o terceiro maior do mundo, atrás do Canadá e da própria Rússia. Faz parte do país um conjunto de mais de 5 mil ilhas, sendo Taiwan a maior delas. No continente, a China possui a maior fronteira terrestre do mundo, com mais de 22 mil quilômetros. O povo é composto por 56 etnias diferentes, cada uma com sua importância histórica. Do ponto de vista administrativo, o território é dividido em 23 províncias, 5 regiões autônomas, 4 municípios centrais e 2 regiões administrativas especiais, respeitando a história dos grupos étnicos presentes em cada localidade administrada. Os 4 municípios centrais são Beijing, a capital, Shanghai, Tianjin e Chongqing. Hong Kong e Macau são as duas regiões administrativas especiais, com regras específicas herdadas do período colonial e de acordos firmados ao final da década de 1990 (IBRACHINA, 2023).

Politicamente, a China funciona sob a predominância do PCCh desde sua ascensão, em 1949. Não obstante, a hierarquia do sistema político não está estruturada de uma forma absolutamente verticalizada, mas em um complexo e difuso sistema de sobreposições de poderes e funções (FERNANDES, 2014). No modelo republicano chinês, o legislativo figura na forma do Congresso Nacional do Povo, o executivo é liderado pelo Conselho de Estado e o

judiciário é independente. Constitucionalmente, o Congresso Nacional é classificado como a organização mais proeminente, mas, na prática, é o Conselho de Estado o órgão mais atuante. O judiciário, por sua vez, conta com pouca autonomia. Ademais, embora não seja citado na Constituição chinesa, não se pode ignorar a força do PCCh na estrutura de poder, sobrepondo-se às instituições republicanas e tomando as principais decisões de governo, além de eleger, entre outros, o Presidente da República, o Secretário Geral e os membros do Politburo, e de atuar na aprovação de emendas e diretrizes de governo. Desde 1949, a China teve 5 constituições. A atual está vigente desde 1982 e substituiu a de 1978, escrita com o objetivo de restaurar a paz e a ordem e iniciar um processo de modernização do Estado chinês (FERNANDES, 2014). Trata-se, portanto, de um sistema com alto nível de influência exercido pelo Partido, mas também de organização e planejamento, permitindo-se a realização de reformas e aprimoramentos constitucionais sempre que necessário.

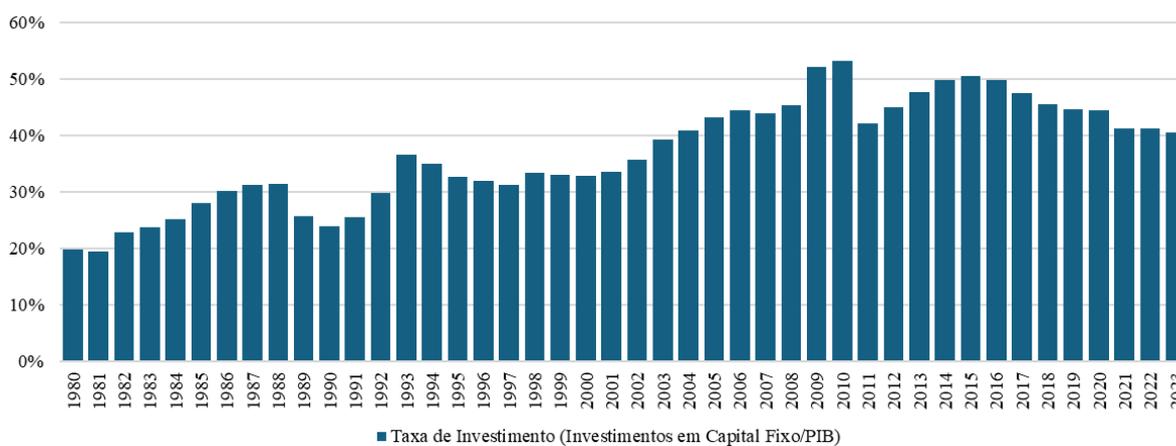
Esta subseção ilustra a dimensão econômica, social e política da China contemporânea. Em pouco menos de 50 anos de reformas, o país se reestruturou economicamente, com potencial para liderar a economia global, se recuperou socialmente, mantendo toda a sua população acima da linha de pobreza, e se reorganizou politicamente, preservando os fundamentos coletivistas e planejadores legados pelo regime anterior.

No senso comum, o expressivo crescimento econômico desempenhado pela China ao longo das últimas décadas resulta da adoção de medidas liberais, usualmente sintetizadas como Consenso de Washington, marcada pela abertura econômica do país. Do nosso ponto de vista, a chave do sucesso chinês não se resume à mão invisível de uma economia de mercado, apesar de reconhecermos a importância do intercâmbio induzido pelo governo chinês entre agentes públicos e privados, mas também de uma série de reformas institucionais que permitiram a formação de um *policy space* adequado para a implementação de políticas governamentais que deram sustentação ao desenvolvimento econômico.

A dinâmica econômica da China após o início das reformas de Deng é marcada por investimentos massivos em diversos setores, de acordo com a estratégia definida pelo governo. Desde o início da década de 1980, houve um crescimento relevante da taxa de investimento em capital fixo, como pode ser visto no Gráfico 7. Em 1980, a taxa de investimento era de 20%. Pouco mais de 4 décadas depois, em 2023, a formação bruta de capital fixo correspondeu a 40% do PIB, sendo que metade desse volume foi realizada por iniciativas públicas. Para efeito de comparação, no Brasil, no mesmo ano, a taxa de investimento foi de 16.5% (IBGE, 2024). Nas palavras de Jabbour e Dantas (2021), a trajetória chinesa a partir de 1978 é marcada pela transformação do país em potência

comercial, industrial e financeira, que o alçou a um patamar superior de desenvolvimento. Esse crescimento, puxado pelo aumento substancial do nível de investimento, dificilmente ocorreria sem a criação de um sistema financeiro robusto, com instituições bem estabelecidas, que coordenasse, com segurança, as operações financeiras do país e provesse os recursos e instrumentos adequados de financiamento da economia.

Gráfico 7 – Taxa de investimento em capital fixo na China (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Notoriamente, em momentos de crise ou de necessidade de mudanças institucionais, o governo chinês não titubeia em implementar processos de lapidação dos instrumentos utilizados, transformando os marcos de atuação do Estado e da iniciativa privada em prol do desenvolvimento econômico. Esses movimentos podem ser vistos como reflexo e consequência do surgimento cíclico de instituições que delimitam uma contínua reorganização de atividades entre os setores estatal e privado da economia. Em termos keynesianos, a socialização do investimento e seus mecanismos seriam a expressão máxima de um processo de construção de instituições capazes de refletir, ao longo do tempo, a estratégia do país (JABBOUR, PAULA, 2021). Adicionalmente, Mendonça (2015) destacou a importância do investimento para o aumento da produtividade e da expansão da capacidade produtiva. Por consequência, o ritmo de crescimento não poderia ser explicado sem a existência de mecanismos de financiamento do investimento e, portanto, de um sistema financeiro que atendesse a essa demanda.

Nesta seção, serão levantados os principais marcos históricos que envolvem a evolução do sistema financeiro chinês e sua capacidade de financiamento do investimento a partir do conjunto de reformas institucionais iniciadas por Deng Xiaoping. Como se pretende

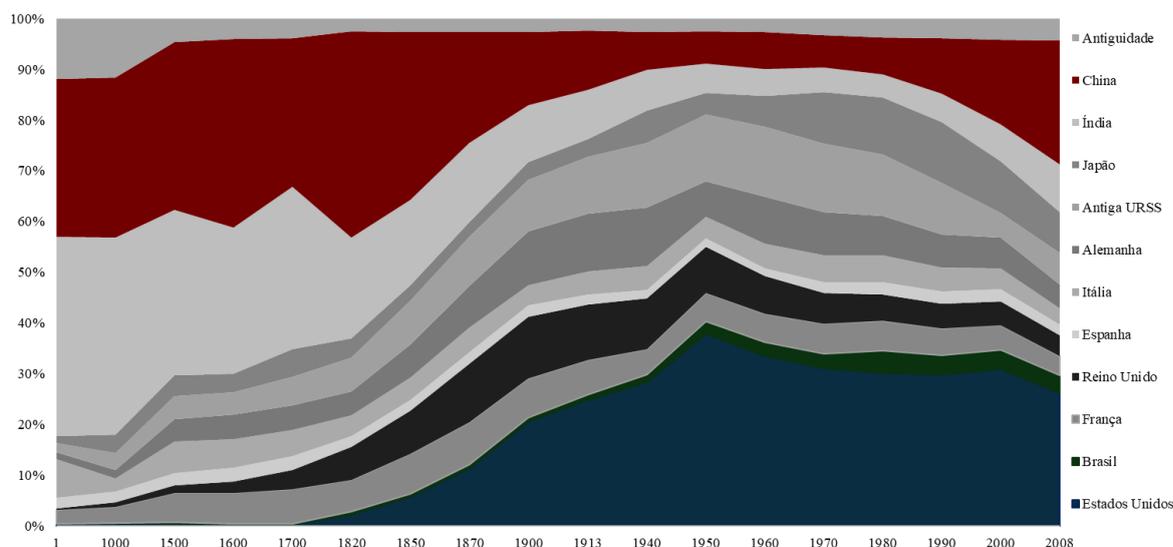
discutir a funcionalidade do sistema financeiro, que pressupõe sua centralidade para o crescimento econômico, optou-se pela divisão da análise em 3 fases, conforme proposto por Chen e Zha (2020). Pretende-se, assim, não limitar o estudo às transformações do sistema financeiro em si, mas incluir a forma como ele precisou se moldar às decisões estratégicas do governo chinês para a economia como um todo. O sistema financeiro, dessa forma, se adaptou não apenas para superar suas deficiências internas, mas para suprir e respaldar demandas externas a ele, advindas do próprio governo.

A primeira fase, de 1978 a 1997, é marcada por uma economia orientada pelo crescimento e reformas de empresas estatais, as *state-owned enterprises* ou SOEs. Na segunda fase, entre 1998 e 2015, destacaram-se os investimentos de capital intensivo em companhias de grande porte. Nesse período, o país ainda precisou enfrentar os desafios gerados pela Crise do Subprime, em 2008. Por fim, na terceira fase, iniciada em 2016 e ainda em andamento, observa-se uma desaceleração do crescimento e é chamada pelo governo chinês de novo normal. Em cada uma dessas fases, a China transitou por um conjunto de políticas financeiras, que incluem políticas monetárias, regulatórias e creditícias, que deram sustentação ao crescimento planejado pelo governo (CHEN, ZHA, 2020). Entre essas políticas estão, por exemplo, o direcionamento do crédito para os setores que deveriam ser estrategicamente priorizados, estímulos monetários para estabilizar a economia, como observado em 2009 (Gráfico 7), e a estruturação de arcabouços regulatórios adequados, conforme abordado na seção anterior.

3.2.2 1978-1997: REFORMAS, CRESCIMENTO E ESTATAIS

Quando se pesquisa sobre a economia chinesa, usualmente, toma-se como ponto de partida o fim da era Mao-Tsé Tung e o início das reformas. Pelos números apresentados na introdução, sobretudo os que envolvem crescimento econômico e redução da pobreza, é natural que esse período desperte mais curiosidade acadêmica que os anteriores. Não obstante, cabe aqui uma breve reflexão, já introduzida no início desta dissertação, de que a China não nasceu em 1978. A China possui um histórico milenar de relevância econômica, como pode ser observado no Gráfico 8, interrompida entre os séculos XIX e XX, é verdade, por incursões imperialistas europeias, guerras e governos mal sucedidos, mas sem perder suas características culturais históricas e o comprometimento do seu povo com o senso coletivo.

Gráfico 8 – História econômica chinesa e seus pares globais (participação % no somatório do PIB)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos de Maddison (2010).

Em 1978, Deng Xiaoping assumiu a liderança do governo chinês, revogou a agenda econômica vigente e deu início a um extenso programa de reformas que colocaria o país na corrida entre as maiores potências econômicas globais. Naquele momento, a estrutura econômica chinesa ainda era pouco diversificada e tecnologicamente atrasada. O sistema financeiro praticamente inexistia e suas instituições se limitavam ao PBOC, que acumulava as funções de banco central e comercial. O financiamento da economia se concentrava no PBOC, que captava e alocava recursos nas estatais através de um sistema de cotas organizado no âmbito do Plano Central de Crédito, que, por sua vez, estava alinhado com os objetivos dos planos quinquenais e anuais (CUBERO, MENDONÇA, 2024).

Marti (2021) definiu o governo de Deng como o início do processo para reverter os rumos políticos, econômicos e sociais de Mao, através (i) da abertura da China para o exterior, (ii) do lançamento de uma campanha de modernização econômica e (iii) da reforma do Partido. O primeiro grande programa de reformas de Deng foram as Quatro Modernizações. Para mudar esse cenário, o programa visava o desenvolvimento de quatro setores da economia: indústria, agricultura, ciência e tecnologia, e defesa nacional (TREBAT, MEDEIROS, 2015). Aproveitando-se da financeirização como dinâmica de acumulação de capital vigente, sobretudo, entre as potências europeias e norte-americanas, o governo anunciou a criação das Zonas Econômicas Especiais, um marco da abertura econômica do país, voltada para a recepção de capital estrangeiro. Desde então, a China entrou em um ciclo virtuoso de reformas e aprimoramento de políticas econômicas, que a levaram a um

expressivo e consistente crescimento econômico desempenhado até hoje. Construíram-se instituições e institucionalidades que se moldaram ao longo do tempo e dos desafios encontrados, tornando-se capaz de lidar com as adversidades enfrentadas pelo país.

Nesta primeira etapa das reformas, estabeleceu-se o que Chen e Zha (2020) definiram como economia orientada a companhias estatais. Neste período, o crédito foi direcionado para as SOEs, especialmente, as de médio e pequeno porte. Esse direcionamento ocorria dentro de uma dinâmica em que o volume do crédito era utilizado como meta intermediária de política monetária. Definiam-se as cotas de crédito que seriam alocadas nos quatro grandes bancos comerciais que eram, então, distribuídas pelos governos locais através de suas subsidiárias. O capital social dos grandes bancos era integralmente estatal, o que possibilitava o controle total da administração dessas instituições por parte do governo.

O sistema financeiro renasceu através do estabelecimento de quatro grandes bancos estatais, os já citados Banco Industrial e Comercial da China (ICBC), o Banco de Construção da China (CCB), o Banco da China (BOC), e o Banco Agrícola da China (ABC). Suas atribuições são intuitivas. Ao ICBC foi atribuído o objetivo de financiar o comércio, ao CCB, as iniciativas de construção em geral, o BOC, mais amplo, assumiu as transações de comércio exterior, e o ABC, o financiamento agrícola. De forma mais capilarizada, criaram-se instituições não bancárias, como cooperativas de crédito, para alcançar os pequenos produtores agrícolas. O governo também lançou processos de autorização para o funcionamento de instituições financeiras com potencial de atração de capital estrangeiro para o financiamento de companhias internacionais. Surgiram, assim, as *International Trust and Investment Companies*, as TICs (MENDONÇA, 2015), que também recebiam depósitos de governos e empresas.

Em 1984, o PBOC se estabeleceu como banco central chinês, em importante movimento de institucionalização. As funções remanescentes foram transferidas para o ICBC. Além do uso de cotas de crédito, o banco central exercia a gestão de liquidez através de requerimentos de reserva. Em 1995, foi aprovada a primeira lei do PBOC e, em 1996, foi consolidada sua responsabilidade pela política monetária, regulação e supervisão do sistema financeiro (MENDONÇA, 2015).

O sistema financeiro chinês é essencialmente bancário desde sua concepção, no início das reformas de Deng, mas o mercado de capitais não deve ser ignorado. Logo em 1978, foi criado um sistema de contratos que respaldou as primeiras sociedades anônimas rurais, estabelecidas por agricultores (QI, 2008). No começo dos anos 1980, pequenas empresas estatais ou de propriedade coletiva passaram por processos de reforma da estrutura

de acionistas, mas foi em 1984 que Beijing, Guangzhou e Shanghai iniciaram um processo de experimentação envolvendo a natureza jurídica, para usar um termo brasileiro, das companhias chinesas, que poderia expandir para o restante das empresas. Nessa época, também foram relançados os títulos públicos do governo chinês e os privados, além dos títulos financeiros, emitidos por bancos e geralmente utilizados em projetos de construção que ficaram sem financiamento antes do final das obras. Os títulos privados, no começo, eram emitidos sem regulamentação, cenário que mudou a partir de 1987, quando o Conselho de Estado sujeitou novas emissões à aprovação do PBOC e a limites estabelecidos pela Comissão Estatal de Planejamento (SPC) e pelo Ministério das Finanças (MOF).

Já nos primeiros anos de reformas, o governo percebeu que o estabelecimento dos bancos especializados por si só não atenderia integralmente a todas as demandas nacionais para o desenvolvimento econômico. Para promover a concorrência bancária, responder às necessidades de financiamento em diferentes setores e conduzir adequadamente os *policy loans*, outros tipos de instituições começaram a emergir (HUANG, 2013). Em 1980, a primeira cooperativa de crédito urbano surgiu na província de Hebei. No ano seguinte, a *China Orient Leasing* foi estruturada e, em 1984, a *People's Insurance Company* foi segregada do PBOC. Adicionalmente, o governo autorizou a formação de instituições bancárias de capital misto. A primeira, o Banco das Comunicações (BOC), foi reestruturada em 1986. Surgiram bancos regionais, com participação dos governos provinciais no capital social, e bancos privados. Por fim, em 1994, as operações de *policy loans* foram cindidas dos quatro grandes e alocadas em três novos *policy banks*, o Banco de Desenvolvimento da China (CDB), o Banco de Exportação-Importação da China (ExImBank) e o Banco de Desenvolvimento Agrícola da China (ADBC).

A década de 1990, portanto, ficou marcada pela expansão das instituições financeiras e pela segregação das funções regulatórias, comerciais e de política pública. Entre os novos bancos comerciais que surgiram, destacam-se os bancos comerciais urbanos, ou *city commercial banks*, que substituíram as cooperativas, em uma espécie de movimento de consolidação. Entre 1993 e 2003, os 111 bancos comerciais urbanos incorporaram mais de 2 mil cooperativas, em um processo que levou à concentração em tomadores de maior porte em detrimento das pequenas e médias empresas, mas que contribuiu para a melhora da gestão de risco (MENDONÇA, 2015).

No mercado de capitais, ao final da década de 1980, já havia uma demanda crescente por atividades de corretagem e comercialização de títulos de renda fixa e ações. Em agosto de 1986, surgiu a *Shenyang Trust & Investment Corporation*, a primeira empresa a oferecer

serviços de corretagem de ações e títulos de renda fixa (QI, 2008). Nesse contexto, surgiram, em dezembro de 1990, as bolsas de Shanghai (SSE) e de Shenzhen (SZSE). Ao final do ano de 1991, a SSE possuía 8 companhias listadas e 24 membros, enquanto a SZSE contava com 6 empresas listadas e 15 membros. Em maio de 1992, coube ao Gabinete de Supervisão de Valores Mobiliários do PBOC o papel de primeiro regulador centralizado do mercado de capitais chinês. Dois meses depois, o Conselho de Estado instituiu um conselho para realizar a supervisão em seu nome. Em agosto, a má organização do mercado, aliada a práticas irregulares e à falta de formulários de subscrição de IPO, incitou protestos violentos de potenciais investidores do varejo em Shenzhen. O evento escancarou a necessidade de se estabelecer um regulador dedicado e alinhado às práticas internacionais. Em dezembro, o Conselho de Estado criou o Comitê de Valores Mobiliários, o SCSC, e, em outubro, a Comissão Reguladora de Valores da China, o CSRC. O CSRC reportava-se ao SCSC e era responsável pelo desenvolvimento de regras de mercado e regulamentos. Em abril de 1998, o CSRC passou a centralizar a regulação e a supervisão do mercado mobiliário (QI, 2008).

Ao final desta primeira fase, o governo chinês precisou lidar com alguns efeitos colaterais imprevistos no início do processo. Os incentivos à indústria leve, como a têxtil, geraram excesso de capacidade, principalmente entre as empresas de pequeno e médio porte. Ao mesmo tempo, observou-se o aumento da alavancagem dessas empresas. O cenário forçou o redirecionamento das políticas de estímulo do governo chinês para as companhias de capital intensivo, além de fomentar um novo ciclo de reformas no sistema bancário e de medidas para reduzir o excesso de capacidade das pequenas e médias SOEs. Na política monetária, a falta de coordenação entre os governos impediu o controle do volume agregado de crédito concedido pelos bancos, o que influenciou no desempenho das alocações e do instrumento de política. Em 1998, o uso do volume de crédito como meta monetária intermediária foi abolido. (CHEN, ZHA, 2020).

Esses efeitos colaterais podem ser encarados como naturais dentro de um processo de reconstrução econômica. O fato é que, ao final do último milênio, Deng e o povo chinês conseguiram, através das reformas, recuperar a tradição comercial da China e preparar o país para novas rodadas de crescimento.

3.2.3 1998-2015: A ERA DOS INVESTIMENTOS EM CAPITAL INTENSIVO

Ao final da década de 1990, a China já respirava um contexto oposto ao enfrentado em 1978. O país entregava desenvolvimento econômico ao passo que reduzia drasticamente os

níveis de pobreza. O sistema financeiro tomava corpo e o aparato institucional permitia a implementação de políticas de forma mais eficiente. Começava uma era de investimentos massivos e com alta demanda por financiamento de longo prazo nos segmentos imobiliários, de construção civil e de infraestrutura. No segmento bancário, como pode ser observado na Tabela 4, houve um processo de consolidação, que reduziu o número de instituições financeiras bancárias de 19.8 mil, em 2006, para 4.3 mil, em 2015.

Tabela 4 – Evolução do número de instituições financeiras bancárias na China

Ano	Instituições financeiras bancárias	Grandes bancos comerciais	<i>Policy Banks</i>	Bancos comerciais de capital misto	Bancos comerciais urbanos	Cooperativas de crédito rural	Bancos comerciais rurais	Bancos cooperativos rurais	Bancos privados
2006	19,797		3	12	113				
2007	8,877		3	12	124				
2008	5,634		3	12	136	4,965	22	163	
2009	3,857		3	12	143	3,056	43	196	
2010	3,769	5	3	12	147	2,646	85	223	
2011	3,800	5	3	12	144	2,265	212	190	
2012	3,747	5	3	12	144	1,927	337	147	
2013	3,949	5	3	12	145	1,803	468	122	
2014	4,089	5	3	12	133	1,596	665	89	
2015	4,261	5	3	12	133	1,373	859	71	5
2016	4,398	5	3	12	134	1,125	1,114	40	8
2017	4,532	5	3	12	134	965	1,262	33	17

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Sun (2020).

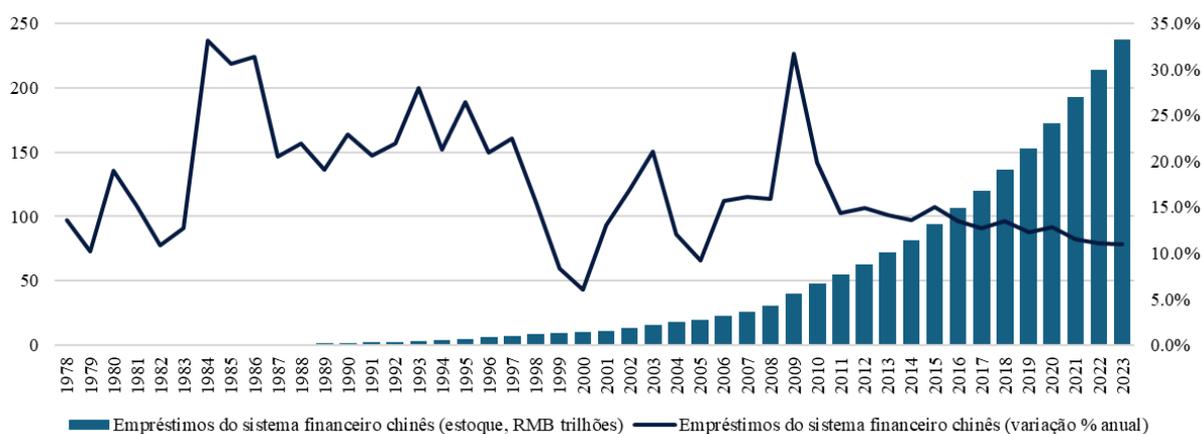
Obs.: o Banco de Poupança Postal da China (PSBC) só passou a ser considerado parte do grupo dos grandes bancos comerciais pelo regulador a partir de 2019.

Nesta fase, o crédito foi direcionado para o setor pesado, compondo parte do programa de industrialização do governo chinês. Este período pode ser dividido em dois momentos: o primeiro, marcado por processos de privatização, que transformaram as SOEs em POEs, ou *private-owned enterprises*, e o segundo, caracterizado por políticas de estímulo à exportação. Durante esse período de transição, a maior parte dos empréstimos bancários de médio e de longo prazo foi direcionado para companhias de capital intensivo, sem distinção entre o capital social público ou privado. Outro marco relevante desta fase foi a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), em 2001, que, aliada às políticas de governo e aos ganhos de produtividade, impulsionou as exportações de produtos chineses (CHEN, ZHA, 2020).

Entre 1998 e 2017, o PBOC, em substituição à utilização do volume de crédito como meta monetária intermediária, passou a definir uma meta de crescimento do M2 para controlar o volume agregado de empréstimos bancários. A oferta monetária tornou-se a única meta monetária do banco central e o país começou a operar no *open market*. A política de crédito se desenvolvia em linha com o crescimento do M2, e o PBOC intervinha nas concessões,

indicando para os bancos comerciais em quais empresas e segmentos os empréstimos deveriam ser alocados. Esse tipo de política é chamada de *window guidance*. Na prática, o banco central, com base no crescimento do M2, planejava a oferta agregada do crédito para o ano subsequente e negociava com os bancos comerciais o redirecionamento do crédito para as indústrias que deveriam ser estimuladas (CHEN, ZHA, 2020). Era o fim do Plano Central de Crédito.

Gráfico 9 – Empréstimos do sistema financeiro chinês



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Para financiar suas atividades, as companhias chinesas acessavam linhas de crédito que possuíam como fonte de capital: recursos orçamentários, empréstimos domésticos, investimento estrangeiro, recursos próprios, entre outros. Mendonça (2015) destacou a importância dos empréstimos domésticos na originação dos recursos nesta fase do desenvolvimento chinês, o que explicita a relevância do sistema bancário para o financiamento do investimento. A autora também chama a atenção para a participação dos investimentos estrangeiros, que representam uma parcela pequena das fontes, e para o uso crescente dos recursos próprios como forma de financiamento do investimento. Segundo o artigo, o aumento da utilização de recursos próprios pode ser explicado (i) pelo reinvestimento como boa alternativa de alocação de capital em um ambiente de expansão econômica, com baixas taxas de juros, e (ii) pelo acesso mais restritivo ao crédito por parte das empresas privadas, que precisariam utilizar recursos próprios para seguir investindo.

O grande volume de concessões de crédito (Gráfico 9) e o aumento do endividamento das pequenas e médias SOEs observados na primeira fase das reformas levaram a novas regras regulatórias. Em primeiro lugar, passou-se a exigir, através de regulação estabelecida

em 1994, mas implementada com o devido rigor apenas nos anos 2000, que a relação entre empréstimos e depósitos bancários não excedesse os 75%. Em complemento, o governo estabeleceu restrições de empréstimo para indústrias consideradas por ele como arriscadas. Preocupado com o excesso de estoque da indústria imobiliária, em 2006, o Conselho de Estado definiu um programa de reestruturação do setor, que envolveu a proibição de novos empréstimos para essa indústria.

Nesse novo ciclo de reformas, o governo precisou lidar com elevado índice de empréstimos de liquidação duvidosa (NPL) oriundo não apenas do contexto macro e microeconômico chinês, mas também da crise asiática de 1997, ao passo que preparava o país para entrar na OMC. Além da criação dos *policy bank*, as iniciativas de reestruturação passaram pela capitalização do balanço dos quatro grandes, pela transferência de ativos e pelo início de um processo de privatização (MENDONÇA, 2015). Segundo estimativas do PBOC, no início desta fase, o NPL era de 20% a 25%, equivalente a 20% do PIB, sendo que 78% desse volume se concentravam nos quatro grandes bancos (MENDONÇA, 2015; MO, 1999). Deve-se levar em conta que, conforme já abordado, as concessões dos grandes bancos estatais estavam sujeitas às decisões estratégicas do governo, transmitidas através do sistema compulsório de cotas de empréstimo, o que dá margem para se supor que a geração de caixa para cobertura do serviço da dívida era secundária da tomada de decisão das concessões de crédito frente às prioridades definidas pelo governo.

Para remediar esse cenário, o governo lançou um plano de recapitalização dos bancos através da injeção direta de recursos, da diminuição dos requerimentos de capital de 13% para 8%, e da transferência de ativos não performados para gestoras especializadas, as Asset Management Companies (AMC). Além disso, implementou-se um novo sistema de classificação de risco, com o provisionamento adequado para cada perfil de operação, e a extinção do sistema de cotas de empréstimos, que marcou fim do do Plano Central de Crédito e, em última instância, refletiu na atuação dos *policy banks*. O sistema compulsório de cotas de empréstimo, vale lembrar, estabelecia limites mínimos de novos empréstimos anuais e determinava a alocação de recursos em segmentos definidos pelo governo (MENDONÇA, 2015). Em seu lugar, foi estabelecido um sistema de metas que deveriam servir como referência para os bancos na alocação de recursos (MO, 1999; MENDONÇA, 2015).

Na opinião de Chen e Zha (2020), as restrições impostas pelo governo, aliadas ao estímulo monetário em resposta à crise de 2008 e às lacunas da supervisão regulatória, permitiram o crescimento das atividades de *shadow banking*. Entre as formas de atuação dessas instituições, os autores destacaram os veículos de financiamento de governos locais.

Apesar de proibidos de contraírem empréstimos ou de operarem sob déficit orçamental, os LGFVs contornaram a regulação através da criação de estruturas financeiras *off-balance*, que possibilitaram o financiamento de obras de infraestrutura e outros projetos comerciais. Esse tipo de prática teve influência direta e prejudicou a efetividade do instrumento monetário vigente sobre a oferta agregada do crédito, que incluía os originados no sistema sombra, implicando na necessidade de novas reformas.

Como parte do movimento de reestruturação dos balanços patrimoniais, estava a abertura de capital dos quatro grandes, controlada e com regras restritivas, como a definição de um prazo mínimo para as negociações e um limite máximo de participação societária. Os primeiros bancos que aderiram foram o CCB e o BOC, capitalizados através de emissões subordinadas lastreadas em recursos oriundos das reservas internacionais. Os NPLs foram cedidos para as AMCs, e as ações foram listadas após rodadas de negociação com investidores estratégicos. Em 2010, todos os quatro grandes foram reestruturados e tiveram seu capital aberto. A entrada controlada dos investidores, vale ressaltar, impactou positivamente a estrutura de governança dos bancos, além de melhorar o controle de riscos, com efeito positivo sobre os indicadores de lucratividade. (MENDONÇA, 2015; HUANG, 2010).

Até o final da década de 1980, o comércio chinês operava sob déficit comercial. Com as políticas de estímulo à exportação, incluindo a desvalorização cambial, os investimentos e os ganhos de produtividade, o país inverteu sua balança comercial. Ao mesmo tempo, a China passou a exportar capital, mas sem deixar de atrair investimentos estrangeiros diretos (IDE). Esses, importante ressaltar, se, até o início dos anos de 1990 eram voltados para os setores exportadores, passaram a ampliar a capacidade produtiva voltada para o mercado interno. A China, em 2013, tornou-se o país com o maior volume de comércio exterior no mundo e as reservas cambiais escalaram (JABBOUR, GABRIELE, 2021).

Parecido com o ocorrido na primeira fase das reformas, os estímulos demasiados geraram excesso de estoque no setor imobiliário e de capacidade na indústria, além de super-alavancagem na economia. As reformas, então, passaram a focar na redução dos estoques imobiliários e na desalavancagem do setor financeiro e de indústrias pesadas com excesso de capacidade (CHEN, ZHA, 2020). Não obstante, a China conta agora com uma economia industrializada, protagonista no comércio global, com um sistema financeiro bem desenvolvido e instrumentalizado, capaz de contornar crises relevantes, como a de 2008, e de alavancar o crescimento.

Em frase atribuída a Vladimir Lenin, diz-se que a economia monetária foi a maior invenção do capitalismo e que ela deveria estar a serviço do socialismo. Na China, a economia monetária de produção foi colocada a serviço do povo e contribuiu para o programa desenvolvimentista local.

Começa o *novo normal* da economia chinesa.

3.2.4 2016-2024: O NOVO NORMAL ECONÔMICO

A China dos anos de 1960 não existe mais. Na atual fase de desenvolvimento econômico, o país é a segunda maior economia do mundo, politicamente bem estabelecida e, socialmente estabilizada. O sistema financeiro se desenvolveu tanto do ponto de vista institucional quanto do volume de suas operações e o mercado bancário se estabeleceu como o principal propulsor de crédito no país. Em 2016, o estoque total de empréstimos no sistema financeiro chinês era de RMB 107 trilhões (Gráfico 9), enquanto o estoque de títulos de dívida privada somava RMB 7.9 trilhões (Gráfico 2). As emissões de dívida privada também cresceram no período (Gráfico 10). Nos balanços bancários, os ativos decolaram de RMB 44 trilhões, em 2006, para RMB 232 trilhões, em 2016 (Tabela 5).

Tabela 5 – Evolução dos ativos bancários chineses e participação dos grandes bancos comerciais

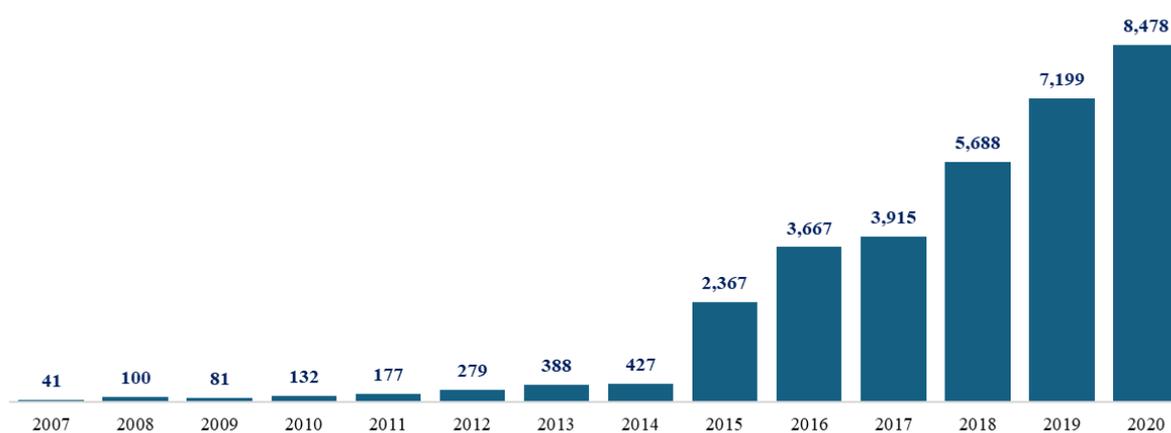
Ano	Ativos bancários totais (RMB trilhões)	Ativos dos grandes bancos comerciais (RMB bilhões)	Ativos dos grandes bancos comerciais (% total)
2003	28	16	58.0%
2004	32	18	56.9%
2005	37	21	56.1%
2006	44	24	55.1%
2007	53	29	53.7%
2008	63	33	51.6%
2009	80	41	51.3%
2010	95	47	49.2%
2011	113	54	47.3%
2012	134	60	44.9%
2013	151	66	43.3%
2014	172	71	41.2%
2015	199	78	39.2%
2016	232	87	37.3%
2017	252	93	36.8%
2018	268	98	36.7%

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Sun (2020).

Obs.: o Banco de Poupança Postal da China (PSBC) só passou a ser considerado parte do grupo dos grandes bancos comerciais pelo regulador a partir de 2019.

Ao final do primeiro semestre de 2024, os bancos comerciais somavam RMB 195 trilhões em carteira de empréstimos, com apenas 1.6% de NPL (Tabela 1). 49.8% do lucro líquido do segmento adveio dos agora seis grandes bancos comerciais, sendo o NPL dessas instituições correspondentes apenas a 1.2% da carteira de crédito (Tabela 2). A NFRA, inclusive, passou a divulgar indicadores bancários segmentados por tipo de instituição. Alguns deles, como os índices de Basileia e de cobertura, refletem o zelo dos bancos chineses com seus portfólios creditícios. Chega-se, assim, ao contexto descrito na primeira seção deste capítulo. O sistema financeiro chinês está institucionalmente desenvolvido, com alto nível de complexidade, mas bem estruturado para atender às necessidades estratégicas nacionais e mantendo sua trajetória de transformação e evolução.

Gráfico 10 – Emissão anual de títulos negociados em bolsas chinesas (RMB bilhões)



Fonte: Elaboração própria, adaptado de CSRC (2021).

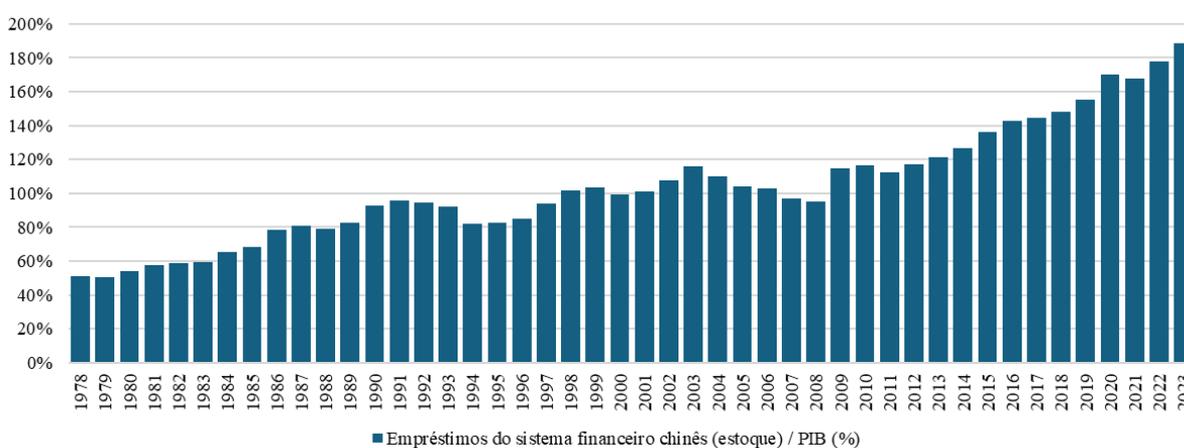
A China, de fato, mudou e os desafios não tratam mais de tirar sua população da pobreza extrema ou de iniciar um processo de industrialização. O governo, agora, precisa lidar com as consequências dos ciclos anteriores de reforma.

No PBOC, a falta de efetividade da política monetária levou a China a uma nova mudança de instrumento. O sistema baseado na definição da base monetária se transformou em uma estrutura orientada pela definição da taxa de juros (CHEN, ZHA, 2020). Ademais, para atingir a estabilidade financeira e enfrentar os riscos crescentes do *shadow banking*, o governo passou a focar na desalavancagem da economia, endurecendo a regulação e a supervisão, *exempli gratia*, conforme discutido na primeira seção deste capítulo, através da criação da NFRA.

Em termos de fonte de recursos, observaram-se, desde 2016, quedas recorrentes de recursos estrangeiros, ao passo que os recursos orçamentários cresciam significativamente, em especial, durante a pandemia, quando o volume expandiu 32.8% e 39.3% em 2020 e 2022, respectivamente (NBS, 2024). Os empréstimos domésticos se comportaram de forma mais moderada, enquanto os recursos próprios, já relevantes na fase anterior, e alternativos continuaram crescendo (NBS, 2024).

Ao final da fase dos investimentos em capital intensivo, os empréstimos do sistema financeiro chinês em relação ao PIB subiram continuamente. Nos últimos 15 anos, a economia global enfrentou duas grandes crises, a do *subprime*, em 2008, e a pandemia de COVID-19, que teve seu ápice entre os anos de 2020 e 2021. Esses eventos certamente contribuíram para o aumento da alavancagem (Gráfico 11), mas a tendência de alta independe deles. Para estancar essa tendência, o governo implementou, a partir de 2016, dois processos de desalavancagem: o primeiro, voltado para os bancos comerciais, foca na redução das concessões de crédito para atividades de *shadow banking*, enquanto o segundo visa a desalavancagem das empresas (CHEN, ZHA, 2020).

Gráfico 11 – Empréstimos do sistema financeiro chinês em relação do PIB (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da NBS (2024).

Uma das consequências foi a desaceleração dos investimentos imobiliários e em infraestrutura, tendo em vista que essas indústrias representam os maiores beneficiados do sistema sombra, com impacto direto no PIB chinês. Outro efeito colateral dessa nova rodada de políticas restritivas diz respeito às POEs, em especial, as pequenas e médias, que estão tendo dificuldades para acessar o mercado de crédito bancário (CHEN, ZHA, 2020). A falta de alternativas de refinanciamento aumenta o risco de crédito do segmento, o que, por sua

vez, torna as concessões de crédito bancário ainda mais restritivas. Esse contexto pode aumentar a fragilidade do sistema financeiro, elevando o risco sistêmico.

Tabela 6 – Emissão de títulos chineses voltados para atividades inovadoras

Tipo de título	Emissões	Volume (RMB bilhões)
Títulos verdes	105	91
Títulos privados para inovação e empreendedorismo	22	13
Contrato e certificado de proteção ao crédito	73	59
Títulos extensíveis	300	435
Títulos lastreados em ativos (<i>supply chain</i>)	553	310
Títulos lastreados em ativos (arrendamento imobiliário)	10	10
Total	1,063	918

Fonte: Elaboração própria, adaptado de CSRC (2021).

Para concluir esta discussão, cabem algumas breves reflexões sobre os próximos passos do programa de desenvolvimento chinês. No 14º Plano Quinquenal (Anexo A), a China definiu objetivos de longo prazo, visando o ano de 2035, e para o período de vigência do plano, até o final de 2025. Questões ambientais, energia verde, desenvolvimento tecnológico, taxa de desemprego e reformas são assuntos que permeiam o debate público e também o Plano, que objetiva o crescimento chinês nessas áreas. O sistema financeiro pode contribuir para o atingimento de metas sociais através de instrumentos exclusivos para esse fim. No mercado de capitais, por exemplo, já existem emissões específicas para essas questões, como os títulos verdes e os títulos privados para inovação e empreendedorismo (Tabela 6). Além disso, o sistema financeiro chinês, incluindo seu arcabouço de políticas monetárias, já é robusto o suficiente para controlar de forma mais eficaz as taxas de desemprego, resguardando a estabilidade do mercado de trabalho.

Além das questões acima, deve-se levar em conta que a China enfrenta uma série de desafios internos e externos. O país lidera o deslocamento do eixo econômico global em direção ao oriente e o governo chinês trabalha para expandir sua influência, por exemplo, através da Iniciativa do Cinturão e Rota. Além disso, a concorrência pela hegemonia econômica gerou uma guerra comercial com os Estados Unidos, interferindo na dinâmica de exportações e importações, e influências ocidentais no conflito pelo reconhecimento de Taiwan como território chinês. Internamente, o governo segue enfrentando consequências da crise imobiliária, aproveitando seu sistema financeiro para lançar pacotes de medidas públicas cada vez mais frequentes para conter o efeito de propagação.

Os últimos 46 anos foram transformadores para o povo e a economia chinesa em diversos aspectos. A China conseguiu difundir um intenso plano de reformas que se sustenta até os dias de hoje, sendo nítido o esforço por parte do governo chinês para a manutenção do aprimoramento institucional.

3.3 FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS

No segundo capítulo deste trabalho, desenvolvemos um conceito de funcionalidade com base em fundamentos pós-keynesianos. Na nossa definição, um sistema financeiro, para ser funcional, deve (i) prezar pelo desenvolvimento econômico, ao passo que (ii) disponibiliza os instrumentos necessários para o seu financiamento de curto (*finance*) e de longo prazo (*funding*), e que (iii) zela por sua estabilidade através da determinação de políticas econômicas, regulação, supervisão e do permanente aperfeiçoamento institucional. Neste capítulo, apresentamos o sistema financeiro chinês, que possui características que dialogam diretamente com o conceito desenvolvido.

Tabela 7 – Evolução do fluxo financeiro fornecido pelo sistema financeiro à economia real chinesa

Ano	AFRE* (RMB bilhões)	Empréstimo bancário (%)	<i>Entrust loans</i> (%)	<i>Trust loans</i> (%)	Títulos privados (%)	Ações de empresas não- financeiras (%)	Outros (%)
2002	2,011	92	1	0	2	3	2
2003	3,411	94	2	0	2	2	1
2004	2,863	83	11	0	2	2	2
2005	3,001	83	7	0	7	1	2
2006	4,270	81	6	2	5	4	2
2007	5,966	79	6	3	4	7	2
2008	6,980	75	6	5	8	5	2
2009	13,910	79	5	3	9	2	2
2010	14,019	77	6	3	8	4	2
2011	12,829	71	10	2	11	3	4
2012	15,763	65	8	8	14	2	3
2013	17,317	59	15	11	10	1	4
2014	16,457	61	15	3	15	3	3
2015	15,409	62	10	0	19	5	3
2016	17,802	56	12	5	17	7	3
2017	26,154	55	3	9	2	3	28
2018	22,492	65	-7	-3	12	2	32

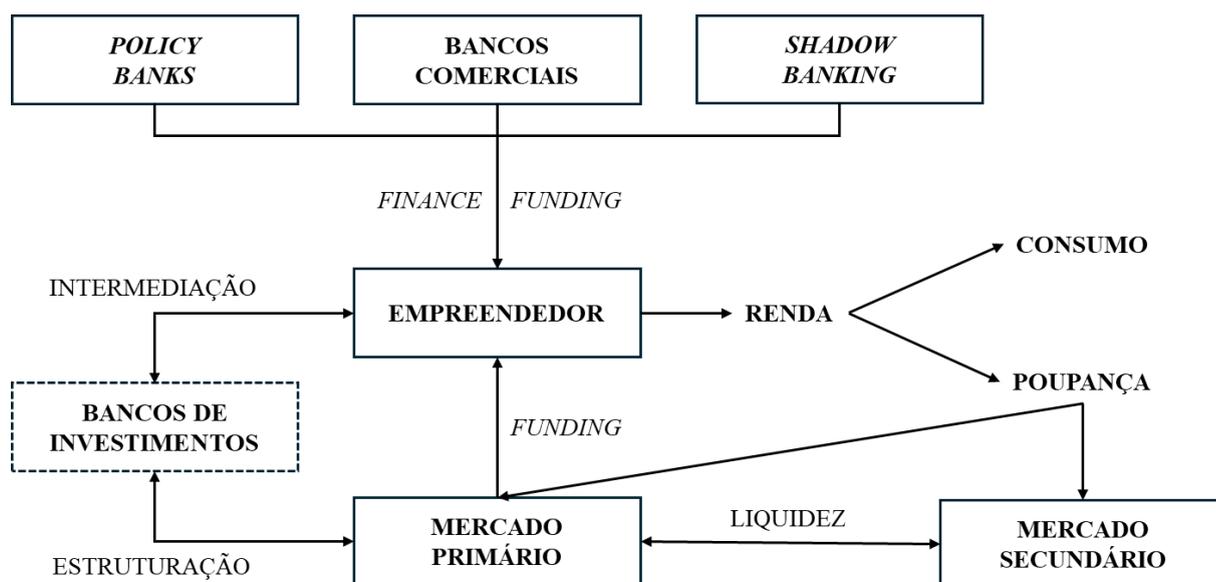
Fonte: Elaboração própria, adaptado de Sun (2020).

* AFRE é o acrônimo de *aggregate financing to the real economy* e representa o volume de financiamentos fornecido pelo sistema financeiro à economia real em determinado período de tempo.

Conforme demonstrado na seção anterior, o sistema financeiro na China renasce sob um contexto de reformas voltadas para a recuperação e o crescimento econômico do país. Os quatro grandes bancos estatais ressurgiram com a missão de dar suporte ao desenvolvimento dos setores considerados como essenciais pelo governo naquele momento. Desde então, essa essência desenvolvimentista permaneceu, praticamente, inalterada e o sistema financeiro segue representando o principal meio de transmissão de políticas econômicas à economia real. Os bancos estatais, sejam eles comerciais ou *policy banks*, disponibilizam ao PCCh a instrumentação necessária para que seja executado o planejamento estratégico do governo. Como referência, durante a fase dos investimentos em capital intensivo, o fluxo de financiamento fornecido pelo sistema financeiro à economia real saiu de RMB 2.0 trilhões em 2002 para RMB 15.4 trilhões em 2015 (Tabela 7).

Com relação ao financiamento do investimento, o sistema financeiro chinês desenvolveu uma série de mecanismos e instrumentos capazes de suprir as demandas das firmas, sem perder o alinhamento com o governo chinês. Adaptando o modelo keynesiano de financiamento do investimento, os chineses criaram uma estrutura com forte presença dos grandes bancos comerciais estatais na disponibilização de ambos, *finance* e *funding* (Figura 3). Em 2023, os seis grandes bancos responderam por 82% dos empréstimos concedidos por instituições financeiras reguladas (NFRA, 2024b; NBS, 2024).

Figura 3 – Circuito *finance-funding* em modelo chinês de desenvolvimento



Fonte: Elaboração própria, adaptado de Paula (2014).

Diferentemente do modelo apresentado no primeiro capítulo, as companhias chinesas são menos dependentes de um mercado de capitais bem desenvolvido para alongar os financiamentos de curto prazo. Os próprios bancos públicos, dentro de uma estratégia governamental de desenvolvimento econômico, disponibilizam empréstimos de curto e de longo prazo, além de prestarem serviços de banco de investimentos (JIANG, SHEN, LEE, 2021; BURLAMAQUI, 2015). O circuito é complementado pela atuação dos *policy banks* e das operações de *shadow banking*, que, embora mais difíceis de serem rastreadas, respondem por parte relevante das operações de crédito chinesas. A existência do sistema sombra incorre em outro aspecto essencial de um sistema financeiro funcional: o controle de sua estabilidade.

O *shadow banking*, conforme discutido na primeira seção deste capítulo, representa toda forma de intermediação de operações de crédito que envolvam atividades externas ao sistema bancário regulado. Em 2017, o segmento equivalia a 40% do crédito convencional. Entre as formas mais usuais de concessão está a criação de crédito por instituições financeiras não-bancárias, como *trusts* e securitizadoras, e por instituições bancárias, que operacionalizam as concessões através de empréstimos contabilizados de forma alternativa e, portanto, nem sempre trivial de serem detectados. Por óbvio, a falta de visibilidade e transparência, com brechas regulatórias ou de supervisão que não detectam a manipulação contábil de operações creditícias, compromete a segurança sistêmica. O sistema sombra foi abordado neste trabalho, assim como em diversos outros, e, certamente, o governo chinês tem plena consciência de sua relevância e características. A própria criação da NFRA como agência reguladora centralizada é uma resposta para esse cenário. Sob a ótica da funcionalidade, não obstante, trata-se de um potencial risco sistêmico. Em alguma medida, pode-se dizer que se trata de uma anomalia gerada endogenamente pelo sistema financeiro. O *shadow banking* não nasceu de forma planejada, mas como consequência da evolução do próprio sistema financeiro chinês, que precisou absorver diretrizes restritivas impostas pelos reguladores, induzindo a demanda por crédito para fontes alternativas. Nessa perspectiva, infere-se que o crescimento do sistema sombra carrega um caráter ambíguo. Ao mesmo tempo que ele contribui para o financiamento do investimento, ele causa um desequilíbrio regulatório-institucional.

Um dos argumentos centrais desta dissertação diz respeito ao processo cíclico de reorganização institucional que pode ser constatado no sistema financeiro chinês. Esse processo, que envolve a experimentação de políticas e o aprendizado que se pode obter delas, foi fundamental para a evolução do sistema financeiro na China em prol de sua funcionalidade. Ao longo da seção anterior, foi descrita uma série de circunstâncias históricas

que moldaram as instituições chinesas desde sua concepção. No início das reformas, Deng assumiu o país com uma única instituição financeira e precisou recriar todo o restante do sistema. Seu plano de reestruturação fez ressurgir os grandes bancos estatais que, até hoje, lideram os financiamentos do país. Nesse período, conforme demonstrado, os bancos se moldaram aos contextos e se transformaram junto com o restante do sistema financeiro, a saber, os *policy banks* e as demais categorias de bancos comerciais, as agências reguladoras e o banco central. Os bancos ajustaram seus objetivos e avaliações de riscos, enquanto as reguladoras se reconfiguraram de acordo com o ambiente encontrado. O banco central se ajustou às novas legislações e readequou seus instrumentos para aprimorar a eficiência de suas políticas monetárias.

Conclui-se, portanto, a adequação do sistema financeiro chinês à nossa definição de funcionalidade. Trata-se de um sistema estritamente orientado ao crescimento econômico, com diretrizes bem definidas pelo governo e alinhadas ao seu planejamento estratégico. Ao mesmo tempo, a estrutura desenvolvida atende às demandas de financiamento do investimento por parte das empresas, com forte presença dos grandes bancos comerciais estatais, mas sem abdicar do mercado de capitais como alternativa e complemento. Por fim, sua evolução histórica demonstra que, apesar do enfoque governamental no desenvolvimento econômico, preza-se pela implementação de reformas e pelo aperfeiçoamento institucional cíclico e recorrente, que contribuem para preservar sua estabilidade.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pesquisar sobre a economia chinesa contemporânea significa explorar paradigmas nem sempre tangíveis às percepções acadêmicas ocidentais. Ao mesmo tempo, oferece a oportunidade de se assistir a reconstrução de um país, praticamente, em tempo real. A velocidade com que a China cresceu nas últimas quatro décadas permitiu que se observasse, a todo instante, o sucesso do seu planejamento público.

Conforme apresentamos neste trabalho, uma das formas de se analisar o desenvolvimento econômico da China é através da verificação do surgimento cíclico de instituições que reorganizam e aprimoram continuamente as atividades entre os setores público e privado da economia. Utilizamos essa noção proposta por Jabbour e Paula (2021) para investigar a evolução do sistema financeiro chinês e sua funcionalidade.

No segundo capítulo, definimos, com base em premissas pós-keynesianas, que, para ser funcional, um sistema financeiro deve (i) promover o desenvolvimento econômico, alinhando de forma consistente as demandas dos agentes, (ii) oferecer os instrumentos necessários para o financiamento de curto (*finance*) e de longo prazo (*funding*) do investimento, e (iii) preservar sua estabilidade através da implementação de políticas econômicas, regulação, supervisão e do permanente aperfeiçoamento institucional.

Investigamos a configuração do sistema financeiro chinês e como ele evoluiu, desde 1978, até atingir a complexidade e relevância atual. Nessa investigação, constatamos que se trata de um sistema orientado ao crescimento econômico. A estrutura política planejada formada pelo PCCh permite o alinhamento constante entre o sistema financeiro e as diretrizes estratégicas definidas pelo governo. Essa dinâmica privilegia a utilização dos instrumentos financeiros em prol do crescimento econômico da China. Ao mesmo tempo, o sistema financeiro chinês possui as ferramentas necessárias para atender às demandas de financiamento das empresas, com forte presença dos grandes bancos comerciais, mas contando, ainda, com um mercado de capitais aquecido para complementar os serviços bancários. Por último, observamos que, apesar do foco do Partido no desenvolvimento econômico, o governo não renuncia ao seu método de evolução através de reformas institucionais. No sistema financeiro, essa prática beneficia o controle da estabilidade.

Mencionamos alguns contextos críticos que foram contornados através do aprimoramento institucional, como nos momentos em que o governo chinês percebeu a formação de excesso de capacidade, o crescimento da alavancagem das empresas e o aumento

dos créditos não performados nas carteiras bancárias. Importante notar que, mesmo admitindo equívocos estratégicos, o PCCh manteve seu viés de crescimento e de inovação institucional. A forma como foi conduzido o processo de abertura de capital dos grandes bancos comerciais representa uma dessas inovações lançadas pelo governo.

O sistema financeiro chinês também se mostrou bem estruturado na gestão de crises externas, como a Crise de 2008. Com instrumentos eficazes na transmissão de políticas fiscais e monetárias, foi possível implementar medidas anticíclicas com celeridade, evitando danos maiores à economia chinesa.

Concluimos, assim, a adequação do sistema financeiro chinês à nossa definição de funcionalidade. Para o futuro próximo, esperamos que o governo chinês siga se engajando na regulação e supervisão do sistema sombra e na administração de crises internas, bem como na adaptação do seu sistema financeiro à nova realidade econômica global.

REFERÊNCIAS

- ADBC. Agricultural Development Bank of China. **2023 Annual Report**. Beijing, 2024.
- ALLEN, F. *et al.* China's financial system: past, present, and future. **Present, and Future (March 28, 2007)**, 2007.
- ALLEN, F. *et al.* The Development of the Chinese Stock Market. Em: **The Handbook of China's Financial System**. Princeton University Press (New Jersey), p. 283-313, 2020.
- AMSTAD, M.; HE, Z. Chinese Bond Markets and Interbank Market. Em: **The Handbook of China's Financial System**. Princeton University Press (New Jersey), p. 105-148, 2020.
- BURLAMAQUI, L. As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeira global conduzido pelo Estado. Em: **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 277-334, 2015.
- CAO, J. **The Chinese real estate market**: Development, regulation and investment. Routledge, 2015.
- CARVALHO, F. J. C. de. **Mr. Keynes and the Post Keynesians**. Aldershot: Elgar, 1992.
- CARVALHO, F. J. C. de. O retorno de Keynes. **Novos estudos CEBRAP**, p. 91-101, 2009.
- CARVALHO, F. J. C. de. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. Brasília, DF: **CEPAL**, 2010.
- CARVALHO, F. J. C. de. **Keynes e os Pós-Keynesianos**: princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.
- CDB. China Development Bank. **2023 Annual Report**. Beijing, 2024.
- CHEN, K.; ZHA, T. Macroeconomic Effects of China's Financial Policies. Em: **The Handbook of China's Financial System**. Princeton University Press (New Jersey), p. 151-182, 2020.
- CINTRA, M. A. M; SILVA FILHO, E. B. D.; PINTO, E. C. Em: **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015.
- CSET. The Center for Security and Emerging Technology within Georgetown University's Walsh School of Foreign Service. **Translation of China's 14th Five-Year Plan**. Disponível em: <https://cset.georgetown.edu/publication/china-14th-five-year-plan/>. Acesso em: 18 de nov. de 2024.
- CSRC. China Securities Regulatory Commission. **China Securities Regulatory Commission Annual Report 2020**. Beijing, 2021.
- CSRC. China Securities Regulatory Commission. **Overview**. Disponível em: http://www.csrc.gov.cn/csrc_en/c102023/common_zcnr.shtml?channelid=e9958c689bef4d468d81dc93c8d3479f. Acesso em: 17 de nov. de 2024.

CUBERO, M. C.; MENDONÇA, A. R. R. de. Transformação econômica na China: o papel do crédito bancário. **Economia e Sociedade**, v. 33, n. 3, p. e282064, 2024.

DEOS, S. S. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. Em: **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, v. 1, p. 391-424, 2015.

DYMSKI, G. A. Asset bubbles and Minsky crises in East Asia: A spatialized Minsky approach. University of California, Riverside, Department of Economics, **Research Paper**, April, 1999.

EXIMBANK. The Export-Import Bank of China. **Annual Report 2023**. Beijing, 2024.

FERNANDES, T. **Conhecendo o Sistema Político Chinês**. Apex-Brasil - Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos, Brasília-DF, 2014.

GURLEY, J.; SHAW, E. Financial aspects of economic development. **American Economic Review**, v. XLV, n. 4, p. 515-538, 1955.

GURLEY, J.; SHAW, E. Money in a Theory of Finance. Washington, D. C.: **The Brookings Institution**, 1960.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the “Alassics”; A suggested Interpretation. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 147-159, 1937.

HUANG, Y. *et al.* Financial reform in China: Progress and challenges. **How finance is shaping the economies of China, Japan, and Korea**, p. 44-142, 2013.

HUANG, Y.; GE, T.; WANG, C. Monetary policy framework and transmission mechanism. **The Handbook of China’s Financial System**. Princeton University Press (New Jersey), p. 38-62, 2020.

IBGE. Agência IBGE Notícias. Estatísticas Econômicas. **PIB cresce 2,9% em 2023 e fecha o ano em R\$ 10,9 trilhões**. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releas/39303-pib-cresce-2-9-em-2023-e-fecha-o-ano-em-r-10-9-trilhoes>. Acesso em: 24 de nov. de 2024.

IBRACHINA. Instituto Sociocultural Brasil China. **Conheça melhor a geografia da China e suas províncias**. Disponível em: <https://ibrachina.com.br/conheca-melhor-a-geografia-da-china-e-suas-provincias/>. Acesso em: 23 de nov. de 2024. São Paulo, 2023.

JABBOUR, E.; GABRIELE, A. **China: o socialismo do século XXI**. 1ª ed. São Paulo: Boitempo Editorial, 2021.

JABBOUR, E.; DANTAS, A. Apontamentos sobre a geopolítica da China. **China contemporânea: Seis interpretações**. Belo Horizonte: Autêntica Editora, 2021.

JABBOUR, E.; PAULA, L. F. Socialization of investment and institutional changes in China: a heterodox approach. **Forum for Social Economics**, p. 316-329, Routledge, 2021.

JIANG, X.; SHEN, J. H.; LEE, C. Toward an empirical investigation of the long-term debt and financing deficit nexus: evidence from Chinese-listed firms. **Applied Economics**, v. 53, n. 33, p. 3832-3853, 2021.

KALDOR, N. **The Scourge of Monetarism**. Oxford: Oxford University Press, 1982.

KAHN, R. **Selected Essays on Employment and Growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 1972.

KAHN, R. **The Making of the General Theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 1984.

KEYNES, J. M. **A Tract on Monetary Reform**. Cosimo Classics, 1923.

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**. London, Macmillan, 1930.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London, Macmillan, 1936.

KEYNES, J. M. The ex-ante theory of the rate of interest. **Economic Journal**, 1937a.

KEYNES, J. M. The general theory of employment. **Quartely Journal of Economics**, vol 51, pp.209-23, 1937b.

KEYNES, J. M. A monetary theory of production. Em: *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII - The General Theory and After, Part I - Presentation. London: **Macmillan**, p. 408-411, 1973.

KREGEL, J. Margins of safety and weight of the argument in generating financial instability. **Journal of Economic Issues**, XXXI(2): 543-548, 1997.

KREGEL, J. Money, expectations and relative prices in Keynes's monetary equilibrium. **Economie Appliquée**, 1982.

MADDISON, A. **Statistics on World Population, GDP and Per Capita GDP, 1-2008 AD**. Disponível em:

<https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-database-2010>. Acesso em: 11 de nov. de 2024. Groningen, 2010.

MARTI, M. E. **A China de Deng Xiaoping: O homem que pôs a China na cena do século XXI**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2021.

MARTINS, N. M. Risco sistêmico, fragilidade financeira e crise: uma análise pós-keynesiana a partir da contribuição de Fernando Cardim de Carvalho. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, n. 02, p. 1-25, 2020.

MENDONÇA, A. R. R. de. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. Em: **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 335-389, 2015.

MINSKY, H. P. Financial intermediation in the money and capital markets. **Issues in Banking and Monetary Analysis**, p. 31-56, 1967.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. **Challenge**, v. 20, n. 1, p. 20-27, 1977.

MINSKY, H. P. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. **Journal of economic issues**, v. 14, n. 2, p. 505-523, 1980.

MINSKY, H. P. **Can ‘It’ Happen Again?** Essays on Instability and Finance. Armonk. New York: M.E. Sharpe, 1982.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. P. **Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues**, Working Paper, No. 69, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, 1991.

MINSKY, H. P. **The Financial Instability Hypothesis**. Working Paper 74, Jerome Levy Economics Institute, Annandale on Hudson, NY, 1992.

MINSKY, H. P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies: Remarks upon receiving the Veblen-Commons award. **Journal of Economic Issues**, v. 30, n. 2, p. 357-368, 1996.

MINSKY, H. P. Induced investment and business cycles. In: **Induced Investment and Business Cycles**. Edward Elgar Publishing, 2004.

MINSKY, H. P.; PAPADIMITRIOU, D. **Induced investment and business cycle**. Elgar Pub, 2004.

MOLLO, M. D. L. R. A endogeneidade pós-keynesiana da moeda: traços ortodoxos e heterodoxos. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 27, n. 3, p. 395-416, 1997.

MO, YK. A review of recent banking reforms in China. **BIS Policy Papers**, v. 7, n. 90, p. 109, 1999.

MOORE, B. J. The endogenous money supply. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 10, n. 3, p. 372-385, 1988.

NBER. National Bureau of Economic Research. **Discount Rates**. Federal Reserve Bank of New York for United States, retrieved from Federal Reserve Economic Data, 2022.

NBS. National Bureau of Statistics of China. **Communiqué on 2004 Rural Poverty Monitoring of China**. Disponível em: https://www.stats.gov.cn/english/NewsEvents/200505/t20050513_25623.html. Acesso em: 20 de nov. de 2024. Beijing, 2005.

NBS. National Bureau of Statistics of China. **Annual Statistics**. Disponível em: <https://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=C01>. Acesso em: 20 de nov. de 2024.

NFRA. National Financial Regulatory Administration. **Mandates**. Disponível em: <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemList.html?itemPIId=974&itemId=975&itemUrl=>

About/Mandates.html&itemTitle=Mandates&itemPTitle>About%20the%20NFRA. Acesso em: 17 de nov. de 2024. Beijing, 2024a.

NFRA. National Financial Regulatory Administration. **Statistics**. Disponível em: <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemList.html?itemPid=973&itemId=983&itemUrl=ItemListRightList.html&itemTitle=Statistics&itemPTitle=Statistics>. Acesso em: 25 de nov. de 2024. Beijing, 2024b.

PAULA, L. F. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos** (São Paulo), v. 43, p. 363-396, 2013.

PAULA, L.F. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PBOC. China Financial Stability Report. **Financial Stability Analysis Group of the People's Bank of China**, 2013.

PBOC. The People's Bank of China. **Purposes and Functions**. Disponível em: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688066/3688080/index.html>. Acesso em: 17 de nov. de 2024.

QI, B. China Capital Markets Development Report: China Securities Regulation Commission. **China Financial Publishing House**. 2008.

SAFATLE, C.; RITTNER, D. Xi rejeita hegemonia e quer mais atuação em questões globais. **Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2014/07/14/xi-rejeita-hegemonia-e-quer-mais-atuacao-e-m-questoes-globais.ghtml>. Acesso em: 27 de nov. de 2024. São Paulo, 2014.

SKIDELSKY, R. Keynes: the return of the master. **Public Affairs**, 2010.

STUDART, R. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995.

SUN, J.; MANGER, G. Listing on the Shenzhen Stock Exchange: Behavioural Finance Implications. **ASBBS Proceedings**, v. 19, n. 1, p. 874, 2012.

SUN, G.; JIA, J Definition and Measurement of China's Shadow Banking: From the Perspective of Credit Money Creation. **Social Sciences in China**, 92–110. (English version available at <http://vochina.org/show-55-40.html>), 2015.

SUN, G. China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking. **BIS Working Papers**, No. 822, November 8, 2019.

SUN, G. Banking Institutions and Banking Regulations. Em: **The Handbook of China's Financial System**. Princeton University Press (New Jersey), p. 9-37, 2020.

TOBIN, J. Commercial Banks as Creators of 'Money'. **Cowles Foundation Discussion Papers**, 388, 1963.

TREBAT, N. M; MEDEIROS, C. A. Modernização militar no progresso técnico e na inovação industrial chinesa. Em: **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 521-550, 2015.

WANG, T. Monetary policy instruments. Em: **The Handbook of China's Financial System**. Princeton University Press (New Jersey), p. 63-86, 2020.

WORLD BANK. World Bank Group. **Belt and Road Initiative**. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/topic/regional-integration/brief/belt-and-road-initiative>. Acesso em: 20 de nov. de 2024. Washington DC, 2018.

WORLD BANK. China. **Data**. Disponível em: <https://data.worldbank.org/country/china>. Acesso em: 22 de nov. de 2024. Washington DC, 2024a.

WORLD BANK. World Bank Group. **World Development Indicators**. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>. Acesso em: 21 de nov. de 2024. Washington DC, 2024b.

XINHUA. Xinhua News Agency. **China Focus**: China establishes national financial regulatory administration. Disponível em: <https://english.news.cn/20230518/8427c9a8149042b982706cd9fb01a972/c.html>. Acesso em: 19 de set. de 2024.

YAO, Y. Beijing Consensus or Washington Consensus: What Explains China's Economic Success? **Development Outreach**, v. 13, n. 1, p. 26-31, 2011.

YUEH, L. What drives China's growth? **National Institute Economic Review**, v. 223, p. R4-R15, 2013.

ZHANG, S. *et al.* Pattern evolution and localization of China's financial network based on different types of banks. **Papers in Applied Geography**, v. 6, n. 4, p. 416-435, 2020.

ANEXO A

Embarking on the new journey to build China into a modernized socialist country in an all-round way

Outline of the People's Republic of China 14th Five-Year Plan for National Economic and Social Development and Long-Range Objectives for 2035¹

The Outline of the People's Republic of China 14th Five-Year Plan (2021-2025) for National Economic and Social Development and Long-Range Objectives for 2035 has been drafted in accordance with the Proposal of the Central Committee of the Chinese Communist Party on Drawing Up the 14th Five-Year Plan for National Economic and Social Development and Long-Range Objectives for 2035 to clarify national strategic intentions, make clear the focus of government work, and guide and standardize the behavior of market entities. It is a grand blueprint for China's embarkation on the new journey of building a modernized socialist country in an allround way, and a common program of action for all ethnic groups in the country.

Part One Embarking on the new journey to build China into a modernized socialist country in an all-round way

The 14th Five-Year Plan period [2021-2025] is the first five-year [period] after China achieved the first centennial objective of establishing a well-off society in an allround way. Riding this momentum, we are pressing the advance toward the second centennial objective, embarking on the new journey to build China into a modernized socialist country in an all-round way².

¹ Este anexo contém a Parte 1 do 14º Plano Quinquenal da República Popular da China. A tradução para a língua inglesa foi realizada pela Etcetera Language Group, Inc., com edição de Ben Murphy, tradutor líder do CSET (Center for Security and Emerging Technology), grupo de pesquisa política da Walsh School of Foreign Service da Universidade de Georgetown, em Washington DC, nos Estados Unidos. A versão original chinesa pode ser encontrada no site do governo chinês, no endereço https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm A versão traduzida para o inglês pode ser encontrada no site do CSET, no endereço <https://cset.georgetown.edu/publication/china-14th-five-year-plan/> (CSET, 2021).

² Translator's note: China's "two centennial objectives" (两个一百年奋斗目标), as defined by Xi Jinping in his Report to the 19th Party Congress in 2017, are: (1) Establish a well-off society in an all-round way (全面建成小康社会) by 2021, the centennial of the founding of the Chinese Communist Party (CCP); and (2) establish China as a rich, strong, democratic, civilized, harmonious, beautiful modernized socialist world power (把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化

Article I Development environment

As China enters its new stage of development, it has a more solid foundation for development, faces profound changes in the conditions of development, and will see new opportunities and challenges as it develops further.

Section 1. Decisive achievements have been made toward victory in establishing a well-off society in an all-round way

The 13th Five-Year Plan period [2016-2020] was the phase of establishing a well-off society in an all-round way. Facing a tangled and complex international situation, and the arduous tasks of reform, development, and stability, and especially the severe shock of the COVID-19 epidemic, the Chinese Communist Party (CCP) Central Committee with Comrade Xi Jinping as the core, never forgetting its original intention and remembering its mission, shall unite and lead the entire Party and people of all ethnicities to forge ahead, blaze new trails of innovation, and work with enthusiasm and promise to advance the various undertakings of the Party and the State. Major breakthroughs have been made in comprehensively deepening reforms, major progress has been attained in comprehensively implementing the rule of law, major results have been achieved in comprehensively governing the Party strictly (从严治党), the modernization of the country's governance system and governance capacity (治理能力) has accelerated, and the leadership of the CCP and the advantages of the Chinese socialist system have been further demonstrated.

Overall economic operations were stable, the optimization of the economic structure continued, and GDP exceeded 100 trillion yuan Renminbi (RMB). The construction of an innovation-oriented country (创新型国家) has yielded fruitful results, with a number of major scientific and technological (S&T) achievements in the fields of manned spaceflight, lunar exploration projects, deep-sea projects, supercomputing, quantum information, “Fuxing” high-speed trains, and large aircraft manufacturing. Overall victory was attained in the decisive battle of poverty alleviation. 55.75 million of the rural poor have been lifted out of poverty. The problem of absolute poverty that has plagued the Chinese nation for thousands of years has received a historic solution, creating a miracle in the history of human poverty

强国) by around 2049, the centennial of the founding of the People's Republic of China (PRC). The 19th Party Congress Report further divides the period between the two centennials into two stages (2021-2035 and 2035-2049), with the completion of the first stage marked by "basically achieving socialist modernization" (基本实现社会主义现代化) by 2035.

reduction. Agricultural modernization is advancing steadily, with annual grain yield holding continuously stable at over 1.3 trillion catties [about 860 million tons]. The goal of shifting 100 million rural migrants and other permanent residents to cities and towns has been smoothly achieved, and the major regional strategies have been solidly advanced. Pollution prevention and control efforts have been increased, the total emission reduction targets for major pollutants have been exceeded, resource utilization efficiency has significantly increased, and the ecological environment has significantly improved. Major phased results have been achieved in the handling of financial risks. Opening up to the outside continued to expand, and the joint construction of the “Belt and Road”³ has yielded fruitful results. The standard of living of the people has improved significantly, the fairness and quality of education have greatly improved, higher education has entered the popularization stage, more than 60 million new jobs have been created in cities and towns, the world’s largest social security system has been established, with basic health insurance covering more than 1.3 billion people, basic old-age insurance covering nearly 1 billion people, and more than 23 million housing renovations in urban shantytowns. COVID-19 epidemic prevention and control has achieved major strategic results, and the capabilities and level of emergency response have greatly improved. The level of public cultural services has been continuously increased, and cultural undertakings and cultural industries have prospered. The level of national defense and army building has been greatly improved, and the organizational format of the army has undergone major changes. National security has been comprehensively strengthened, and society has remained harmonious and stable.

The objectives and tasks of the 13th Five-Year Plan have successfully been completed. China's economic strength, S&T strength, comprehensive national strength, and the people's standard of living have jumped to a new level, grand historic achievements have been made in establishing a well-off society in an all-round way, new strides have been made toward the great rejuvenation of the Chinese nation (中华民族伟大复兴), and socialist China stands in the East with a more majestic posture.

Section 2. China's development environment faces profoundly complex changes

China's development is still in an important period of strategic opportunity (重要战略机遇期) at present and in the coming period, but there are new developments and changes in

³ Translator's note: The "Belt and Road" (“一带一路”) refers to the Silk Road Economic Belt (丝绸之路经济带) and the 21st Century Maritime Silk Road (21世纪海上丝绸之路).

terms of both opportunities and challenges. The world today is going through a once-in-a-century upheaval. New rounds of scientific and technological revolution and industrial transformation are deepening, and a profound adjustment in the international balance of power is unfolding. Peace and development are still the themes of the age, and the idea of a community of common destiny for humanity (人类命运共同体) has become deep-seated in people's minds. At the same time, the international environment is growing steadily more complex, with instability and uncertainty increasing significantly. The effects of the COVID-19 epidemic are widespread and far-reaching. The global economy has fallen into a downturn, economic globalization has encountered countercurrents, and the landscape of global energy supply and demand has profoundly changed. The international economic and political landscape is complex and changeable. We are entering a period of turbulent change in which unilateralism, protectionism, and hegemony threaten world peace and development.

China has shifted directions toward a phase of high-quality development (高质量发展阶段). We have many advantages for further development, including remarkable institutional superiority (制度优势), improved administrative efficiency, sustained economic growth, a solid material foundation, wealth of human resources, broad market space, strong developmental resilience, overall social stability, and sustained development. At the same time, the imbalance and insufficiency in our development is still prominent, and the reform tasks to be done in key areas and key links are still arduous. Our capacity for innovation is insufficient for the requirements of high-quality development. The agricultural base is relatively weak. The disparities in development and income distribution between rural and urban regions remain stark. We have a long way to go in environmental protection, there are shortcomings in livelihood protection, and weaknesses in social governance (社会治理).

It is necessary to provide overall planning of the entire strategic situation of the great rejuvenation of the Chinese nation and the once-in-a-century shift in the world situation, profoundly understand the new features and new requirements created by the change in the main contradiction in Chinese society,⁴ and profoundly understand the contradictions and challenges created by the tangled and complex international environment. We should strengthen awareness of opportunities and risks, and plant ourselves squarely in the basic national conditions of the initial stage of socialism (社会主义初级阶段). We must maintain

⁴ Translator's note: In his Report to the 19th Party Congress in 2017, Xi Jinping defined the "main contradiction" (主要矛盾) in Chinese society as "the contradiction between the people's ever-increasing need for the good life on the one hand and imbalanced and insufficient development on the other" (人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾). The Party's previous formulation of "the main contradiction during the initial stage of socialism" (社会主义初级阶段主要矛盾), announced at the Sixth Plenum of the 11th Party Congress in 1981, was: "the contradiction between the people's everincreasing material and cultural needs and China's backward social productive forces" (人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾).

strategic determination, handle our own affairs well, recognize and grasp the laws of development, carry forward the spirit of struggle, hone our combat skills, firmly establish a bottom-line mindset (底线思维), accurately recognize changes, respond to them scientifically, and seek them out actively. We must be adept at generating opportunities from crises, open up new situations as circumstances change, seize opportunities, rise to the challenges, foster strengths and circumvent weaknesses, and forge ahead with courage.

Article II Guiding directives

For economic and social development during the “14th Five-Year Plan” period, we must firmly grasp the following guiding ideologies, principles, and strategic orientations.

Section 1. Guiding ideology

We will hold aloft the great banner of socialism with Chinese characteristics, and deeply implement the spirit of the 19th Party Congress and the Second, Third, Fourth, and Fifth Plenums of the 19th CCP Central Committee; persist in taking Marxism-Leninism, Mao Zedong Thought, Deng Xiaoping Theory, the important thinking of the “Three Represents”, the Scientific Development Concept, and Xi Jinping Thought on Socialism with Chinese Characteristics for a New Era as the guide; fully implement the Party's basic theory, basic line, and basic strategy; use comprehensive planning to advance the overall layout of economic construction, political construction, cultural construction, social construction, and ecological civilization construction; promote, in a coordinated fashion, the strategic layout for comprehensive deepening of reform, comprehensively ruling the country according to law (依法治国), and comprehensively governing the Party strictly; resolutely implement the innovation-based, coordinated, green, open, and shared new development concept (新发展理念); and adhere to the general work principle of seeking progress while maintaining stability (稳中求进). We will take the promotion of high-quality development as the main theme, deepening supply-side structural reform as the main line, reform and innovation as the fundamental driving force, and satisfying the people's ever-increasing need for the good life as the fundamental goal. We will also: Coordinate development and security, and accelerate the construction of a modernized economy; accelerate the establishment of a new development pattern (新发展格局) with domestic great circulation (国内大循环) as the mainstay and featuring mutually reinforcing domestic and international dual circulation (双循

环); and promote modernization of the national governance structure and our governance capacity. We will achieve stable and far-reaching economic progress and a stable and harmonious society; and we will make a good start and good progress toward establishing a modernized socialist country in an all-round way.

Section 2. Principles that must be followed

- Persist in the Party's total leadership. We will adhere to and refine institutional mechanisms for the Party's leadership of economic and social development, adhere to and refine the system of socialism with Chinese characteristics, continue to raise capabilities and standards for implementing the new development concept and constructing the new development pattern, and provide fundamental assurance for achieving high-quality development.
- Persist in being people-centered (以人民为中心). We will adhere to the mainstay status of the people and the direction of common prosperity, and always practice development for the people, development by the people, and sharing the fruits of development by the people. We will protect the people's fundamental interests, inspire the enthusiasm, initiative, and creativity of all the people, promote the well-being of the people, and continuously realize people's aspirations for the good life (美好生活).
- Persist in the new development concept. We will completely, correctly, and comprehensively apply the new development concept in all fields throughout the development process, construct the new development pattern, effectively transform development methods, promote change in the quality, efficiency, and drivers of development, and achieve development that is higher in quality, more efficient, fairer, more sustainable, and safer.
- Persist in deepening reform and opening up (改革开放). We will resolutely advance reform and expand opening up, strengthen modernization of the national governance system and governance capacity, break down institutional barriers constraining high-quality development and high quality of life, strengthen major reform and opening up initiatives that help increase resource allocation efficiency and mobilize the enthusiasm of the whole society, and continue to boost development momentum and vitality.

- Persist in systematic concepts. We will strengthen forward-looking thinking, overall planning, strategic positioning, and holistic advancement; give consideration to the overall domestic and international situations, and handle both development and security well; adhere to a coordinated national effort (全国一盘棋), and better utilize the initiative of central and local government and other spheres of society; focus on consolidating the foundation, building on strengths, making up shortcomings, and strengthening areas of weakness; concentrate on preventing and defusing major risks and challenges; and achieve integration of the quality, structure, scale, speed, efficiency, and security of development.

Section 3. Strategic orientation

To promote high-quality development during the “14th Five-Year Plan” period, we must root ourselves in the new stage of development, implement the new development concept, and build the new development pattern. By taking hold of the new stage of development, we have a realistic basis for implementing the new development concept and constructing the new development pattern. By implementing the new development concept, we will provide an action plan for grasping the new stage of development and building the new development pattern. By constructing the new development pattern, we are making a strategic choice to respond to the opportunities and challenges of the new stage of development and to implement the new development concept. We must persist in deepening supply-side structural reform, lead and create new demand with innovation-driven and high-quality supply, and improve the resilience of the supply system and its adaptability to domestic demand. We must establish an effective system for expanding domestic demand, accelerate the cultivation of a complete domestic demand system, strengthen demand-side management, and build a strong domestic market. We must unwaveringly advance reform, remove institutional barriers that impede economic circulation, and promote the circulation of factors of production (生产要素) and the organic linkage of production, distribution, circulation, and consumption. We must unwaveringly expand opening up, continue to deepen openness to mobile factors of production (要素流动型), steadily expand institutional openness, and rely on the system of domestic economic circulation to form a strong gravitational field to attract global factor of production resources (要素资源). We must strengthen the leading role of domestic circulation, improve the efficiency and level of

domestic circulation through international circulation, and realize mutual reinforcement between domestic and international circulation.

Article III Main goals

In accordance with the strategic arrangements for building China into a modernized socialist country in an all-round way, the Long-Term Goals for 2035 and the main economic and social development goals during the “14th Five-Year Plan” period are as follows.

Section 1. Long-Term Goals for 2035

Looking forward to 2035, China will have basically realized socialist modernization. Economic strength, S&T strength, and overall national strength will rise sharply, the total economic output and the per capita income of urban and rural residents will reach new levels, major breakthroughs will be achieved in key and core technologies (关键核心技术), and China will enter the first rank of innovation-oriented countries. New-type industrialization, informatization (信息化), urbanization, and agricultural modernization will basically be achieved, creating a modernized economy. Modernization of the national governance structure and governance capacity will basically be achieved, people's rights to equal participation and equal development will be fully assured, and a nation, government, and society under the rule of law will basically be established. We will establish a cultural powerhouse (文化强国), an educational powerhouse (教育强国), a talent powerhouse (人才强国), a sports powerhouse (体育强国),⁵ and a Healthy China. The quality of the people and the level of social civilization will reach new heights, and the country's cultural soft power will be significantly bolstered. Green modes of production and living will broadly take shape, carbon emissions will decline steadily after reaching a peak, the ecological environment will have fundamentally taken a turn for the better, and the goal of building a beautiful China will basically be achieved. A new pattern of opening up to the outside will be formed, and new advantages for participating in international economic cooperation and competition will be significantly strengthened. Per-capita gross domestic product (GDP) will reach the level of the middle ranks of developed countries, [China's] middle income group will be significantly enlarged, equitable access to basic public services will be achieved, and rural-urban disparities in regional development and disparities in the people's standard of living will be

⁵ Translator's note: An alternative translation for the Chinese term *qiángguó* (强国)—rendered as "powerhouse" throughout this translation—is "superpower." For a more thorough discussion of the difficulties of translating *qiángguó* into English, see: <https://www.newamerica.org/cybersecurityinitiative/digichina/blog/lexicon-wangluo-qiangguo/>

significantly reduced. Construction of a peaceful and secure China (平安中国) will reach a new level, with national defense and armed forces modernization basically achieved. The people's lives will be better still, and more obvious and substantive progress will have been made toward comprehensive human development and common prosperity for all.

Section 2. Main objectives for economic and social development in the 14th FiveYear Plan period

- New results in economic development will be achieved. Development is the foundation and key to solving all of China's problems. Development must adhere to the new development concept. On the basis of significant improvements in quality and efficiency, we will achieve sustainable and healthy economic development and give full rein to our growth potential. Proposals for the average annual growth of GDP will be maintained in a reasonable range based on the situation each year, and the growth of total labor productivity will exceed the growth of GDP. We will strengthen the domestic market, further optimize the economic structure, and significantly improve our capacity for innovation. The research and development (R&D) expenditure of society as a whole will increase by more than 7% annually, and we will strive to make the intensity of investment higher than the actual investment during the period of the “Thirteenth FiveYear Plan” period. The advancement of industrial foundation and production chain (产业链) modernization will be significantly improved. We will make the agricultural foundation firmer, significantly enhance rural-urban development coordination, increase the urbanization rate of the permanent resident population to 65%, and make major progress in modernizing the economic system.
- New strides will be made in reform and opening up. We will further refine the socialist market economy and basically complete construction of a high-standard market system, and market players will be more energetic; significant advances will be made in reforming the property rights system and the market-based allocation of the factors of production (要素), the fair competition system will be made more robust, and higher-level new institutions of the open economy (开放型经济) will basically be formed.
- The level of civility in society will rise to new heights. The socialist core values concept (社会主义核心价值观) will be deeply rooted in the people's hearts, and the people's

ideological and moral quality, their scientific and cultural quality, and the quality of their physical and mental health will be improved significantly. The public cultural services system and the cultural industry system will be more robust, people's spiritual and cultural lives will be made continually richer, the influence of Chinese culture will rise further, and the cohesiveness of the Chinese nation will be further strengthened.

- New gains in ecological civilization construction will be achieved. The spatial pattern of development and protection of the nation's land will be optimized, and the green transformation of modes of production and living will show striking results. The allocation of energy resources will be further rationalized, and utilization efficiency will be greatly improved. Energy consumption and carbon dioxide emissions per unit of GDP will be reduced by 13.5% and 18% respectively, total emissions of the main pollutants will continue to fall, and the rate of forest coverage will increase to 24.1%. The ecological environment will continue to improve, ecological safety barriers will be made more secure, and urban and rural living environments will be significantly improved.
- The people's well-being will reach new levels. More fulfilling and higher-quality employment will be achieved, the urban surveyed unemployment rate will be maintained below 5.5%, the growth of per capita disposable income of residents will be basically synchronized with the growth of GDP, and the distribution structure will be significantly improved. There will be a significant increase in equitable access to basic public services, the education level of the whole nation will rise continuously, the average years of education of the working-age population will increase to 11.3 years, the multi-level social security system will be more robust, the basic old-age insurance participation rate will increase to 95%, and the health system will be improved. Average life expectancy will increase by 1 year, the results of the poverty alleviation campaign will be consolidated and expanded, the rural revitalization strategy will be promoted comprehensively, and the people as a whole will together take solid steps toward greater prosperity.
- New gains will be made in the effectiveness of national governance. Socialist democracy and socialist rule of law will be made more robust, and social fairness and justice will be further manifested; the national administrative system will be further refined, the government will play its role better, and its administrative efficiency and credibility will be increased significantly; and the level of social governance, especially at the grassroots

level, will be significantly improved. The institutions and mechanisms for preventing and defusing major risks will be continuously improved, our emergency response and handling capacity for sudden public incidents (突发公共事件) will be significantly strengthened, and the level of natural disaster prevention will be significantly improved. Development will be more strongly supported by security, and major strides will be made in national defense and armed forces modernization.